Учебное пособие

ПИТЕР

СТАНДАРТ ТРЕТЬЕГО ПОКОЛЕНИЯ



Под ред. Г. Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой

Финансовые рынки и финансово-кредитные институты

- Структура кредитного рынка
- Рынок ценных бумаг
- Рынок ипотечного кредитования

ДЛЯ БАКАЛАВРОВ И МАГИСТРОВ

РЕКОМЕНДОВАНО УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКИМ ОБЪЕДИНЕНИЕМ



СТАНДАРТ ТРЕТЬЕГО ПОКОЛЕНИЯ

Под ред. Г. Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой

Финансовые рынки и финансово-кредитные институты

ДЛЯ БАКАЛАВРОВ И МАГИСТРОВ

Рекомендовано УМО по образованию в области финансов, учета и мировой экономики в качестве учебного пособия для магистрантов, обучающихся по направлению «Финансы и кредит»

ПИТЕР®

Москва · Санкт-Петербург · Нижний Новгород · Воронеж
Ростов-на-Дону · Екатеринбург · Самара · Новосибирск
Киев · Харьков · Минск
2013

ББК 65.9(2)26я7
УДК 336.6(075)
Ф59

Ф59 Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: Учебное пособие. Стандарт третьего поколения / Под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. — СПб.: Питер, 2013. — 384 с.: ил.

ISBN 978-5-496-00061-1

Учебное пособие «Финансовые рынки и финансово-кредитные институты» может быть использовано при изучении соответствующей дисциплины по программам подготовки бакалавров и магистров в соответствии с федеральными государственными образовательными стандартами третьего поколения по направлениям «Экономика» и «Финансы и кредит».

В пособии рассмотрены основные сегменты финансового рынка: валютный, кредитный, рынок ценных бумаг, рынок золота и страховой рынок. По каждому сегменту дано его определение, охарактеризованы специфические функции, которые данный сегмент выполняет в рыночной экономике, рассмотрены основные участники, используемые ими инструменты и технологии, а также система регулирования деятельности участников и их операций в рамках данного сегмента.

Изложение базовых теоретических положений сопровождается примерами из зарубежной практики. Однако основной упор при изложении материала сделан на систематизации отечественной практики функционирования финансовых рынков и финансовых посредников.

Рекомендовано УМО по образованию в области финансов, учета и мировой экономики в качестве учебного пособия для магистрантов, обучающихся по направлению «Финансы и кредит».

ББК 65.9(2)26я7
УДК 336.6(075)

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

ISBN 978-5-496-00061-1 © ООО Издательство «Питер», 2013

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие **5**

Глава 1. Финансовый рынок и его участники **8**

1.1. Структура современного финансового рынка 8
1.2. Эволюция финансового рынка и его функций 22
1.3. Участники финансового рынка. Виды финансовых посредников 43
1.4. Регулирование финансового рынка и деятельности его участников 55
Литература 68

Глава 2. Валютные рынки **70**

2.1. Понятие валютного рынка и его структура 70
2.2. Основные участники валютного рынка и их операции 77
2.3. Валютные операции на национальном валютном рынке 79
2.4. Основные финансовые инструменты валютного рынка и стратегии участников рынка 84
2.5. Регулирование открытых валютных позиций банков Банком России 91
Литература 97

Глава 3. Кредитный рынок и его сегменты **98**

3.1. Кредит как особый финансовый инструмент 98
3.2. Кредитный рынок, его основные характеристики и классификация 107
3.3. Банковский кредитный рынок: его сегменты, участники, кредитные продукты и кредитные технологии 118
3.4. Перспективы развития банковского кредитного рынка 180
3.5. Рынок ипотечного кредитования 190
3.6. Рынок микрокредитования (микрофинансирования) 222
Литература 241

Глава 4. Рынок ценных бумаг **243**

4.1. Понятие рынка ценных бумаг и его функции 243
4.2. Виды и классификация ценных бумаг 250
4.3. Ипотечные ценные бумаги 259
4.4. Институциональная структура рынка ценных бумаг 270
4.5. Регулирование рынка ценных бумаг 291

4.6. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации ... 300
Литература ... 303

Глава 5. Рынок страхования ... 306

5.1. Сущность страхования, его формы и виды ... 306
5.2. Рынок страховых услуг, его структура и функции ... 311
5.3. Участники страхового рынка ... 316
5.4. Страховые продукты и технологии работы страховых компаний ... 325
5.5. Государственное регулирование страховой деятельности в РФ ... 329
5.6. Современное состояние российского страхового рынка и перспективы его развития ... 334
Литература ... 348

Глава 6. Рынок золота ... 349

6.1. Рынок золота как особый сегмент финансового рынка ... 349
6.2. Участники рынка золота и его функции ... 358
6.3. Основные виды банковских операций с драгоценными металлами и технологии их проведения ... 367
Литература ... 378

ПРЕДИСЛОВИЕ

Учебное пособие «Финансовые рынки и финансово-кредитные институты» может быть использован при изучении соответствующей дисциплины по программам подготовки бакалавров и магистров в соответствии с Федеральными государственными образовательными стандартами третьего поколения по направлениям «Экономика» и «Финансы и кредит».

В издании рассмотрены основные сегменты финансового рынка: валютный, кредитный, рынок ценных бумаг, рынок золота и страховой рынок. По каждому сегменту дано его определение, охарактеризованы специфические функции, которые данный сегмент выполняет в рыночной экономике, рассмотрены основные участники, используемые ими инструменты и технологии, а также система регулирования деятельности участников и их операций в рамках данного сегмента.

Изложение базовых теоретических положений сопровождается примерами из зарубежной практики, однако основной упор при изложении материала сделан на систематизации отечественной практики функционирования финансовых рынков и финансовых посредников. Авторы основывались на действующей нормативно-правовой базе, регламентирующей деятельность финансово-кредитных институтов, использовали статистические данные, иллюстрирующие состояние российского финансового рынка и его сегментов.

Изучение материала, изложенного в учебном пособии «Финансовые рынки и финансово-кредитные институты», позволит студенту:

ЗНАТЬ:

- закономерности функционирования современных финансовых рынков, особенности таких сегментов, как валютный, кредитный рынок, рынок ценных бумаг и золота, страховой рынок, и тенденции их развития;
- особенности финансового посредничества и виды финансовых посредников, работающих на рынке;

- законодательные и нормативно-правовые акты, регулирующие деятельность основных участников российского финансового рынка;
- виды финансовых инструментов, используемых на финансовом рынке, их особенности и связанные с ними риски;
- содержание, технику и технологию совершения основных финансовых операций;

УМЕТЬ:

- использовать источники финансовой, экономической и статистической информации для анализа финансового рынка и его основных сегментов;
- применять полученные теоретические знания на практике для изучения финансового рынка и оценки текущего состояния его основных сегментов;
- выявлять и идентифицировать основные проблемы и риски, возникающие на сегментах финансового рынка;
- вырабатывать и реализовывать на практике рекомендации по совершенствованию деятельности финансовых организаций на валютном, кредитном, страховом рынках, рынке ценных бумаг и золота;

ВЛАДЕТЬ:

- современными методами сбора, обработки и анализа показателей, характеризующих состояние финансовых рынков;
- практическими навыками по анализу и интерпретации финансовой, статистической и иной информации по финансовым рынкам для принятия управленческих решений в сфере финансовой деятельности;
- приемами изучения экономических процессов, происходящих на финансовом рынке и его сегментах.

Учебник написан коллективом авторов Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов в составе:

1) Белоглазова Г. Н., профессор, — глава 1 (пункт 1.1 — совместно с В. Э. Кроливецкой; пункт 1.2 — совместно с В. С. Куфенко);
2) Кроливецкая Л. П., профессор, — пункт 3.2, подпункты 3.3.1 и 3.3.2 главы 3 (совместно с Е. В. Тихомировой);
3) Гудовская Л. В., доцент, — глава 2;
4) Иванькова Т. П., профессор, — глава 6;
5) Киевич А. А., профессор, — пункт 1.4. (совместно с Г. Н. Белоглазовой);

6) Кроливецкая В. Э., доцент, – пункт 1.1 главы 1 (совместно с Г. Н. Белоглазовой); подпункт 3.3.4, пункт 3.4 главы 3;
7) Куфенко В. С. – пункт 1.2 главы 1 (совместно с Г. Н. Белоглазовой);
8) Никитина Т. В., профессор, – глава 5 (совместно с Н. И. Парусимовой и Л. М. Садыковой);
9) Орлова Н. С. – пункт 3.6 главы 3;
10) Попова Е. М., профессор, – глава 4 (за исключением пункта 4.3);
11) Парусимова Н. И., профессор, – глава 5 (совместно с Т. В. Никитиной и Л. М. Садыковой);
12) Разумова И. А., доцент, – пункт 3.5 главы 3; пункт 4.3 главы 4;
13) Садыкова Л. М., доцент, – глава 5 (совместно с Т. В. Никитиной и Н. И. Парусимовой);
14) Тихомирова Е. В., доцент, – пункт 3.1, подпункты 3.3.3, 3.3.5; пункт 3.2, подпункты 3.3.1 и 3.3.2 главы 3 (совместно с Л. П. Кроливецкой).

Глава 1
ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК И ЕГО УЧАСТНИКИ

1.1. Структура современного финансового рынка

Финансовый рынок — это рынок, на котором осуществляется перераспределение свободных денежных капиталов и сбережений между различными субъектами экономики путем совершения сделок с финансовыми активами. В качестве финансовых активов выступают национальная и иностранная валюты в наличной форме и в виде остатков на банковских счетах, а также золото, ценные бумаги и производные финансовые инструменты.

На финансовом рынке происходит столкновение спроса и предложения денежных средств и капиталов и формирование «цены» финансовых активов.

Предложение средств, которые могут быть переданы другим субъектам, исходит главным образом от домашних хозяйств, но свободные денежные средства образуются и у компаний в процессе кругооборота их капиталов, а также у государства — при формировании и использовании бюджетов разных уровней и иных государственных фондов. Спрос на дополнительные финансовые ресурсы предъявляет реальный сектор экономики, в меньших объемах — государство для финансирования своих расходов и домашние хозяйства. Свободные денежные средства (сбережения) всех экономических агентов поступают на финансовый рынок, на котором посредством сделок происходит их инвестирование в различные финансовые активы. При этом большинство сбережений совершается домашними хозяйствами, а большинство инвестиций осуществляется нефинансовыми компаниями. Финансовый рынок служит механизмом перемещения потоков денежных сбережений от домашних хозяйств к компаниям, инвестирующим капиталы в свое развитие. На финансовом рынке происходит консолидация мелких, разрозненных денежных средств, которые сами по себе не могут действовать как капитал, и их превращение в мощный денежный поток,

направляемый на цели развития экономики. В силу этого финансовый рынок создает условия для концентрации и централизации капиталов, обеспечивает их перераспределение между отраслями и сферами экономики, исходя из сложившейся иерархии доходности. Финансовый рынок предоставляет механизмы и инструменты для управления финансовыми и коммерческими рисками, способствует активизации экономических процессов и расширению инвестиций. Уровень развития национального финансового рынка зависит от степени общего экономического развития страны, уровня сбережений и степени зрелости финансовых институтов.

Сегментация финансового рынка может быть проведена по ряду признаков. Базовая сегментация основана на таком признаке, как цели перераспределения, и предполагает выделение в составе финансового рынка *денежного рынка* и *рынка капиталов*.

Денежный рынок — это рынок относительно краткосрочных операций (не более одного года), на котором происходит перераспределение ликвидности, т. е. свободной денежной наличности. На нем совершаются сделки с активами в ликвидной форме, которые могут быть использованы в качестве средства платежа для погашения разнообразных обязательств. Самым ликвидным активом, как известно, являются деньги в форме банкнот и остатков на текущих (расчетных) и корреспондентских счетах коммерческих банков. Высокой ликвидностью обладают государственные краткосрочные ценные бумаги, которые также могут использоваться для погашения обязательств их владельцев. Наряду с ними на денежном рынке обращаются и краткосрочные коммерческие долговые обязательства, выпущенные первоклассными фирмами и корпорациями (например, векселя, коммерческие бумаги), которые часто облечены в форму ценных бумаг и охотно принимаются участниками рынка как средство погашения обязательств. Денежный рынок обслуживает главным образом движение оборотных капиталов компаний и организаций, краткосрочной ликвидности банков и государства.

Наиболее четко очерченным сегментом денежного рынка является *межбанковский рынок* (рынок межбанковских кредитов), который представляет собой совокупность отношений между банками по поводу взаимных краткосрочных ссуд. На нем происходит перераспределение коротких и сверхкоротких банковских ресурсов. В странах с развитой рыночной экономикой операции по покупке и продаже ресурсов на межбанковском рынке высоко стандартизированы и совершаются в режиме онлайн. Они отличаются очень короткими сроками — от нескольких часов до нескольких дней. В США межбанковский рынок существу-

ет в форме рынка «федеральных фондов», т. е. свободных денежных резервов коммерческих банков, размещенных на счетах в федеральных банках, которые «продаются» на короткое время тем участникам рынка, которые испытывают дефицит ликвидности.

К денежному рынку относят обычно рынок краткосрочных банковских кредитов, на котором предприятия получают средства, необходимые для завершения расчетов, вексельный рынок и рынок краткосрочных высоколиквидных и надежных государственных (в некоторых странах — и корпоративных) ценных бумаг.

Основными участниками денежного рынка являются банки, в том числе Центральный банк, который выходит на межбанковский сегмент этого рынка с предложением денег, объемы которого определяются в рамках денежно-кредитной политики. При накоплении избыточной ликвидности и «перегреве» денежного рынка Центральный банк связывает избыточные ресурсы в различные финансовые инструменты, в том числе в собственные депозиты и облигации, проводя так называемую стерилизацию денежной массы. В период рецессии он, напротив, расширяет денежное предложение через каналы рефинансирования, операций на открытом рынке и валютных интервенций.

На *рынке капиталов* происходит перераспределение свободных капиталов и их инвестирование в различные доходные финансовые активы. На этом рынке совершаются относительно долгосрочные операции, обеспечивающие формирование собственного (акционерного) капитала фирм и корпораций, привлечение инвестиций и перераспределение корпоративного контроля. Строгой границы между денежным рынком и рынком капиталов не существует: одни и те же инструменты могут обращаться как на денежном рынке, так и на рынке капиталов (например, облигации первоклассных эмитентов). Различие между этими секторами финансового рынка заключается в выполняемых ими функциях.

Основной функцией денежного рынка является регулирование ликвидности всех участников рынка и экономики в целом. При наличии развитого денежного рынка каждый его участник имеет возможность разместить свои временно свободные денежные средства в высоколиквидные и надежные инструменты, приносящие определенную доходность, либо, наоборот, в случае необходимости оперативно привлечь с этого рынка дополнительные ликвидные средства. Центральный банк осуществляет постоянный мониторинг денежного рынка, отслеживая движение процентных ставок на нем. При росте процентных ставок и недостатке ликвидных средств он расширяет операции рефинансирования, проводит интервенции в национальной валюте, покупает ценные бума-

ги у участников рынка, в результате достигается увеличение денежной массы и стабилизация ставок на денежном рынке. Избыток ликвидных средств у участников рынка провоцирует рост спроса на товары, иностранную валюту и другие доходные активы, что без соответствующего увеличения их предложения чревато всеобщим ростом цен и развитием инфляции. В этих условиях Центральный банк проводит на денежном рынке операции по связыванию избыточной ликвидности: продает иностранную валюту, ценные бумаги, размещает избыточные резервы коммерческих банков на своих депозитных счетах. Таким образом обеспечивается регулирование ликвидности экономики в целом.

Функциями рынка капиталов являются формирование и перераспределение капиталов экономических агентов, осуществление корпоративного контроля (через движение цен на акции, отражающих рыночную стоимость компаний), инвестирование капиталов на цели развития и проведение спекулятивных операций, которые представляют собой инструмент достижения динамичной сбалансированности рынка.

Основным отличием денежного рынка от рынка капиталов является ликвидность обращающихся на них активов и срок исполнения обязательств: на денежном рынке обращаются высоколиквидные краткосрочные обязательства (сроком до одного года), а на рынке капиталов — средне- и долгосрочные обязательства (сроком более одного года) и долевые бумаги, ликвидность которых ниже, чем инструментов денежного рынка.

На рынке капиталов, так же как и на денежном рынке, свободные капиталы и денежные средства могут перемещаться от их собственников к заемщикам как по каналам прямого финансирования, так и по каналам косвенного финансирования.

При *прямом финансировании* средства перемещаются непосредственно от их собственников к заемщикам без участия посредников. При этом выделяют два традиционных способа прямого финансирования[1]: капитальное финансирование и финансирование на основе займов. *Капитальным финансированием* называется любое соглашение, по которому предприятие получает денежные средства для осуществления инвестиций в обмен на предоставление права долевого участия в собственности на эту фирму. Документом, подтверждающим права инвестора на долю в собственности предприятия, является акция. *Финансирование на основе займов* предполагает заключение любого соглашения, согласно кото-

[1] *Долан Э. Дж., Кэмпбелл К. Д. и др.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. М.: Туран, 1996.

рому предприятие получает денежные средства для осуществления инвестиций в обмен на обязательство выплатить эти средства в будущем с оговоренным процентом. При этом никакого права на долю собственности данного предприятия кредитор не получает. Наиболее широко распространенными документами, подтверждающими предоставление займа предприятию, являются ценные бумаги, представляющие собой обязательства выплатить долг в течение определенного срока с процентом, к числу которых относятся облигации, векселя, коммерческие бумаги. Покупка, продажа и перепродажа акций, облигаций и других ценных бумаг как домашними хозяйствами, так и фирмами осуществляется на особых рынках — *рынках ценных бумаг*.

При *косвенном финансировании* средства, перемещающиеся от собственников к заемщикам, проходят через особые институты, которые на разных условиях привлекают свободные денежные средства экономических субъектов, а затем от своего имени размещают их в различных формах в разнообразные финансовые активы. Такие институты называются *финансовыми посредниками*; к их числу относятся, например, банки, инвестиционные фонды, а также страховые компании (рис. 1.1).

На финансовом рынке совершаются сделки с *финансовыми инструментами*, под которыми согласно Международным стандартам финансовой отчетности следует понимать любые договоры, в результате которых одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевой инструмент — у другой[1]. В зависимости от вида финансовых инструментов, выступающих объектом купли-продажи, различают четыре сегмента финансового рынка: валютные рынки, кредитные рынки, рынки ценных бумаг и рынки золота.

В последние десятилетия стремительно развиваются также рынки, на которых осуществляются операции с производными финансовыми инструментами. В соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности производный финансовый инструмент имеет три признака: стоимость его зависит от величины «базисной переменной», например курса ценной бумаги, процентной ставки и т. п.; для его приобретения необходимы небольшие первоначальные инвестиции по сравнению с другими контрактами, курс которых аналогичным образом реагирует на изменения рыночной конъюнктуры; расчеты по нему осуществляются в будущем[2].

---

[1] Международные стандарты финансовой отчетности. М.: Аскери-АССА, 2008. С. 1012.

[2] Там же. С. 1013.

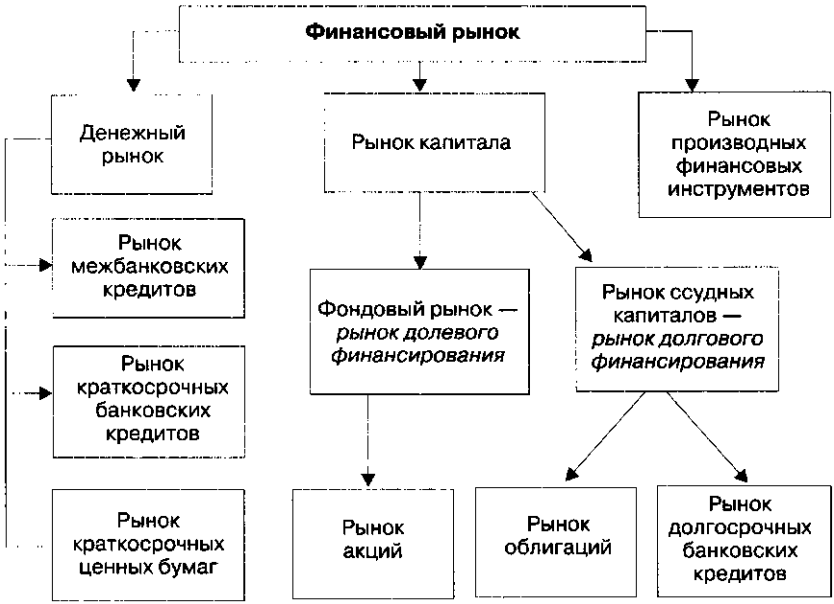

Рис. 1.1. Структура финансового рынка

На *валютном рынке* совершаются сделки по купле-продаже иностранной валюты в наличной и безналичной формах. В Российской Федерации все сделки с валютой и валютными ценностями должны происходить при посредничестве банков, которые являются основными участниками валютных бирж и вместе с ними составляют основу инфраструктуры валютного рынка.

На *кредитном рынке* осуществляются сделки по предоставлению одними экономическими субъектами временно свободных денежных средств в ссуду другим экономическим субъектам. Кредиты могут предоставляться компаниями непосредственно друг другу (рынок межхозяйственных кредитов), банками — любым экономическим субъектам (рынок банковских кредитов), напрямую — государству (рынок государственного долга) и населению (рынок потребительских кредитов).

На *рынке ценных бумаг* заключаются сделки между эмитентам ценных бумаг и инвесторами обычно при участии посредников — профессиональных участников рынка ценных бумаг. На этом рынке выделяют денежный сегмент (краткосрочные ликвидные ценные бумаги), сегмент капитального финансирования (рынок титулов собственности) и сегмент долгового финансирования (рынок долговых обязательств).

На *рынке золота* происходит торговля золотом, другими драгоценными металлами и камнями. Эти финансовые активы рассматриваются инвесторами как надежное средство сохранения стоимости. В периоды колебания цен на золото сделки с ним приносят доход в виде разницы цен его покупки и продажи.

На *рынке производных финансовых инструментов* торгуются различные контракты, которые используются их покупателями как для целей спекуляции (извлечения выгод от текущего колебания цен и курсов), так и для целей хеджирования, т. е. страхования рисков. Рынки производных финансовых инструментов можно рассматривать как самостоятельный сегмент финансового рынка или как составную часть валютных рынков (например, валютные опционы), рынков ценных бумаг (например, фьючерсы на индексы ценных бумаг), кредитных рынков (кредитные дефолтные свопы).

Все сегменты финансового рынка тесно связаны между собой, их границы пересекаются, одни финансовые инструменты могут конвертироваться в другие. Участниками разных сегментов выступают одни и те же организации; например, банки могут осуществлять операции практически на всех сегментах финансового рынка.

Относительно обособленным сегментом финансового рынка является *страховой рынок*, на котором обращаются страховые контракты. Включение страхового рынка в состав финансового обосновывается тем, что часть страховых контрактов представляет собой договоры накопительного страхования, предполагающие аккумуляцию сбережений населения (например, договоры пенсионного страхования, по которым обеспечивается выплата возмещения при наступлении пенсионного возраста, чтобы помочь пенсионеру обеспечить определенный уровень жизни), которые в известном смысле являются альтернативным вариантом инвестирования сбережений. Кроме того, страховые компании управляют значительными суммами страховых резервов, которые инвестируют в различные финансовые инструменты.

Заметим, что в отечественной экономической литературе предлагаются различные подходы к структурированию финансового рынка. Например, А. Е. Дворецкая[1] предлагает следующую структуру финансового рынка (рис. 1.2). При этом подходе финансовый рынок включает пять основных сегментов, где валютный рынок приобретает са-

[1] См.: *Дворецкая А. Е.* Рынок капитала в системе финансирования экономического развития. М.: Анкил, 2007.

мостоятельный статус, а не включается в денежный рынок. Рынок ценных бумаг, являющийся составной частью рынка капитала, подразделяется на два сегмента не в зависимости от того, кто является эмитентом ценных бумаг, а исходя из их назначения, т. е. для формирования уставного капитала или для привлечения во временное пользование заемных средств.

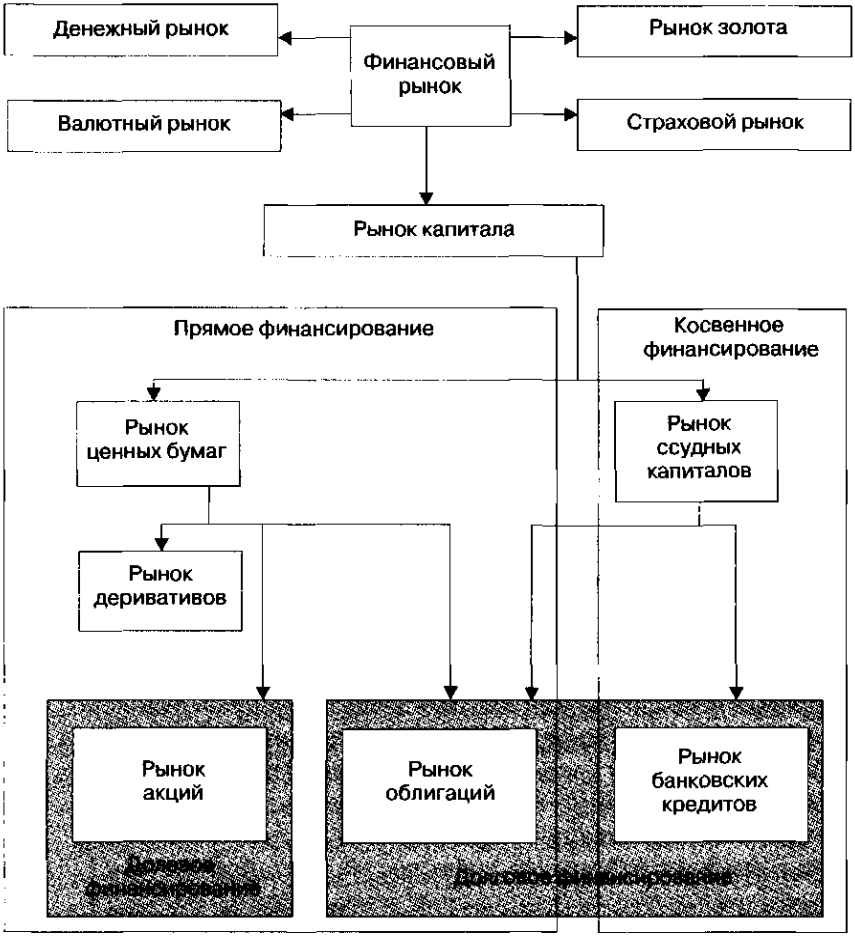

Рис. 1.2. Структура финансового рынка и типология финансирования[1]

[1] См.: *Дворецкая А. Е.* Рынок капитала в системе финансирования экономического развития. М.: Анкил, 2007.

Профессор Ю. И. Коробов считает целесообразным выделение сегментов финансового рынка в зависимости от основных его участников (субъектов), таких как банковский рынок, страховой, пенсионный, трастовый. При этом он уточняет, что перечисленные рынки не являются отдельными сегментами; они взаимосвязаны, и их границы пересекаются. Далее он пишет: «Но названные сегменты все-таки отличны друг от друга в том смысле, что основными субъектами (лидерами, основными действующими лицами) банковского рынка всегда выступают банки, страхового рынка — страховые компании, пенсионного — пенсионные фонды и т. д.»[1]. В действительности на практике такая сегментация финансового рынка существует. Однако, на наш взгляд, для раскрытия всей сути происходящих на финансовом рынке экономических процессов (безотносительно выделения перечисленных субъектов) такой сегментации недостаточно. Во всяком случае, ее нельзя считать основополагающей.

В последнее время все чаще в экономической литературе стала использоваться иная сегментация финансового рынка, что связано с развитием и углублением процесса интернационализации хозяйственных связей, а также с глобализацией, т. е. процессами стирания границ между национальными рынками и международной интеграцией в кредитно-финансовой сфере. Последнее обстоятельство повлекло за собой разработку и переход всех стран на единые международные стандарты составления финансовой отчетности; это позволило стандартизировать отдельные понятия в области финансов, кредита, учета, привести в соответствие с ними законодательно-нормативную базу государств-участниц и соответственно по-другому «взглянуть» на рынок и его составляющие.

«Финансовый рынок — это определенное институциональное и функциональное устройство, обеспечивающее трансформацию сбережений в инвестиции и выбор направлений их наиболее эффективного использования в экономике. Финансовый рынок — это рынок финансовых инструментов, которые опосредуют процесс трансформации сбережений в инвестиции», — так пишет профессор А. И. Вострокнутова в учебнике «Финансы, денежное обращение и кредит» (2010)[2],

---

[1] Банковское дело: Учебник для вузов / Под ред. Г. Г. Коробовой, Ю. И. Коробова. М.: Магистр, 2010. С. 74.

[2] Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник для вузов / Под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2010. С. 511.

а позднее в учебнике «Корпоративные финансы» (2011)[1]. Отсюда и сегменты финансового рынка выделены автором относительно однородности финансовых инструментов, а также исходя из вида совершаемых сделок. Предлагаемая ею сегментация финансового рынка представлена на рис. 1.3.

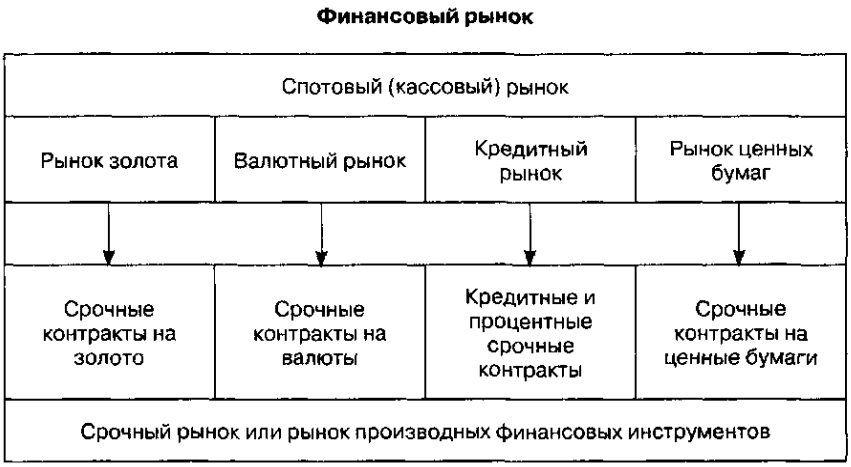

Рис. 1.3. Сегментация финансового рынка [48, с. 107]

В принципе такой же сегментации финансового рынка придерживаются авторы коллективной монографии «Финансовые рынки и экономическая политика России»: «В составе финансового рынка обычно выделяют кредитный рынок (рынок банковских кредитов), рынок ценных бумаг (включая рынок производных финансовых инструментов) и валютный (или валютно-денежный) рынок. Как правило, к финансовому рынку относят также рынок страховых услуг. В отдельных случаях в качестве составной части финансового рынка выделяют рынок золота»[2].

Вместе с тем, несмотря на достигнутый прогресс в познании финансового рынка, в учебной и специальной экономической литературе встречается не совсем понятная и труднообъяснимая структура финансового рынка. Так, например, Н. А. Теплякова в своей работе «Финан-

[1] Корпоративные финансы: Учебник для вузов / Под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. СПб.: Питер, 2011. С. 105–106.

[2] Финансовые рынки и экономическая политика России. М.: Научный эксперт, 2007. С. 5.

сы и финансовый рынок» предлагает вниманию читателей следующую схему структурирования финансового рынка (рис. 1.4).

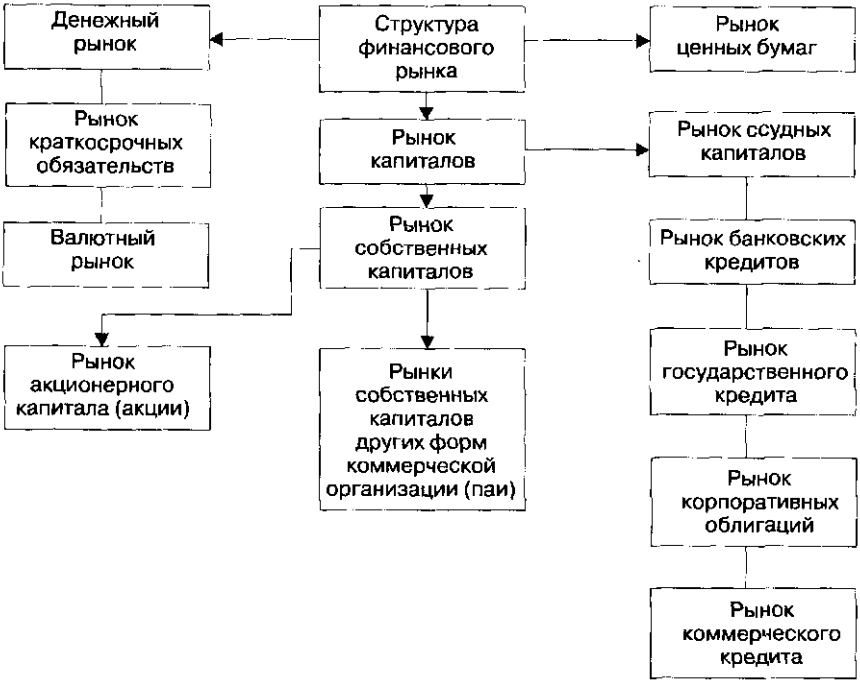

Рис. 1.4. Структура финансового рынка

На наш взгляд, она представляет собой своеобразный симбиоз старого и нового подходов к сегментированию финансового рынка. При таком подходе рынок ценных бумаг автором никак не сегментирован; валютный рынок включен в состав денежного рынка; не выделен рынок золота и других драгоценных металлов и камней, а также производных финансовых инструментов. Непонятно, почему рынок коммерческого кредита включен в состав рынка капитала.

М. Абрамова понимает финансовый рынок в целом как своеобразное единство денежного, кредитного, банковского и фондового рынков[1]. Без раскрытия ею сущности каждого из названных сегментов финансового рынка трудно понять, как соотносится экономическое содержание кредит-

[1] *Абрамова М. А.* Тенденции развития денежной системы. М.: Финакадемия, 2008. С. 123.

ного рынка с банковским и денежным. Определенный интерес вызывает схема структурирования финансового рынка, исходящая из представления его как рынка капиталов, предложенная в монографии Л. Кузнецовой «Структура и операции финансового рынка: теоретический и институциональный анализ», хотя и она не лишена недостатков (рис. 1.5).

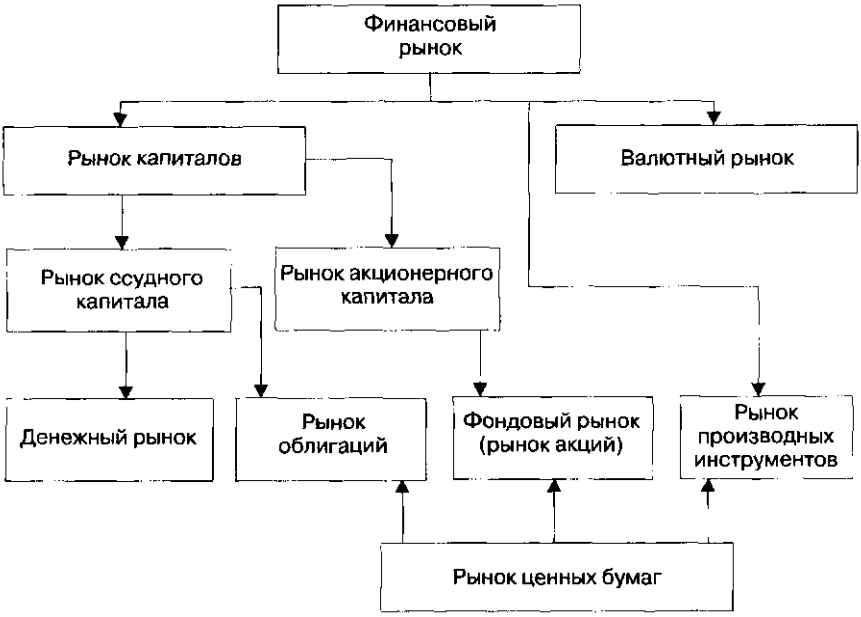

Рис. 1.5. Схема структурирования финансового рынка[1]

Так, в частности, автор этой схемы неправомерно, на наш взгляд, называет в своей схеме кредитный по своей сути рынок денежным рынком. В своем же исследовании автор неоднократно указывает на то, что он включает в себя рынок банковского кредитования, рынок межбанковского кредитования, рынок учетных вексельных операций, а также подчеркивает, что единство этого рынка определяется товаром, которым является ссудный капитал. Далее, рынок производных финансовых инструментов включен в состав рынка ценных бумаг, хотя операции с ними являются частями каждого из четырех сегментов финансового

[1] *Кузнецова Л. Г.* Структура и операции финансового рынка: теоретический и институциональный анализ. Хабаровск: Изд-во «РИОТПИ» Хабаровской краевой типографии, 2005. С. 218.

рынка, ранее нами названных. Как и у предыдущего цитируемого автора, в этой схеме отсутствует рынок золота и других драгоценных металлов и камней. Следует отметить, что в своей монографии Л. Кузнецова представила несколько схем структурирования финансового рынка, в основу которых были положены разные критерии (предмет сделки, технология перераспределения свободных денег в экономике, восприятие финансового рынка как рынка капитала или как рынка денежных заимствований). Из них в наибольшей степени соответствует международным стандартам схема сегментирования финансового рынка по технологии перераспределения свободных денег в экономике, которая представлена на рис. 1.6.

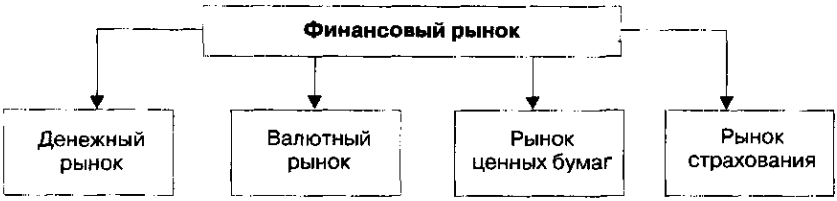

Рис. 1.6. Схема структурирования финансового рынка

Сама Л. Кузнецова по этому поводу пишет: «Схема наглядно демонстрирует содержательную характеристику всего финансового рынка во всем многообразии абсолютно разных специфических операций, с помощью которых происходит аккумуляция и перераспределение свободных денег между субъектами экономики. На денежном рынке (а точнее, на кредитном рынке) это происходит через кредитный механизм, на валютном — через покупку-продажу иностранной валюты, на рынке ценных бумаг — через покупку-продажу ценных бумаг и на рынке страхования — через обычное страхование и особый механизм хеджирования с помощью производных инструментов»[1]. Однако в этой схеме опять нет рынка золота, а кредитный рынок назван денежным.

Все приведенные схемы носят общий характер, каждый из выделенных сегментов может быть дополнительно структурирован исходя из содержания выполняемых на нем операций и состава участников, что доказывает сложность лежащего в основе финансового рынка механизма аккумуляции и перераспределения временно свободных средств хозяйства,

[1] *Кузнецова Л. Г.* Структура и операции финансового рынка: теоретический и институциональный анализ. Хабаровск: Изд-во «РИОТПИ» Хабаровской краевой типографии, 2005. С. 218.

государства и населения. В трудах зарубежных авторов дается именно такое простое и вместе с тем емкое определение финансового рынка. Так, Л. Дж. Гитман и М. Д. Джонк пишут: «Финансовые рынки — это механизм, объединяющий тех, кто предлагает финансовые ресурсы, с теми, кто их имеет»[1]. В книге Долана и Кэмпбеллов дается следующее определение финансового рынка: «Финансовый рынок — совокупность механизмов, направляющих поток денежных средств от собственника к заемщику»[2]. В американском учебнике Ф. Мишкина «Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков» финансовый рынок определяется как рынок, на котором происходит перекачка средств от тех людей, у которых наблюдается избыток средств, к тем, у кого их не хватает[3].

Многие российские экономисты (А. И. Вострокнутова, И. И. Татур, Л. Г. Кузнецова и др.) характеризуют финансовый рынок как совокупность механизмов, с помощью которых осуществляется торговля финансовыми активами. Но встречаются и другие его определения. Так, И. А. Теплякова в учебном пособии «Финансы и финансовый рынок» характеризует финансовый рынок как экономическую категорию и дает следующее определение: «Финансовый рынок как экономическая категория — это совокупность рыночных экономических отношений и институтов, обеспечивающих функционирование механизма мобилизации и перераспределения финансовых ресурсов между различными субъектами в различных отраслях и на разных рынках»[4].

На наш взгляд, более точное определение финансового рынка с указанием конечной цели его функционирования дали А. Н. Золотарев и И. Е. Смирнов: «Финансовый рынок — это сложная, открытая, целенаправленная, развивающаяся система взаимосвязанных рынков-подсистем (сегментов), на которых происходит обращение различных финансовых инструментов, обеспечивающее при условии свободного перелива капитала между рынками эффективную трансформацию аккумулированных в экономике сбережений в инвестиции»[5].

---

[1] *Гитман Л. Дж., Джонк М. Д.* Основы инвестирования. М.: Дело, 1997. С. 41.

[2] *Долан Э. Дж., Кэмбелл К. Д., Кембелл Д. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Л.: Профико, 1991. С. 15.

[3] *Мишкин Ф. С.* Экономическая история денег, банковского дела и финансовых рынков / Пер. с англ. 7-е изд. М.: И. Д. Вильямс, 2006. С. 24.

[4] *Теплякова Н. А.* Финансы и финансовый рынок. Минск: Тетра Системс, 2010. С. 160.

[5] *Смирнов И. Е., Золотарев А. Н.* Валютный курс как важнейшее понятие системы «Валютный рынок». СПб.: Изд-во СПБГУЭФ, 2007. С. 72.

Завершая рассмотрение содержания финансового рынка, следует обратить внимание на то, что достаточно часто вместо понятия финансового рынка используют понятие «рынок ссудных капиталов» как наиболее широкое и общее, которое находит свою определенность в противопоставлении товарным рынкам и рынкам рабочей силы. Финансовые рынки при этом отождествляют с фондовыми[1]. Такое отождествление является не совсем удачным. Во-первых, на рынках ссудных капиталов обращаются долговые финансовые инструменты, выражающие отношения займа. В соответствии с приведенным подходом долевые (капитальные) инструменты, в первую очередь акции, также продаются-покупаются на рынках ссудных капиталов, что не соответствует сути долевых инструментов. Во-вторых, под финансовыми рынками обычно понимают рынки, на которых обращаются любые финансовые инструменты. Вот почему это — наиболее широкое понятие, которое функционально охватывает рынки капиталов и денежные рынки, а по видам финансовых инструментов — валютные, кредитные и рынки ценных бумаг, а также рынки золота и страховых контрактов.

1.2. Эволюция финансового рынка и его функций

Исследование структуры финансового рынка требует детального изучения роли и функций данного элемента экономики в контексте экономической мысли, развитие которой способствовало появлению новых концепций финансового рынка.

Финансовый рынок не занимал центрального места в экономической теории до появления концепции «факторов производства». Отметим, что первоначально в концепцию, предложенную В. Петти в XVII в., входили два основных фактора производства: земля и труд[2]. Уже в середине XVIII в. физиократы, в частности Ф. Кенэ[3] и Ж. Тюрго[4], выделили капитал как фактор производства: в их понимании капитал являлся не только денежными средствами, но и средствами производства, обеспечивающими процесс производства. Примечательно, что физиокра-

---

[1] См., напр.: Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л. Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2008. С. 381.

[2] *Петти У.* Трактат о налогах и сборах // Антология экономической классики: В. Петти, А. Смит, Д. Рикардо. М.: Эконов, Ключ, 1993.

[3] *Кенэ Ф.* Избранные экономические произведения. М.: Соцэкгиз, 1960.

[4] *Тюрго А. Р. Ж.* Избранные экономические произведения. М.: Соцэкгиз, 1961.

ты подчеркивали возможность воспроизводства капитала путем его обновления с помощью полученной прибыли. Признавая необходимость капитала в процессах производства, Ж. Тюрго также указывал на стратегически важную роль процентной ставки, по которой предоставлялся необходимый объем заемного капитала. Классические экономисты, включая А. Смита и Д. Рикардо, дополнили данную концепцию деталями, указывающими на проблематику распределения данных факторов в цене произведенного продукта.

Классическая производственная функция была представлена как функция двух факторов — труда и капитала. После маржинальной революции конца XIX в. она была дополнена экономистами-неоклассиками. И. Фишер в своих работах «Капитал и доход» (1906) и «Процентная ставка» (1907) обозначил эквивалентность капитала и инвестиций, используя концепцию денежных потоков во времени и маржинальной эффективности, и обозначил производственную функцию как функцию инвестиций и труда[1].

Очень интересно мнение К. Маркса о капитале: внешне представленный как средства производства (постоянный капитал), работники (переменный капитал), деньги (денежный капитал), товары (товарный капитал), капитал становится особым видом производственных отношений. Карл Маркс одним из первых экономистов выделил проблематику использования кредитных ресурсов в экономическом росте. Критикуя капиталистическую систему производства, он внес огромный вклад в развитие теории экономических кризисов и циклов[2]. Экономический рост за счет кредитного финансирования позднее будет в центре внимания таких известных экономистов, как Е. Бем-Баверк (эффект принудительных сбережений и проблема избытка инвестиций), Й. А. Шумпетер и Ф. А. Хайек (теории экономических циклов). Несмотря на то что эти экономисты, представители австрийской экономической школы, не были всецело согласны со взглядами К. Маркса, они признавали наличие некоторых из описанных им проблем. В начале XX в. экономисты не только представляли финансовый рынок и банковскую систему как важный элемент экономики, но и имели определенное мнение о влиянии данного элемента на уровень цен и иные макроэкономические параметры.

---

[1] *Fisher I.* The Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it. New York: Macmillan, 1930. Part II. Chapters 6–8.

[2] *Mandel E.* The Formation of the Economic Thought of Karl Marx. London: New Left Books, 1971. P. 67–78.

Эволюция финансового рынка. В силу неоднозначности подходов к сегментации современного финансового рынка и содержанию его функций целесообразно изучение этого рынка в контексте развития экономики. Прогресс экономических отношений стимулировал развитие и усложнение финансового рынка, модификацию его функций, что можно проследить при использовании исторического подхода.

Основным катализатором развития финансовых отношений и финансового рынка в Древнем мире и в античную эпоху (с 3000 г. до н. э. до V в. н. э.), а также в рамках феодальной эпохи и периода меркантилизма (V–XVII в.) выступала потребность в торговом капитале: первые финансовые посредники выполняли обменные функции и, как правило, финансировали сделки, связанные с торговлей. В Средние века и в эпоху Возрождения создавались торговые биржи и торгово-исследовательские компании, которые также способствовали развитию финансового рынка. В рамках капиталистической формации (XVIII — вторая половина XX в.) к потребности в торговом капитале как катализаторе развития финансового рынка прибавилась потребность в производственном капитале: строительство железных дорог и различные широкомасштабные проекты требовали привлечения крупного капитала и новых форм финансирования. Большое количество финансовых инноваций в истории финансового рынка связано с постиндустриальным периодом, начиная со второй половины XX в., когда к уже существующим катализаторам развития финансового рынка прибавилась потребность в спекулятивном капитале для расширения границ деятельности и получения сверхприбылей.

Эволюция финансового рынка и смена формаций происходили постепенно и плавно.

В *античный период* (с 3000 г. до н. э. до V в. н. э.) потребность в торговом капитале способствовала созданию простых финансовых и кредитных отношений, что позволило возникнуть денежному рынку. Развитие права в Древнем Риме в античную эпоху обеспечило условия для создания первых акционерных обществ, рынка долевых инструментов, а именно внебиржевого рынка первых акций, и первых банков. Упоминания о первых срочных контрактах также позволяют говорить о возникновении рынка производных инструментов.

Несмотря на то что рабство ограничивало развитие экономических и финансовых отношений, еще в античные времена развитие торговли и производства создало предпосылки для ростовщичества и кредитования, появления первых ценных бумаг и финансового регулирования. Например, в древнем Израиле существовала фиксация процентных

ставок при выдаче кредита (только для местных жителей)[1], что говорит о развитии рынка кредитов и появлении первых попыток регулировать функционирование данного рынка.

История финансов, кредитования и ценных бумаг уходит корнями в Месопотамию, где за две тысячи лет до нашей эры уже совершались срочные сделки, подобные современным сделкам с использованием производных инструментов. В 1920 г. британский археолог Леонард Вуули, проводя раскопки в Месопотамии у города Ур, обнаружил целый район древнего города, который служил местом для совершения сделок различного рода: в большом количестве глиняных табличек были зафиксированы взаиморасчеты между покупателями и продавцами, в том числе и своеобразные срочные контракты. Изучение табличек позволило сделать выводы о существовании рынка кредитов в Месопотамии на момент 1796 г. до н. э., когда некий Думузи-Гамиль, древний прототип современных банкиров, давал кредиты по различным ставкам (одна из зафиксированных ставок составляла 3,78% годовых) на срок от нескольких месяцев до 5 лет[2]. Рынок кредитов выполнял некоторые функции современного денежного рынка: цена на деньги (в то время серебро являлось основным платежным средством) и предложение денег в экономике регулировались децентрализовано такими финансистами, как Думузи-Гамиль. Древний кредитно-денежный рынок Месопотамии, который функционировал более четырех тысяч лет назад, можно считать прообразом современного денежного рынка на основании схожести функций и характера сделок.

В рамках античного периода возникли такие финансовые инструменты, как чеки и страхование в Древней Греции, бумажные деньги и срочные контракты — в Китае, аннуитеты и акции — в Древнем Риме.

Особый интерес представляют финансовые посредники Древней Греции и Рима. В VI–V вв. до н. э. в Древней Греции стали появляться «трапезы», состоятельные физические лица, которые не только выдавали кредиты под проценты, но и принимали депозиты, получая прибыль от разницы в ставках. Храмы также выступали в роли финансовых посредников, выполняя аналогичные функции. Развитие римской экономики и права перевело финансовых посредников на следующую стадию развития: они разделились на «аргентариев» («argentarii») и «менсариев» («mensarii»). В то время как «аргентарии» ничем не

---

[1] *Knoll M.* The Ancient Roots of Modern Financial Innovation: The Early History of Regulatory Arbitrage // Scholarship at Penn Law. 2004. Paper 49. P. 11–12.

[2] См.: http://viking.som.yale.edu/will/finciv/chapter1.htm.

отличались от своих греческих коллег, «менсарии» фактически являлись первыми общественными банковскими институтами, регулируемыми государством[1]. Как правило, «менсарии» функционировали в качестве уполномоченной государством и казначейством инстанции залогового финансирования, в частности в период кризисов и бедствий, для поддержания финансовой стабильности. Их появление было впервые зафиксировано в 352 г. до н. э.[2] Следует выделить основные функции римских банков: «permutatio» — обмен валюты и осуществление оценки валют («probatio nummorum»), депозиты и кредиты, «perscriptio» — платежные поручения и чеки, «solidorum venditio» — право на приобретение отчеканенных монет для их дальнейшего обращения в экономике. Античные финансовые посредники формировали коллегии, и их деятельность была строго регламентирована. Во времена Римской империи «менсарии» находились в подчинении у городских префектов, что позволяет классифицировать данные организации как первые государственные банки, которые стали прообразом центральных банков.

Римские «Societas Publicanorum» (открытые общества), существование которых было зафиксировано еще в I в. до н. э. Цицероном, представляли собой акционерные общества, акции которых, известные в те времена как «доли акционерных обществ» («partes societatum publicanorum»), служили прообразом современных акций, однако были ограничены в правах[3]. Стоит отдельно отметить, что обращение данных акций было внебиржевым.

Финансовая наука стремительно развивалась: уже в V в. н. э. индийский математик Арибата предлагал формулы подсчетов процентов[4], закладывая основы дальнейшего развития финансовой науки.

На основании исторических доказательств можно утверждать, что развитие финансового рынка началось с денежного рынка. В древние времена, до установления в средневековой Европе феодализма, функционировал денежно-кредитный рынок, который участвовал в формировании цены на деньги и предложения денег в экономике. Одна-

---

[1] См.: http://penelope.uchicago.edu/Thayer/E/Roman/Texts/secondary/SMIGRA*/Argentarii.html.

[2] Ibid.

[3] *Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G.* The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford University Press, USA. 2nd ptg edition. August 1, 2005. P. 31–43.

[4] Ibid. P. 125–126.

ко финансовый рынок и его участники не были институциональными, а обращение инструментов не было биржевым.

Феодальная формация связана с созданием первых бирж, крупных международных акционерных компаний, введением ряда финансовых инноваций и с формированием рынка долговых ценных бумаг. Именно в эпоху феодализма и раннего торгового капитализма, известного как меркантилизм, окончательно сформировались все сегменты финансового рынка. Дальнейшее его развитие связано с качественными изменениями в рамках данных сегментов.

Развитие международной торговли, в особенности между Востоком и Западом, стимулировало, в свою очередь, развитие сложных алгебраических вычислений, которые создали основу для различных финансовых инноваций. Феодальные войны, экспедиции, широкомасштабные государственные проекты требовали финансирования, которое могло быть обеспечено только многоуровневой системой перераспределения финансов.

В Китае при династии Танг (618–907)[1] в силу нехватки меди для производства монет и колоссальных государственных расходов правительство стало выпускать бумажные деньги, которые вскоре окрестили «летающими» из-за их малого веса. Бумажные деньги, выпущенные монетарными властями и признанные легальным средством платежа, позднее стали использоваться во всем мире.

Эволюция финансового рынка продолжалась, несмотря на препятствия, вводимые со стороны различных религий. Ростовщичество особенно осуждалось в христианстве: так, в декрете Грациана, датированном 1140 г., резко осуждаются кредитные отношения, за которые после постановления Третьего Латеранского собора (1179) человек мог быть отлучен от церкви. Ослабление давления на финансово-кредитные отношения со стороны церкви происходило постепенно, по мере снижения степени влияния церкви на экономику и общественную жизнь.

Торговля Европы с Востоком внесла существенный вклад в развитие финансовых отношений. В средневековой Италии в XII–XIII вв. появились государственные облигации. В середине XII в. правительство Венеции выпустило «donec pecunia imprestata restituatur», государственную облигацию со ставкой 5% и различными сроками; ведение войн, содержание флота и прочие государственные расходы финансировали граждане города-государства, в некоторых случаях это происхо-

[1] См.: http://www.silk-road.com/artl/papermoney.shtml.

дило принудительно[1]. Государственные облигации применялись в Генуе, Флоренции и других городах-государствах, которые использовали данный инструмент для финансирования консолидированного государственного долга. Период раннего Средневековья связан не только с появлением первых государственных облигаций, но и с новым пониманием финансов: в результате усложнения государственных финансов человечество столкнулось с такими явлениями, как инфляция, упоминания о которой датированы ранним Средневековьем[2], финансовые махинации, дефолты и дефицит государственного бюджета в современном понимании.

Существенный фундамент для дальнейшей эволюции финансового рынка был создан благодаря теоретической финансовой науке.

Отдельного внимания заслуживает первый финансово-алгебраический учебник, созданный в Италии в 1202 г.: в «Liber Abaci» говорилось о дисконтировании стоимости, подсчете процентов, определении цен на активы и разделении прибыли[3]. Некоторые ученые утверждают, что финансовая наука была заимствована европейцами у арабского мира (так называемый исламский капитализм VIII–XII вв.)[4].

Развитие денежного рынка в рамках феодализма связано с введением регулирования – в Средние века уже существовали вопросы финансовой глобализации и финансового протекционизма. Так, например, во Флоренции иностранцы не могли (или могли, но с ограничениями) приобретать государственные облигации. Средневековые правительства осуществляли управление государственным рыночным долгом, стараясь избегать внешних заимствований. Денежный рынок разделился на первичный и вторичный. На вторичном рынке осуществлялось рыночное внебиржевое обращение облигаций.

В XIII в. в Италии появились передаваемые векселя, которые уже в XIV в. стали активно использоваться в Англии и других странах при расчетах между торговцами. Появление понятия «тратта», или переводной вексель, связано именно с данным периодом.

---

[1] *Pezzolo L.* Government Debts and Trust. French Kings and Roman Popes as Borrowers // Rivista di Storia Economica. XV. 1999. P. 244.

[2] *Bernholz P.* Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships. Edward Elgar Publishing, 2003. P. 34–35.

[3] *Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G.* The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford University Press, USA. 2nd ptg edition. August 1, 2005. P. 125–134.

[4] *Banaji J.* Islam, the Mediterranean and the rise of capitalism // Historical Materialism 15 (1). Brill Publishers, 2007. P. 47–74.

При правлении Филиппа Красивого во Франции в 1268–1314 гг. стали появляться первые регулируемые государством брокеры «courtatiers (le change», которые управляли долгом сельскохозяйственных коммун. Централизованное биржевое обращение долговых инструментов получило распространение благодаря бельгийскому дому *Van der Beurze*: в Антверпене и Брюгге в начале XIV в. были открыты первые институциональные торговые площадки, в современном мире известные как биржи. На них торговали товарами, различными контрактами, ценными бумагами и другими финансовыми инструментами. Появление официальной биржи в Антверпене (1460), Лионе (1506), Тулузе (1540), Гамбурге (1558), Лондоне (1571) позволило перевести торговлю различными активами на биржевой уровень с применением установленных стандартов и клиринга.

В поздний период Средних веков произошли существенные изменения в банковском деле, которое в рамках раннего Средневековья угнеталось церковными постулатами. Основание обменно-депозитного банка в Барселоне (*Taula del Cambi assegurada de la Ciutat*) в 1401 г. и банка Святого Георгия в Генуе (*Banco di San Giorgio*) в 1407 г. связаны с переходом банков в категорию современных финансово-посреднических институтов со сложной системой управления. Коммерческие банки открывались в Италии, Испании, Германии, Франции и в других странах, однако именно банк Святого Георгия был первым публичным банком, созданным и функционирующим на постоянной основе не только для поддержания денежного обращения, но и для рефинансирования и управления государственными и частными долгами, а также эмиссии долговых финансовых инструментов. Таким образом, банк Святого Георгия можно считать следующей эволюционной ступенью древнеримских «менсариев», так как он имел ряд существенных организационных отличий и более сложную функциональность. Примечательно, что именно в этот период в Италии появился и сам термин «банк» («banco» и «banca rotta», что означает «скамья» и «сломанная скамья» соответственно).

Банк Святого Георгия консолидировал государственный долг и обеспечивал рыночное обращение облигаций «luoghi», организовал кредитную линию «scripta» для муниципалитета Генуи, первым применил дисконтирование купонов государственных облигаций «paghe» и официально проводил клиринг векселей. Данные инновации вводились постепенно; так, например, дисконтирование купонов государственных облигаций «paghe» приняло официальный статус лишь в 1456 г., когда римский папа Каликст III официально разрешил дисконтирование купонов долговых инструментов.

Несмотря на то что первые общественные банки были основаны в Древнем Риме, этот период характеризуется существенными инновациями в области финансовых рынков, которые и сделали банк Святого Георгия одним из первых банков нового поколения. Банки позднего Средневековья являются логическим продолжением развития банковского дела, прерванного крушением Западного Рима и несколькими столетиями церковных запретов на финансовую деятельность.

Феодальные отношения создали предпосылки для развития торгового капитализма. Прогресс в арабской и европейской финансовой науке, качественная эволюция денежного рынка как первого в истории сегмента финансового рынка и возникновение первых бирж и современных банков стали основными достижениями периода XI–XVI вв. Экономика раннего капитализма, или меркантилизма, требовала дальнейшего развития финансов и финансового рынка.

Период меркантилизма (раннего капитализма) характеризуется появлением клиринга по контрактам, заключаемым между купцами и финансистами. На различных ярмарках, а затем и на биржах клиринг способствовал урегулированию сделок и обеспечению гарантий, что в свою очередь создавало предпосылки для развития финансовых инноваций и рынка производных инструментов. Например, один из контрактов, заключенный в 1542 г. свидетельствует о том, что двое купцов указывают в контракте разные значения обменного курса, и тот, чье значение окажется дальше от рыночного курса, оплатит противоположной стороне разницу между указанным и фактическим значением[1]. Данный пример является прообразом современного свопа по процентным ставкам (или по валютным курсам), в котором фигурируют не сами суммы, а финансовые потоки, связанные с установленной суммой и определенными факторами, такими как процентная ставка или курс валюты.

В 1537 и 1539 гг. император Священной Римской империи Карл V выпустил ряд указов, которые позволяли перепродавать контракты третьим лицам, что способствовало дальнейшему развитию рынка ценных бумаг[2]. Отметим, что Карл V также известен как автор ряда ограничений на спекулятивные сделки. Исторические факты подтверждают, что в конце XVI в. в Нидерландах и в других странах Европы уже обращались государственные облигации на предъявителя. Появились

[1] *Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G.* The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford University Press, USA. 2nd ptg Edition. 2005. August 1. P. 192.

[2] Ibid.

прообразы современных производных инструментов форвардов, фьючерсов и опционов.

В XVII в. произошел ряд событий, которые свидетельствуют о становлении раннего торгового капитализма: появление крупных акционерных компаний, центральных банков, совершенствование регулирования, развитие монетарной политики и финансовой науки. Главным фактором развития финансового рынка по-прежнему являлось усложнение экономических и финансовых отношений и потребность в торговом капитале.

В этот период были организованы первые публичные размещения акций. Так, в 1602 г. было введено понятие «совместное акционерное предприятие», и на Амстердамской бирже, открытой в том же году, можно было приобрести акции нидерландской Ост-Индской акционерной компании («Vereinigte Oostindische Compaignie» или «VOC»). Капитал в 6 424 588 гульденов[1] был гигантской суммой для того времени, сравнимой с бюджетом всего государства. Амстердамская биржа была предназначена для торговли акциями Ост-Индской акционерной компании, которые были выпущены номиналом в 3 тыс. гульденов каждая и проданы на первичном рынке 1143 лицам. Примечательно, что держатель получал не акции, а квитанцию об оплате акции. Факт сделки учитывался в регистре акционеров. Дальнейшее обращение бумаг производилось на вторичном рынке путем занесения новых данных в регистр. Дивиденды по акциям нидерландской Ост-Индской компании платились не только денежными средствами, но и специями и пряностями[2]. Отметим, что кроме акций данный эмитент выпускал и облигации. Торговля акциями на Амстердамской бирже стимулировала развитие связанных с данными сделками финансовых инноваций: в начале XVII в. были зафиксированы первые производные инструменты, такие как фьючерсы и опционы, базовыми активами которых являлись акции.

В течение 1609–1680 гг. появился целый ряд финансовых инноваций: так называемые короткие позиции или договоренности о продаже актива в будущем при отсутствии самого актива во владении у инициатора в настоящем; сделки с «кредитным плечом» или с использованием заемных средств и операции РЕПО с обратным выкупом[3].

---

[1] См.: http://www.oldest-share.com.

[2] См.: http://stadsarchief.amsterdam.nl/english/amsterdam_treasures/money/voc_aandeel_van_een_wees/ index.en.html.

[3] *Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G.* The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford University Press, USA. 2nd ptg edition. 2005. August 1. P. 191–205.

Параллельно с развитием финансового рынка происходило совершенствование банковской системы, создавались предпосылки для возникновения центральных банков. Некоторые историки полагают, что казна ордена тамплиеров в XII в. уже выполняла функции централизованной монетарной власти[1].

Орден тамплиеров является прообразом современной транснациональной корпорации, однако приписывать данной средневековой организации роль центрального банка в современном понимании неверно: тамплиеры не отслеживали состояние финансовых рынков и банковской системы и не выполняли денежно-эмиссионной функции, а осуществляли лишь некоторые отдельно взятые функции монетарных властей, например рефинансирование.

Амстердамский обменный банк (*Amsterdamsche Wisselbank*), созданный в 1609 г., по своей функциональности считается наиболее близким к центральному банку.

К началу XVII в. в Нидерландах имел место ряд проблем, решение которых было необходимо для дальнейшего развития как финансового рынка, так и мировой экономики в целом. Бурное развитие международной торговли привело к порче монет, высокой нагрузке на финансовую систему большим количеством иностранных и отечественных платежных средств и хаосу в системе денежной эмиссии и обращения. Законодательная централизация чеканки монет и создание вексельного банка для учета векселей стали поворотным событием в истории финансового рынка. Теперь участники торговли могли не только приобрести официально обеспеченные векселя, но и обменять их на монеты без порчи последних — порча монет стала бессмысленной, так как были установлены жесткие требования к монетам, на которые можно было бы приобрести вексель. Примечательно, что Амстердамский банк сосредоточил на себе эмиссионную функцию (хотя некоторые монетные дворы на территории Нидерландов в то время еще функционировали) и функцию рефинансирования. Данный банк также осуществлял обмен валюты. При широком разнообразии циркулирующих иностранных валют и отечественных денег (флорины, дукаты различного происхождения, рийдеры) сначала был установлен фиксированный курс обмена валют на валюту банка. Позднее курс стал рыночным, и цена на валюту Амстердамского обменного банка формировалась по рыночным принципам.

---

[1] *Smart G.* The Knights Templar Chronology: Tracking History's Most Intriguing Monks. Bloomington USA, 2004. P. 17.

Амстердамский обменный банк нельзя назвать полноценным центральным банком, так как, несмотря на то что он выполнял эмиссионную функцию, регулировал денежное обращение, осуществлял валютную политику и впоследствии рефинансирование, у данного банка было две отличительные черты, которые не позволяют ставить данный банк в ряд центральных банков: он не имел статуса государственного банка страны и осуществлял расчетную, депозитную и обменную деятельность, целенаправленно получая гигантскую прибыль. Лишь со временем комиссии за обмен (так называемые agio) были снижены.

Практически одновременно с развитием финансовых отношений в Нидерландах аналогичные изменения происходили в Швеции. Недостаток металла, инфляция и высокие государственные расходы привели к схожим преобразованиям. В 1656 г. был создан Стокгольмский банк (*Stockholms Banco*), который принадлежал предприимчивому частному лицу, Йохану Палмштруху, однако управлялся на основании установок шведского короля. В 1661 г. Стокгольмский банк выпустил банкноту, которая считается первой банкнотой[1]. Однако, несмотря на то что Амстердамский банк также осуществлял эмиссию чеков, схожих с банкнотами, шведские банкноты свободно обращались, имея статус платежных средств, и выпускались регулярно в большом масштабе. Уже через несколько лет, в 1664 г., Стокгольмский банк не смог обеспечивать обращение банкнот и был признан банкротом. В 1668 г. банк перешел под управление шведского парламента и вошел в структуру Риксенс Штендерс Банка (*Riksens Ständers Bank*), который стал первым центральным банком[2]. Функциональность первого центрального банка после драматических событий с банкнотами была ограничена операциями рефинансирования и клиринга для обслуживания торговли.

Банк Англии стал следующим по счету центральным банком. В 1694 г. он был учрежден для управления государственным долгом, однако функционировал и как банк банков для рефинансирования, в том числе и предоставления кредитов казне Великобритании. Примечательно, что Банк Англии ввел несколько финансовых инноваций (например, банковские чеки с возможностью овердрафта)[3]. Банк Англии осуществлял выпуск банкнот, учитывая проблематику конвертации банкнот в золото.

---

[1] См.: http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=9170.

[2] Ibid.

[3] См.: http://www.bankofengland.co.uk/about/history/major_developments2.htm.

Начиная с XVIII в. в Европе, а затем и в других частях света стали создаваться национальные центральные банки, что способствовало развитию денежного рынка и финансового рынка в целом. Появлялись новые биржи и банки, в том числе с акционерным капиталом. На финансовом рынке стали возникать первые «мыльные пузыри», такие как потерпевшая крах в 1711 г. британская «Компании Южного моря» (*South Sea Company*), когда оптимистичная уверенность инвесторов в безупречности финансового состояния эмитента вызвала резкий рост цен на акции, противоречащий их реальной стоимости, что впоследствии привело к обесцениванию самих акций.

В это же время в Японии была основана рисовая биржа «Dōjima kome ichiba», которая в первой половине XVIII в. стала первой биржей, на которой торговались стандартизированные срочные контракты, аналогичные современным фьючерсам. Аграрная Япония, где заработная плата в определенных слоях общества рассчитывалась в рисе, нуждалась в финансовом институте, который выполнял бы функцию централизованного обмена риса на платежные средства. В 1697 г. была открыта рисовая биржа, уже в 1710–1730 гг. ставшая своеобразным финансовым центром[1]. Обращение большого количества срочных контрактов способствовало развитию теоретических концепций для описания движений рыночных цен: так называемые японские свечи являются ярким примером первых инструментов анализа состояния финансовых рынков.

Ранний капитализм, известный как меркантилизм, оказал значительное влияние на развитие финансового рынка: возникли два новых сегмента — рынок акций и рынок производных инструментов; возникли институциональные банки. Появление центральных банков и двухуровневой банковской системы усложнило структуру денежного рынка. Постепенная индустриализация экономики создавала новые предпосылки для развития финансового рынка. В то время как период раннего капитализма XVI–XVIII вв. характеризовался институционализацией финансового рынка, период XIX и первой половины XX в. связан не только с появлением новых институтов и инструментов, но и с важными преобразованиями в рамках уже сформировавшихся.

Период развитого капитализма (с конца XVIII до второй половины XX в.) связан с очень важными преобразованиями в финансовом рынке: появлением новых бирж, специализирующихся на финансовых инструментах, возникновением финансовых рейтингов и индексов, появлением

[1] См.: http://www.commodity.co.jp/english/study/History_of_Commodity_Futures_in_Japan.html.

различных законодательных актов, регулирующих финансовые рынки. К такому катализатору развития финансового рынка, как потребность в торговом капитале, прибавилась потребность в производственном капитале: капиталоемкие отрасли экономики (например, строительство, и в особенности железнодорожное строительство) нуждались в долгосрочном финансировании.

В 1792 г. была основана Нью-Йоркская биржа, торги на которой первоначально проводились на улице Уолл-стрит под деревом. Позднее, в 1817 г., биржа была официально названа Нью-Йоркской фондовой биржей. Котировки бирж стали достоянием не только заинтересованных лиц, но и общественности: с развитием технологий цены на финансовые инструменты стали распространяться с помощью сначала голубей Пауля Рейтера, основателя информационного агентства «Рейтерс»[1], а затем и специализированных газет с биржевыми данными. Производные инструменты также начали торговаться на биржах: создание Чикагской торговой палаты («CBOT») в 1848 г. стало точкой отсчета в истории стандартизированных производных биржевых контрактов, таких как форварды и фьючерсы.

Развитие капиталоемких отраслей — строительства, машиностроения, металлургии и железных дорог — стимулировало выпуск долговых и долевых инструментов для привлечения денежных средств. Появились первые конвертируемые финансовые инструменты, первым примером которых может быть выпуск конвертируемых облигаций и акции в США от железнодорожной компании *Racine and Mississippi Railroad Company* в 1875 г. Их появление свидетельствует об установлении связей между сегментами финансового рынка и самими финансовыми инструментами.

В 1896 г. в США был запущен первый индекс Доу-Джонса по 12 акциям. Впоследствии к данному индексу прибавились другие индексы, отображающие динамику финансовых инструментов на различных сегментах финансового рынка. Инвесторам была необходима не только информация о ценах на финансовые активы, но и информация об их качестве, поэтому в конце XIX и в начале XX в. появляются рейтинговые агентства. Первым кредитно-рейтинговым агентством стала компания «Эквифакс» (*Equifax*), созданная в 1899 г. в США. В начале XX в. были созданы аналитические агентства *Moody's и Standard & Poor's*, которые впоследствии стали определять финансовое состояние компаний и стран с помощью рейтингов. Заметим, что инфраструктурные нововведения,

[1] См.: http://www.encyclopedia.com/doc/1G2-3404707889.html.

такие как рейтинги и индексы, создали основу для новых финансовых инструментов. Например, в конце XX в. стали появляться производные инструменты, связанные с динамикой определенных индексов, такие как фьючерсы на биржевые индексы[1]. Рейтинги позволяют дифференцировать ценные бумаги и эмитентов по различным характеристикам, включая финансовое состояние эмитента.

В начале XX в. произошел переворот в понимании института центрального банка. Основание ФРС США в 1913 г. стало важным событием в истории финансового рынка, так как с ее появлением изменилась модель функционирования монетарных властей: центральный банк стал играть важную роль в экономике в качестве государственного регулятора, обеспечивающего стабильность. Банковский акт, известный как закон Гласса–Стигала, разработанный и усовершенствованный в 1933–1935 гг., не только установил разделение банков на два типа (инвестиционные и депозитно-кредитные), но и предопределил создание Комитета по открытым рынкам («FOMC») и разработку широкого перечня регулирующих актов, сформировавших новые элементы в механизмах регулирования ликвидности. Это усилило роль финансового рынка, в частности денежного рынка, в проведении монетарной политики.

В 1927 г. банком *J. P. Morgan Chase* были введены в обращение первые депозитарные расписки для американских инвесторов на акции иностранных компаний, что позволило фондовому капиталу с большей легкостью преодолевать национальные границы[2].

Капиталистическая формация дала миру ряд существенных преобразований, в том числе связанных с эволюцией финансового рынка, появление конвертируемых и новых стандартизированных производных инструментов, а также применение индексов, перевела финансовый рынок на новый качественный уровень.

На *этапе постиндустриального развития экономики* (вторая половина XX в.) происходит глобализация рынков, финансов и капитала. Появился новый катализатор развития финансового рынка — потребность в спекулятивном капитале. Спекуляции всегда сопровождали торговлю теми или иными финансовыми инструментами, однако лишь во второй половине XX в. потребность в спекулятивном капитале (создание секьюритизированных ценных бумаг и прочих инструментов, связанных с ними, а также производных инструментов без поставки базового актива) связана именно с переходом спекуляций в категорию катали-

[1] См.: http://www.bloomberg.com/markets/stocks/futures.html.

[2] Deutsche Bank: Depositary Receipts Handbook, 2003. P. 7.

заторов развития финансовых рынков. Желание расширить и усложнить рынок, вовлечь больше участников и тем самым увеличить прибыль, одновременно увеличивая и риски, стало новой движущей силой для развития финансового рынка.

Восстановление и экономический подъем после Второй мировой войны оказали существенное влияние на возникновение секьюритизации. Банки были вынуждены создавать пулы кредитных активов для обеспечения финансирования последующих кредитов. Впервые секьюритизация ценных бумаг была применена к пулу ипотечных кредитов в 1970 г. в США. Государственная национальная ипотечная ассоциация выпустила первые секьюритизированные ценные бумаги[1]. Выпуск ценных бумаг, в основе которых лежали секьюритизированные активы, стал финансовой инновацией, в дальнейшем применяемой и в других отраслях экономики. Секьюритизация позволила получить системный эффект: жилье стало более доступно, увеличилось количество ипотечных кредитов и секьюритизированных ценных бумаг. Объем ипотечных ценных бумаг, по данным Ассоциации индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA) на 2008 г. превысил $9 трлн, в то время как объем ценных бумаг, в основе которых лежат не ипотечные, а иные активы, составил на 2008 г. $2,6 трлн, что позволяет говорить о важной роли секьюритизиации в истории финансового рынка[2].

В 1970-е гг. произошли значительные изменения на рынке производных инструментов: в 1973 г. в Чикаго была открыта первая биржа *CBOE*, специализирующаяся на торговле стандартизированными опционами. На бирже *CBOE* были применены различные инфраструктурные инновации: модель Black-Scholes для определения цен на опционы и компьютеризация котировок[3]. Первоначально торговля велась по опционам на акции, однако затем список базовых активов пополнился кредитными и прочими инструментами.

Появление производного инструмента своп (swap) стало следующим важным событием: в 1981 г. была заключена первая валютная сделка типа своп между компанией *IBM* и банком международных расчетов. Через шесть лет, в 1987 г., номинальный объем торгов по свопам соста-

---

[1] Statement of Cameron L. Cowan Partner Orrick, Herrington, and Sutcliffe, LLP On behalf of the American Securitization Forum November 5, 2003.

[2] См.: http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/SIFMA_USBondMarketOutstanding.pdf.

[3] См.: http://www.cboe.com/aboutcboe/History.aspx.

вил $865 млрд США, а в 2006 г. эта цифра достигла рекорда и превысила $289 трлн США, что свидетельствует о высокой популярности данного инструмента[1].

Следующим важным событием стала стандартизация межбанковского рынка. Межбанковский рынок сформировался при появлении первых банков, но только появление широкого спектра кредитных инструментов, в том числе и свопов, которые были связаны с динамикой процентных ставок на межбанковском рынке, требовало стандартизации показателей межбанковского рынка. Данный процесс был начат в Великобритании Британской банковской ассоциацией совместно с Банком Англии. В период с 1984 по 1986 г. был введен ряд показателей, таких как показатель ставок по свопам (BBAIRS) и ставка по межбанковским кредитам BBALIBOR. По данным Британской банковской ассоциации, на сегодняшний день около 20% всех межбанковских кредитов в мире связаны с лондонским межбанковским рынком, а ставки считаются по 10 основным мировым валютам, что позволяет ставить данные индикаторы в статус глобальных индикаторов денежного рынка[2]. Введение стандартизации и унифицированных показателей способствовало дальнейшему развитию финансовых инноваций в области кредитных инструментов.

Особый интерес вызывает появление форвардов без поставки базовых активов. Данные производные инструменты были впервые использованы в 1990 г. и сразу же стали активно применяться в валютных спекуляциях[3].

В конце XX в., в 1997 г., были введены принципиально новые кредитно-дефолтные инструменты. Введение первых дефолтных производных инструментов (Credit Default Swap – CDS) банком *J. P. Morgan Chase* было осуществлено для перевода рисков дефолта по кредитам компании *Exxon* банку ЕБРР (*EBRD*). Таким образом банк *J. P. Morgan Chase* в 1997 г. вывел на финансовый рынок инновационный инструмент – кредитно-дефолтный своп. Так как данный дефолтный инструмент торгуется вне бирж и находится вне общепринятых юрисдикций регулирующих органов, инструменты CDS стали очень популярны:

---

[1] Bank for International Settlements. Monetary and Economic Department OTC derivatives market activity in the second half of 2006. Basel, Switzerland, 2007. P. 7.

[2] См.: http://www.bba.org.uk.

[3] *Lipscomb L.* An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets. Federal Reserve Bank of New York, May 2005. P. 1–3.

в 2007 г. номинальный объем торгов по ним составил $62 трлн США, что свидетельствует о высокой спекулятивной составляющей в торгах[1].

Интеграционные процессы необходимо выделить как особую тенденцию в рамках постиндустриального периода развития финансового рынка, несмотря на то что к принципиальным изменениям в структуре финансового рынка это не привело. Одним из ярких примеров интеграции стало создание биржи *EURONEXT* в 2000 г., которая объединила биржи Франции, Бельгии, Нидерландов и Португалии в единую платформу[2].

Постиндустриальная стадия развития финансового рынка не внесла новых элементов в его структуру, однако способствовала появлению ряда финансовых инноваций, которые в некоторых случаях предназначены преимущественно для спекуляций. Интеграция бирж и их инфраструктур является показателем высокой степени финансовой интеграции.

Функции финансового рынка. В ранних экономических теориях финансовый рынок представлен как структурный элемент экономики, основной функцией которого является посредничество в доступе к одному из важнейших производственных факторов — капиталу.

Функциональность современного финансового рынка значительно шире и включает в себя следующие составляющие: инвестиционную, инновационную, спекулятивную, а также функцию управления рисками и ценообразования.

Инвестиционная функция является исходной функцией финансового рынка. Ее содержание по-разному трактовалось различными экономическими школами. Классическая и ранняя неоклассическая школы воспринимали финансовый рынок как источник капитала, выделяя такие его характеристики, как процентная ставка и ее влияние на экономические процессы. Влияние финансового рынка и, в частности, рыночной ставки финансирования было определено не только в области производства, но и в области сбережений, тем самым подчеркивалось значение финансового рынка в микро- и макроэкономике.

---

[1] ISDA Market Survey; Notional amounts outstanding at year-end, all surveyed contracts, 1987-present (PDF) // International Swaps and Derivative Association (ISDA)i. 2010. Apr. 8.

[2] *Pagano M., Padilla A.J.* Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext «natural experiment». A report for Euronext Non-confidential version. 2005. P. 11–14.

Й. А. Шумпетер и Ф. А. Хайек, которые предложили свои теории циклического развития в 1912 и 1931 гг. соответственно, выделяли финансовый рынок и банковскую систему как единственный источник кредита, необходимого для экономического роста, который, по их мнению, носит циклический характер. Финансовый рынок и банковская система, по мнению Й. А. Шумпетера[1] и Ф. А. Хайека[2], являются пассивными участниками экономического роста, которые, адаптируясь к потребностям рынка, предоставляют предпринимателям кредиты.

Работы Г. Марковица, Н. Калдора, О. Моргенстерна, У. Шарпа, Ф. Блэка и М. Шоулза, а также С. А. Росса во второй половине XX в. утвердили понятие финансового рынка как площадки для осуществления инвестиций. Теория оптимизации портфеля инвестиций, механизмы ценообразования финансовых инструментов и управления рисками дополнили список функций финансового рынка.

Содержание инвестиционной функции как исходной функции финансового рынка заключается в аккумуляции свободных денежных капиталов и сбережений и их последующим использовании в качестве инвестиционных ресурсов. При этом с помощью финансового рынка осуществляется перераспределение инвестиций между отраслями и сферами экономики, территориями и странами, компаниями, населением и государством.

Инновационная функция финансового рынка и банковской системы впервые полноценно представлена в работе Й. Шумпетера «Бизнес-цикл» (1939): это эндогенное циклическое монокаузальное развитие, стимулом которого, по мнению автора, являются инновации, внедряемые предпринимателями для получения прибыли и перехода на новый уровень развития экономики[3]. Введение инноваций не может быть профинансировано из текущих средств предпринимателя — для внедрения инноваций предпринимателям необходим заемный капитал, кредит, который может быть предоставлен только финансовым сектором. Й. Шумпетер подчеркивает, что инновации создаются не только предпринимателями, но и банкирами: создание новых платежных средств

---

[1] *Streissler E.* Schumpeter's Vienna and the role of credit in innovation, in H. Frisch (ed.), Schumpeterian Economics. New York: Praeger, 1981. P. 60–83.

[2] Prices and Production and Other Works: F. A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard /Ed. de Salerno J. T. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, USA, 2008.

[3] *Witt U.* How evolutionary is Schumpeter's theory or economic development? // Industry and Innovation. Vol. 9. Numbers 1/2. April/August 2002. P. 7–22.

и финансовых инструментов позволяет банкам увеличивать масштабы своей деятельности и предоставлять больше кредитов. Й. Шумпетер[1] также предостерегает от безответственных инноваций и излишков инвестиций, которые неизбежно приводят к рецессии и затем к депрессии. Аналогичные заявления можно найти и в работах Ф. Хайека, который выделял связь инфляции и финансовых инноваций[2]. Следует отметить, что во второй половине XX в. финансовые инновации поощрялись на государственном уровне: председатель Федеральной резервной системы США А. Гринспен в своих выступлениях неоднократно заявлял о благоприятном влиянии инноваций в области потребительского кредитования на экономику США[3]. Цикличность экономического роста Й. Шумпетера и его предостережения по поводу финансовых инноваций оставались без должного внимания.

Спекулятивная функция финансового рынка стала выделяться исследователями в начале XX в. В 1900 г. Л. Бачельер опубликовал диссертацию по теме «Теория спекуляции», в которой анализировал движения цен на акции, заявляя о феномене «случайных блужданий»[4]. Данный феномен был проигнорирован современниками, а наблюдения Л. Бачельера были оформлены в самостоятельную теорию «случайных блужданий» лишь в 1960-е гг. Л. Бачельер, работы которого значительно опережали свое время, был одним из первых, кто начал изучать проблематику образования цен на финансовом рынке и рынке капитала (в частности, с точки зрения спекуляций).

Функция управления рисками состоит в том, что финансовый рынок создает для экономических агентов механизмы и возможности, которые они могут использовать для управления рисками. Это механизмы разделения, агрегирования, диверсификации рисков, а также их взаимной нейтрализации путем встречного и симметричного хеджирования, а также передачи рисков финансовым посредникам. Эта функция способствует снижению финансовой неопределенности в экономике на основе оценки рисков и их перераспределения между участниками рынка.

---

[1] *Witt U.* How evolutionary is Schumpeter's theory or economic development? // Industry and Innovation. Vol. 9. Numbers 1/2. April/August 2002. P. 7–22.

[2] *Streissler E.* Schumpeter and Hayek: on some similarities in their thought // Machlup F., Fels G. and Mueller-Groeling H. (eds.). Reflections on a Troubled World Economy. London: Macmillan, 1983. P. 356–364.

[3] См.: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19971011.htm.

[4] *Bouchaud J. P., Gefen Y., Potters M., Wyart M.* Fluctuations and Response in Financial Markets: The subtle nature of 'random' price changes // Quantitative Finance. Vol. 4. 2004. P. 176.

Функция ценообразования на финансовом рынке связана с противоречивой гипотезой «эффективного рынка», а также с механизмами ценообразования, разработанными экономистами, упомянутыми выше. Модели CAPM, ABT, Black-Scholes и варианты с учетом рациональных ожиданий представляют собой модели для определения цен на финансовые активы[1]. Гипотеза «эффективного рынка», выдвинутая П. Самуэльсом и Б. Мандельбротом в 1965–1966 гг., в свою очередь утверждает, что в рыночной цене активов заложена различная информация, которая влияет на предпочтения инвесторов[2]. Она создает возможность определять цены на финансовые активы и регулировать их в процессе совершения сделок. Таким образом, финансовый рынок представляет собой механизм, формирующий рыночную цену на капитал и финансовые инструменты.

В современной экономической литературе основной функцией финансового рынка часто называют обеспечение потока средств от экономических агентов, осуществляющих сбережение средств, к агентам, осуществляющим потребление средств. Однако трансформация сбережений в инвестиции с использованием рыночного механизма составляет сущность финансового рынка. В широком смысле финансовый рынок осуществляет функцию финансового посредника, обеспечивающего инфраструктуру для перераспределения денежных средств и выполняющего дополнительные функции: инвестиционную, инновационную, спекулятивную, управления рисками и ценообразования.

Некоторые российские экономисты по-иному классифицируют функции финансового рынка. Например, подразделяют все функции финансового рынка на общерыночные, которые присущи любому рынку, и специфические, присущие только финансовому рынку. А. Бельзецкий[3] к общерыночным функциям относит ценовую, коммерческую, информационную, регулирующую функции и дает им следующие характеристики. Ценовая функция заключается в установлении и обеспечении процесса движения рыночных цен (курсов) на финансовые активы посредством сбалансирования спроса и предложения покупателей и продавцов. Коммерческая функция заключается в получении

---

[1] *Fama E. F., French K. R.* The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence// Journal of Economic Perspectives. Vol. 18. Number 3. Summer, 2004. P. 25–46.

[2] *Sewell M.* History of the Efficient Market Hypothesis. Department of Computer Science University College London, 2008. P. 5–7.

[3] *Бельзецкий А. И.* Финансы и финансовый рынок: Учебно-методический комплекс. Минск: Изд-во МИУ, 2010. С. 276–277.

участниками рынка прибыли от операций с финансовыми активами. Информационная функция обеспечивает доведение рыночной информации о финансовых активах и участников торговли до экономических субъектов и воплощает ее в рыночные цены. Регулирующая функция заключается в определении приоритетов, органов контроля и управления, порядка разрешения споров между участниками рынка, в создании правил торгов и участия в них. Выполняя эту функцию, финансовый рынок осуществляет регулирование рыночной экономики на отраслевом и территориальном уровнях. Реагируя на изменения среднеотраслевой нормы прибыли, рынок способствует межотраслевому и межтерриториальному «переливу» капитала.

Специфическими функциями финансового рынка он считает аккумулирующую, перераспределительную, контрольную, страховую, стимулирующую и функцию воздействия на денежное обращение.

А. Дворецкая считает главной функцией финансового рынка трансфер свободных ресурсов от сберегателей к заемщикам и инвесторам[1]. По ее мнению, финансовый рынок выполняет еще ряд функций и, в частности, важнейшую макроэкономическую функцию — функцию содействия росту национального богатства и повышению общественной эффективности; функцию управления рисками; функцию создания возможности выбора для потребителей финансового рынка между различными способами увеличения дохода, а также между текущим и отложенным потреблением.

1.3. Участники финансового рынка. Виды финансовых посредников

В операциях на финансовых рынках участвуют различные юридические и физические лица, которые вступают друг с другом в определенные экономические отношения по поводу купли-продажи финансовых инструментов, их обмена и обращения. В зависимости от роли и функционального назначения всех участников финансового рынка можно объединить в следующие группы.

1. Поставщики финансового капитала (продавцы временно свободных денежных средств) — кредиторы, инвесторы.
2. Потребители финансового капитала (покупатели временно свободных денежных средств) — заемщики, эмитенты.

[1] *Дворецкая А. Е.* Рынок капитала в системе финансирования экономического развития. М.: Анкил, 2007. С. 16.

3. Финансовые посредники — институты, выполняющие посредническую функцию между поставщиками и потребителями финансового капитала. Они аккумулируют свободные денежные средства одних экономических субъектов и предоставляют их от своего имени на определенных условиях другим субъектам, нуждающимся в привлечении дополнительных средств. Для них характерен двойной обмен долговыми обязательствами: они создают собственные долговые обязательства, которые служат источником приобретения долговых обязательств других участников рынка. Этим они отличаются от брокеров и дилеров, которые также посредничают в перемещении средств от одних экономических субъектов к другим, но не выпускают при этом собственных долговых обязательств. От нефинансовых компаний финансовые посредники отличаются тем, что их активы состоят в основном из финансовых требований, а структура пассивов обычно отличается более значительной долей заемных средств.
4. Инфраструктурные организации финансового рынка, обслуживающие его участников и организующие проведение сделок, — фондовые и валютные биржи, брокеры, регистраторы, депозитарии, расчетные и клиринговые организации, а также нотариусы, аудиторы, финансовые консультанты, бюро кредитных историй, коллекторские агентства, рейтинговые агентства и т. п.
5. Регулирующие и контролирующие организации — органы государственного регулирования и надзора за участниками отдельных сегментов финансового рынка и саморегулируемые организации, устанавливающие профессиональные стандарты деятельности на финансовом рынке, правила поведения участников, кодексы профессиональной этики и др.

Особенность финансового рынка состоит в наличии особого класса участников — финансовых посредников, аналога которым нет на других рынках. Основной причиной существования финансовых посредников в экономике является информационная асимметрия, т. е. несовершенство и неполнота информации, доступной всем участниками рынка. Действительно, организация, претендующая на получение кредита, всегда обладает более полной информацией о своем финансовом положении, чем кредитор, который этот кредит предоставит. Незнание реального финансового положения заемщика и неумение оценить перспективы возврата кредита являются основной причиной, по которой владельцы свободных денежных средств отказываются от прямого предоставле-

ния их в ссуду тем, кто нуждается в привлечении дополнительного капитала. Финансовые посредники собирают, анализируют и накапливают информацию о заемщиках и финансовых рынках, осуществляют их мониторинг и на этой основе оказывают кредиторам и заемщикам финансовые услуги. Таким образом, финансовые услуги, оказываемые финансовыми посредниками, основаны на информации, используя которую они могут повышать качество своих услуг и снижать издержки. Конкурентные позиции финансовых посредников и выполняемые ими функции определяются их информационным преимуществом по сравнению с другими участниками рынка.

Функции финансовых посредников. Осуществляя посредничество между заемщиком и кредитором, финансовый посредник, во-первых, сводит незнакомых экономических субъектов, имеющих взаимодополняющие по отношению к финансовым ресурсам потребности; во-вторых, он изменяет параметры финансовых требований своих вкладчиков, кредиторов и инвесторов, предоставляя кредиты и осуществляя инвестиции, имеющие отличные от депозитов и других требований характеристики. Следовательно, финансовые посредники выполняют такие две неразрывно связанные между собой функции, как брокерская (посредническая) и функция качественной трансформации активов. Кроме того, финансовые посредники осуществляют и другие функции, связанные с обеспечением платежей и хранением ценностей.

Брокерская (посредническая) функция финансовых посредников предполагает поиск и сведение друг с другом поставщиков и потребителей финансовых ресурсов. Ее выполнение позволяет посредникам поддерживать эффективность экономической системы в целом. Выступая в качестве брокера, финансовый посредник получает вознаграждение в виде комиссионных за совершение операции. Данная функция не предполагает участия финансового посредника в процессе купли-продажи финансовых активов в качестве принципала, т. е. брокер не приобретает актив для перепродажи, не берет на себя риска изменения рыночной стоимости актива, и его роль ограничивается лишь техническим посредничеством. Основой способности финансового посредника выполнять брокерские (посреднические) функции является информация. Те преимущества, которые дает экономическим субъектам пользование услугами посредника, базируются на его способности правильно интерпретировать сигналы рынка и возможности многократного использования однажды полученной информации. В то время как большинство товаров и услуг исчезают в процессе потребления, информация сохраняется и может быть использована в последующих операциях.

Многократность использования информации может рассматриваться в двух аспектах: межсекторном и межвременном. Межсекторный аспект многократности заключатся в том, что посредники, специализирующиеся на сборе и распространении информации по секторам, обеспечивают обществу в целом получение информации по каждому сектору без дополнительных издержек, связанных с их повторным изучением, поскольку вся информация уже была накоплена и обработана финансовыми посредниками. Таким образом, одна и та же информация может быть много раз использована различными экономическими агентами. Межвременной аспект многократного использования информации проявляется, например, в том, что посредник в процессе предоставления кредита изучает состояние заемщика и полученная таким образом информация может быть использована им при последующих отношениях с этим заемщиком.

Брокерская функция реализуется финансовыми посредниками путем оказания всевозможных операционных услуг, консалтинга, отбора (*screening*) и сертифицирования (*sertification*), рейтингования (присвоения рейтинга), путем инициирования кредита, организации эмиссии (посредничество в предложении ценных бумаг на рынке), предоставления ресурсов (*funding*) и пр. (например, доверительное управление).

Наряду с брокерской важнейшей функцией финансовых посредников является *качественная трансформация активов*. Если бы не было финансовых посредников, то экономический субъект, желающий получить финансирование под какой-либо проект, должен был сам найти себе контрагента, согласного предоставить финансирование и держать на своем балансе финансовое требование, по всем своим характеристикам соответствующее финансируемому активу, что связано с массой неудобств для контрагента и на практике вряд ли может быть успешно реализовано. Финансовые посредники способны эффективно решать проблему трансформации. Как правило, они обладают активами, срочность которых превышает сроки исполнения их собственных обязательств (финансовых требований клиентов), размеры отдельных активов превышают размеры отдельных обязательств, ликвидность финансовых требований клиентов выше ликвидности активов, а степень риска активов финансового посредника выше, чем степень риска его обязательств. Следовательно, финансовые требования поставщиков финансовых ресурсов в случае, если они действуют через финансового посредника, становятся более ликвидными, меньшими по размеру, более краткосрочными и менее рискованными. Таким образом, финансовые посредники облегчают доступ экономических агентов, нуждаю-

щихся в финансировании, к финансовым ресурсам и стимулируют потенциальных поставщиков капитала к инвестированию избытка своих средств.

Вместе с тем отмеченные выше различия качественных характеристик активов и пассивов баланса финансового посредника означают, что финансовый посредник берет на себя часть риска поставщика финансовых ресурсов. В связи с этим у финансового посредника возникает задача управления этим риском, которая может быть решена различным образом. Во-первых, он может передать часть риска другим экономическим агентам при помощи разнообразных финансовых инструментов (производных ценных бумаг, например). Передача риска превращает функцию качественной трансформации активов в обычную брокерскую функцию. Во-вторых, финансовый посредник может диверсифицировать риск, поскольку клиенты по причине небольшого размера своих финансовых требований не всегда могут сами это сделать и поэтому вынуждены обращаться к посреднику. В-третьих, посредник может пассивно взять на себя весь риск.

К операциям, связанным с функцией качественной трансформации активов, относят мониторинг заемщика, участие в управлении (*management expertise*), гарантирование, создание ликвидности и трансформацию требований.

Виды финансовых посредников. В современной экономической теории существуют различные способы классификации многочисленных финансовых посредников. Одной из наиболее распространенных классификаций является классификация по способу финансирования. По этому критерию все финансовые посредники подразделяются на *депозитные и недепозитные* финансовые организации.

Депозитные финансовые организации — это организации, в структуре пассивов которых присутствуют высоколиквидные финансовые обязательства, представляющие собой фиксированные по суммам вклады. Основным отличием структуры баланса депозитных финансовых институтов является высокий уровень финансового рычага, т. е. доли заемных средств в структуре пассива. Наиболее типичным и широко распространенным видом депозитных финансовых организаций являются коммерческие банки.

Коммерческие банки исторически возникли как определенный тип финансовых посредников, финансируемых главным образом за счет ликвидных депозитов и предоставляющих экономическим агентам неликвидные кредиты. Именно трансформационная функция составляет традиционную основу банковского бизнеса, хотя тенденция универ-

сализации привела к тому, что современная банковская деятельность гораздо более разнообразна.

Функция качественной трансформации активов дополняется выполняемой коммерческими банками *функцией создания ликвидности* (платежных средств). Банки выпускают долговые обязательства, обладающие высокой ликвидностью, которые выступают в функции средства платежа наряду с банкнотами Центрального банка. В связи с этим они играют важнейшую роль в обеспечении функционирования платежной системы и реализации денежно-кредитной политики центрального банка. Благодаря этой роли банки считаются основой современного финансового посредничества.

Возможность обеспечивать функционирование платежной системы появляется у банков в связи с тем, что они финансируются главным образом за счет заемных средств. Собственный капитал, как правило, не превышает 10–15% их баланса. Основной объем их пассивов формируется на основе собственных обязательств (депозитов), преимущественно краткосрочных и высоколиквидных, которые для вкладчиков служат резервом платежных средств. Роль коммерческих банков в функционировании платежной системы определяется не только тем, что они распространяют денежные средства в экономике через систему денежных расчетов, но главным образом их способностью создавать и обслуживать депозиты до востребования, т. е. расчетные и текущие счета. Поскольку в современной экономике перевод денег по банковским счетам является основным способом платежа, а остатки на расчетных и текущих счетах выступают в качестве главного средства платежа и важнейшего компонента предложения денег, коммерческие банки через расчетные (текущие) счета и депозитно-ссудную эмиссию связывают центральный банк с миллионами экономических агентов, использующих деньги.

Отсюда вытекает еще одна важная функция коммерческих банков — *функция передачи экономике импульсов денежно-кредитной политики центрального банка.* Центральный банк в целях обеспечения стабильного экономического развития осуществляет контроль над предложением денег, поддерживающих экономическую активность. Например, в период роста инфляции центральный банк попытается сдержать расширение денежной массы и поднимет процентные ставки по своим операциям с коммерческими банками. Ограничение роста предложения денег сократит возможность коммерческих банков получать межбанковские кредиты, поскольку они также станут дороже; это, в свою очередь, сократит объем кредитования реального сектора и повысит процентные

ставки по кредитам. Таким образом, коммерческие банки осуществляют посредничество при реализации денежно-кредитной политики.

Важнейшая роль банков в поддержании стабильности платежной системы и в реализации денежно-кредитной политики объясняет тот факт, что коммерческие банки являются объектом наиболее жесткого регулирования со стороны центрального банка.

Наряду с коммерческими банками могут существовать и другие виды депозитных финансовых институтов, которые отличаются большей специализацией деятельности. Например, в США это сберегательные кассы и кредитные союзы, имеющие специализированную структуру активов (и соответственно закладные на недвижимость и потребительские кредиты). В отличие от коммерческих банков эти депозитные институты являются взаимными, т. е. их капитал принадлежит вкладчикам. В Российской Федерации к небанковским депозитным посредникам могут быть отнесены микрофинансовые организации.

Однако заметим, что глубокие изменения, которые происходят в последние годы на финансовых рынках, дают все меньше оснований для отождествления реальных банков, особенно западноевропейских, с чисто депозитными посредниками. По сравнению с США банковские системы западноевропейских стран всегда отличались большей степенью универсальности. В настоящее время банки развитых стран континентальной Европы имеют возможность осуществлять весь спектр финансовой деятельности, включая страхование, андеррайтинг и операции с корпоративными ценными бумагами на вторичном рынке, быть членами бирж и напрямую торговать на фондовых биржах. При этом основная доля сбережений в этих странах проходит через банковскую систему либо в форме депозитов, либо в форме инвестиционных активов и ценных бумаг. В европейских странах в единой банковской структуре объединяются различные виды финансовых посредников. Соответственно, структура активов универсальных европейских банков более разнообразна, чем в США, хотя современные тенденции позволяют говорить о постепенном стирании различий между банковскими системами разных стран и универсализации банков. При этом банки осуществляют практически все существующие функции финансовых посредников.

Недепозитные финансовые организации играют огромную роль в современной финансовой системе и являются более разнообразными, чем депозитные организации. Каждый вид недепозитных финансовых организаций выполняет свою функцию в экономике, и поэтому представляется целесообразным рассмотреть каждый из них в отдельности.

Страховые компании. Активы страховых компаний во многом схожи с активами коммерческих банков, однако финансируются они главным образом за счет так называемых условных обязательств (*contingent liabilities*). Обязательства страховой компании становятся текущими при наступлении определенного события (страхового случая), время и вероятность которого являются неопределенными в момент подписания договора о страховании. Основное различие между коммерческими банками и страховыми компаниями касается их пассивов. В то время как обязательства банков могут измениться мгновенно по желанию вкладчиков, обязательства страховых компаний меняются при наступлении событий, не контролируемых страхователем. Кроме того, пассивы страховых компаний более долгосрочны, чем банковские пассивы (особенно это касается компаний, специализирующихся на страховании жизни), что дает страховым компаниям возможность инвестировать в более долгосрочные активы.

Страхование предполагает использование закона больших чисел, т. е. страховое дело предполагает создание «рискового пула» из не зависящих друг от друга событий с целью диверсификации и оценки риска. Крупные размеры некоторых требований обусловливают преимущество посредничества страховой компании. В этом прослеживается аналогия между коммерческими банками и страховыми компаниями — диверсификация позволяет банкам управлять кредитным и процентным рисками, в то время как сравнительно небольшие размеры сбережений вкладчиков и ограниченный доступ на кредитный рынок не позволяют самим вкладчикам без посредничества банка воспользоваться эффектом диверсификации.

Страховые компании осуществляют следующие посреднические функции: отбор и сертифицирование, инициирование предоставления средств, мониторинг, гарантирование и трансформация требований.

Пенсионные фонды. Наряду со страховыми компаниями существует еще один вид финансовых посредников, аккумулирующих долгосрочные обязательства, — пенсионные фонды. В современном мире существуют различные схемы функционирования пенсионных фондов, однако общий принцип заключается в том, что вклады в пенсионные фонды инвестируются в разнообразные активы вплоть до момента наступления обязательства перед вкладчиками, т. е. выплаты пенсии. Очевидно, что инвестиционная политика пенсионных фондов должна быть жестко регламентирована. Современные пенсионные фонды имеют в своих активах небольшие пакеты ценных бумаг сотен эмитентов, часто имитирующих структуру биржевых индексов. За последние несколько деся-

тилетий пенсионные фонды в странах с развитыми финансовыми рынками в десятки раз увеличили свои активы и стали важнейшим видом институциональных инвесторов, способных осуществлять долгосрочные инвестиции и оказывать заметное влияние на процесс накопления капитала в частном секторе.

Основными посредническими функциями, выполняемыми пенсионными фондами, являются гарантирование и трансформация требований.

Инвестиционные фонды. Как и пенсионные фонды, инвестиционные фонды захватили значительную часть рынка и увеличили свои активы в десятки раз за последние несколько десятилетий. Инвестиционные фонды делятся на две категории — инвестиционные фонды открытого типа (*open-end mutual funds*) и закрытые инвестиционные фонды (*closed-end mutual funds*).

Инвестиционные фонды закрытого типа имеют заранее установленное предельное количество акций (паев); изначальные ресурсы таких фондов, как правило, не могут быть увеличены за счет дополнительного выпуска акций. Закрытые инвестиционные фонды котируются на бирже как обычные компании, и поэтому рыночная цена их акций может значительно отличаться от ликвидационной стоимости находящихся в их активах ценных бумаг.

Инвестиционные фонды открытого типа функционируют по другим принципам. Через управляющую компанию их акции постоянно выкупаются и предлагаются к продаже по цене их чистых активов (рыночная цена активов, разделенная на количество акций), в результате чего цена акции (пая) соответствует текущей стоимости ценных бумаг, находящихся в активе фонда. Инвестиционные фонды открытого типа дали рождение многочисленным компаниям, специализирующимся на управлении фондами (*fund management companies*), каждая из которых управляет множеством фондов, имеющих различные инвестиционные цели. Фонды принадлежат своим инвесторам и платят управляющим компаниям комиссионные за их услуги.

Стремительный рост инвестиционных фондов во многих развитых странах в последние десятилетия можно объяснить тремя основными причинами.

Во-первых, в условиях роста инфляции разница между процентной ставкой по банковским депозитам и рыночной процентной ставкой увеличилась, и инвестор предпочел инвестиционные фонды банковским депозитам, несмотря на отсутствие государственных гарантий вкладов в инвестиционные фонды. При этом многие фонды управля-

лись очень консервативно и даже ограничивали свои вклады государственными ценными бумагами, что приближало их рисковые характеристики к банковским депозитам.

Второй причиной бурного развития инвестиционных фондов считается появление теории «эффективного рынка», предполагающей невозможность в условиях высоколиквидного финансового рынка получить прибыль от инвестиций в ценные бумаги бóльшую, чем средняя рыночная. В результате портфельные инвесторы стали следовать пассивной стратегии, приобретая диверсифицированные портфели ценных бумаг, имитирующие биржевые индексы. Очевидно, что отдельные инвесторы, имеющие ограниченные ресурсы, не могли следовать такой стратегии и вынуждены были обращаться к услугам инвестиционных фондов, которые решают эту проблему, объединяя множество мелких инвесторов.

В-третьих, глобализация финансовых рынков породила у инвесторов необходимость диверсифицировать свои вложения не только между отраслями и компаниями, но и между странами, тем более что многие налоговые и законодательные барьеры на этом пути были устранены. Очевидно, что информация об объектах инвестиций за рубежом остается сравнительно дорогой, поэтому инвестору необходима помощь квалифицированного посредника — инвестиционного фонда. Многие инвестиционные фонды стали специализироваться по странам и регионам мира.

Основными посредническими функциями инвестиционных фондов являются: операционные услуги, отбор и сертифицирование.

Венчурные фирмы. Большинство предпринимателей, начинающих свой бизнес, не могут сразу получить банковский кредит по причине слишком высокой степени риска. В этом случае им на помощь приходят венчурные фирмы, которые не только инвестируют в собственный капитал предпринимателя, но и выступают в роли квалифицированных консультантов, помогающих предпринимателям трансформировать свои инновационные идеи в реальные, экономически обоснованные проекты. Венчурные фирмы обычно предоставляют так называемое структурированное финансирование, включающее в себя инвестиции в собственный капитал и заемные средства. При этом соблюдаются следующие условия:

- после получения финансирования предприниматель сохраняет привязанность к своей венчурной фирме и все свои дальнейшие действия согласовывает только с ней, не имея никакой возможности для маневра;

- венчурная фирма устанавливает минимальные качественные требования, несоблюдение которых предпринимателем может привести к передаче венчурной фирме полного контроля над бизнесом;
- в случае передачи контроля венчурной фирме предприниматель получает фиксированную цену, не зависящую от достигнутых результатов, т. е. венчурная фирма имеет опцион на покупку бизнеса;
- если контроль продолжает оставаться в руках предпринимателя, то и предприниматель, и венчурная фирма участвуют в прибылях пропорционально своим вкладам в собственный капитал, причем прибыль зависит от способности предпринимателя грамотно вести бизнес.

Экономическая целесообразность существования финансовых посредников такого типа объясняется следующими обстоятельствами. Как правило, в роли предпринимателя выступает либо инженер, досконально знающий технологию производства продукта, либо специалист-маркетолог, нашедший нишу на рынке для данного продукта. Однако такой предприниматель, скорее всего, не имеет опыта управления всеми аспектами бизнеса. В то же время менеджеры венчурной фирмы, не являющиеся специалистами в области технологии производства и маркетинга того или иного продукта, имеют огромный опыт управления бизнесом, а фирма предоставляет необходимые средства для реализации предлагаемого бизнес-проекта.

Возможность приобретения венчурной фирмой полного контроля над бизнесом в случае возникновения серьезных проблем улучшает условия предоставления первоначального финансирования для предпринимателя. Участие в капитале не только дает менеджерам венчурной фирмы возможность реализовать свою роль в управлении бизнесом (даже если он остается под контролем предпринимателя), но и стимулирует их добросовестно и ответственно консультировать предпринимателя по управленческим вопросам.

Роль венчурных фирм во всех странах постоянно возрастает, что не в последнюю очередь связано с нежеланием коммерческих банков финансировать предпринимателей на ранней стадии развития их бизнеса. Это объясняется тем, что банки не обладают достаточным опытом в управлении бизнесом на стадии его становления, минимальные качественные требования и опцион на покупку бизнеса, доступные для венчурных фирм, как правило, недоступны для банка. Если окажется, что предприниматель является плохим управленцем, а сам бизнес несостоятелен, банк вряд ли сможет исправить положение и останется просто

владельцем переданных ему в обеспечение кредита активов, имеющих сомнительную стоимость. Следовательно, один и тот же проект имеет неодинаковую степень риска для банка и для венчурной фирмы. Банки, конечно, могут нанять консультанта по управлению развивающимся бизнесом, однако этот консультант будет являться простым агентом банка, в результате чего возникнет проблема морального риска, связанная с мотивацией такого консультанта. Венчурная фирма эффективно решает эту проблему, объединяя управленческий опыт и участие в капитале.

Однако по мере развития новой компании эти проблемы становятся менее значимыми, и конкурентоспособность банков перед венчурными фирмами повышается. Банки имеют неоспоримые преимущества (доступ на рынки капиталов и финансирование за счет депозитов, незначительная угроза передачи контроля над компанией при финансировании посредством банковского кредита и т. д.), и поэтому компании, прошедшие стадию становления, предпочитают банковский кредит венчурному капиталу.

Посредническими функциями, осуществляемыми венчурными капиталистами, являются отбор и сертифицирование, предоставление средств, мониторинг, участие в управлении, а также создание ликвидности и трансформация требований.

Финансовые компании. Финансовые компании обычно специализируются на предоставлении кредитов с повышенным риском, но при этом выдаваемые ими кредиты почти всегда имеют обеспечение (в отличие от коммерческих банков, выдающих как обеспеченные, так и необеспеченные кредиты). Финансовые компании делятся на компании, финансирующие покупки (*sales finance*), предоставляющие небольшие кредиты физическим лицам (*personal finance*), и компании, специализирующиеся на коммерческом кредите и лизинге (*business finance*). Примером таких посредников могут быть факторинговые компании, компании потребительского кредитования, лизинговые компании.

Основным отличием финансовых компаний от коммерческих банков является источник их финансирования; если для банков основным источником являются депозиты, то финансовые компании финансируются главным образом через выпуск краткосрочных необеспеченных долговых обязательств — коммерческих бумаг (*commercial paper*) и получение банковских кредитов. Поэтому финансовые компании в отличие от банков не являются объектом жесткого регулирования. Однако эмитенты коммерческих бумаг вынуждены, как правило, приобретать кредитные обязательства банков, чтобы повысить свой кредитный рей-

тинг и иметь возможность погасить коммерческие бумаги в случае возникновения каких-либо финансовых проблем.

Большинство финансовых компаний возникли как специализирующиеся на коммерческом кредитовании филиалы крупных нефинансовых корпораций, со временем они приобрели необходимый опыт для работы в сфере финансовых услуг и получили доступ к источникам финансирования. Современные финансовые компании успешно конкурируют с коммерческими банками. К посредническим функциям, осуществляемым финансовыми компаниями, относят отбор, инициирование, предоставление средств и трансформацию требований.

1.4. Регулирование финансового рынка и деятельности его участников

Финансовое регулирование — это система мер, направленных на обеспечение устойчивости финансовых институтов и стабильности финансового рынка в целом, а также на ограничение рисков (валютных, кредитных, ликвидности и др.). Задачами финансового регулирования являются создание равных конкурентных возможностей для всех участников рынка, защита интересов инвесторов и кредиторов, предотвращение мошенничества, недобросовестного поведения отдельных участников. В развитых странах функции финансового регулирования возложены на специальные государственные органы — так называемые финансовые регуляторы (например, Федеральное управление финансового надзора в Германии, Управление финансовых услуг в Великобритании и др.). Регулирование деятельности коммерческих банков в ряде стран, в том числе и в России, осуществляют центральные банки.

Финансовое регулирование как особая система регулирующих и надзорных органов, норм, стандартов и обязательных требований к финансовым организациям сформировалось после разрушительного финансового кризиса 1929–1933 гг. Потребность в создании финансовых регуляторов возникла в связи с изменением модели денежно-кредитного регулирования. Повсеместный отказ от использования золота в качестве «естественного регулятора» стоимости денег и резервного актива повлек за собой рост процентных, валютных рисков и рисков ликвидности. Создаваемые финансовые регуляторы призваны были эти риски ограничить. Первой сферой, в которой системно стали использоваться механизмы внешнего регулирования, были банки как наименее устой-

чивые в финансовом отношении и наиболее подверженные внешним рискам организации. Затем финансовое регулирование распространилось на другие сектора финансового рынка и их участников: инвестиционные компании, брокеров, дилеров и далее на страховые и финансовые компании. Страной, где идеи финансового регулирования реализовывались наиболее последовательно сначала в отношении банковской системы, а затем в других секторов, были США.

Законодательная база регулирования участников финансового рынка в развитых странах формировалось поэтапно по мере появления потребностей в установлении норм и требований к отдельным группам финансовых организаций. В итоге все финансовые организации оказались разделены на отдельные категории в зависимости от вида деятельности, которой они занимались в момент введения соответствующих законов. В большинстве развитых странах вплоть до середины 1990-х гг. регулирование на финансовых рынках осуществлялось отдельно на каждом секторе финансового рынка. Характерной чертой системы финансового регулирования была ее многозвенность, выражавшаяся в наличии множества регулирующих органов. Государственное воздействие на финансовые рынки, а через них и экономику в целом проводилось через центральный банк, министерство финансов, казначейство, а также различные специализированные агентства и саморегулирующиеся организации. Вторая характерная черта системы регулирования состояла в том, что для банков, страховых компаний и участников рынка ценных бумаг применялись различные подходы к лицензированию и режимы регулирования, при этом центральные банки обычно принимали на себя роль регулятора коммерческих банков.

Но начиная с 1970-х гг. под воздействием возросшей конкуренции, появления новых финансовых продуктов и технологических инноваций различия между отдельными участниками финансового рынка стали постепенно стираться. Активизировались процессы проникновения специализированных посредников на смежные сегменты финансового рынка, чему среди прочего способствовало введение новых нормативов, ограничивающих риски их деятельности. Особенно это касалось банковской сферы. Например, введение новых нормативов достаточности капитала (Базель 1) сделало слишком дорогим традиционное банковское кредитование, поэтому банки начали искать другие виды деятельности. Параллельно небанковские финансовые посредники активно проникали в сферу традиционной банковской деятельности. В частности, фонды денежного рынка (*money markets funds*) начали, как и банки, привле-

кать средства населения на депозиты[1] и предоставлять другие услуги, схожие с банковскими. Кроме того, новые финансовые инструменты позволили объединять активы в пулы, перепродавать и диверсифицировать риски. Появление новых конкурентов на рынке способствовало снижению прибыльности традиционной банковской модели, поэтому банки активно вторгались на страховой, инвестиционный и другие сегменты.

Сложившаяся к этому времени посекторная модель финансового регулирования была дорогой, избыточно усложненной и не учитывала таких новых тенденций развития финансовых рынков, как нивелирование различий между отдельными типами финансовых посредников и в части предлагаемых финансовых продуктов, и в отношении используемых систем управления рисками и финансовая конгломерация, выразившаяся в создании многопрофильных финансовых холдингов, финансовых супермаркетов и интегрированных финансовых продуктов. На фоне этих тенденций сохранение различных режимов регулирования для отдельных типов финансовых организаций привело к тому, что рыночная активность постепенно перемещалась от наиболее регулируемых посредников (банков) к наименее регулируемым — инвестиционным компаниям и хеджевым фондам. Традиционные финансовые продукты и услуги вытеснялись более дешевыми альтернативными продуктами, возникшими на основе секьюритизации.

Новые условия рынков привели к переосмыслению содержания финансового регулирования. Стало очевидно, что задача регуляторов состоит не в том, чтобы формулировать правила поведения для разных типов посредников, а в решении более общих задач — обеспечения стабильности рынка и ограничения рискованных позиций его участников независимо от выполняемых ими функций и принадлежности к тому или иному типу. Такой подход потребовал создания более однородного надзора за одинаковыми видами деятельности, осуществляемыми различными участниками рынка (например, банками, сберегательными учреждениями или страховыми компаниями), и соответственно изменения структуры органов финансового регулирования. Реформирование организационной структуры должно было устранить дублирование и снизить затраты на регулирование и со стороны государственных органов, и со стороны регулируемых финансовых институтов.

[1] С тем отличием, что данные депозиты не были застрахованы федеральным правительством, но риски в глазах инвесторов ограничивались тем, что фонды инвестировали средства только в высококлассные ценные бумаги.

Переосмысление содержания финансового регулирования позволило выделить три его самостоятельных направления: пруденциальный надзор, регулирование бизнес-поведения финансовых институтов и обеспечение финансовой стабильности.

Пруденциальный надзор имеет своей целью не допустить излишне рискованные операции со стороны финансовых организаций. В условиях либерализации финансовых рынков он должен распространяться только на те организации, которые пользуются той или иной формой государственного страхования или гарантирования их деятельности. В эту категорию включаются прежде всего кредитные организации (в связи с их участием в системе страхования вкладов), а также инвестиционные и страховые компании, которые прямо или опосредованно имеют определенные гарантии государственных органов.

Регулирование бизнес-поведения на финансовом рынке направлено на защиту интересов потребителей финансовых услуг и инвесторов. Оно должно гарантировать предоставление потребителям финансовых услуг всей необходимой и правдивой информации и обеспечивать, чтобы финансовые компании в своей деятельности не пытались ввести своих клиентов в заблуждение и не дискриминировали бы их. В сферу бизнес-регулирования попадают все профессиональные участники финансовых операций, в том числе компании на рынке ценных бумаг, страховые компании и банковские структуры.

Обеспечение финансовой стабильности подразумевает создание механизмов управления системными рисками и предотвращения распространения кризисных явлений с одного сектора финансового рынка на другой.

Новая структура органов финансового регулирования должна была обеспечить наиболее адекватную реализацию каждого из выделенных направлений и базировалась на организационном принципе «целевого регулирования», т. е. создания органов регулирования, ответственных за каждое из этих направлений. Например, все полномочия пруденциального надзора за банками, инвестиционными и страховыми компаниями должны концентрироваться в одних руках. Принцип «целевого регулирования» позволял упростить и консолидировать существовавшую к тому времени во многих странах довольно сложную структуру органов финансового регулирования.

Господствующей идеей первого этапа модернизации систем финансового регулирования стала идея создания единого финансового регулятора — *мегарегулятора*, который объединял функции пруденциального надзора и защиты прав потребителей. Модель единого регулятора

предполагала сокращение числа регулирующих органов, конвергенцию их функций и снижение роли центрального банка в пруденциальном надзоре за финансовыми институтами при закреплении за ним функции регулирования финансовой стабильности.

По данным исследования, проведенного Всемирным банком в 2003 г., около 29% стран мира ввели систему единого регулятора, и еще около 30% консолидировали системы таким образом, что один орган осуществлял надзор за как минимум двумя типами финансовых операторов. Первой страной, которая внедрила систему единого регулятора, стала Норвегия. Эта модель имеет многочисленные разновидности, которые пытаются использовать преимущества централизации финансового регулирования с учетом особенностей той или иной страны.

Несмотря на то что реальные системы регулирования финансовых рынков в различных странах существенно различаются между собой, можно выделить некоторые общие черты, характерные для модели единого интегрированного финансового регулятора. Во-первых, интегрированный регулятор включает в себя надзор за рынком ценных бумаг, операциями взаимных и пенсионных фондов, страховых компаний и коммерческих банков. Во-вторых, центральный банк остается независимым от интегрированного регулятора органом, он проводит монетарную политику государства и реализует функцию обеспечения финансовой стабильности, которая включает его деятельность как кредитора последней инстанции и как органа надзора за платежными системами.

Опыт создания и функционирования единого регулятора (мегарегулятора) в ряде стран показал его явные преимущества по сравнению с традиционной моделью. Единый регулятор сочетает в себе полномочия по реализации двух функций — пруденциального надзора и регулирования финансовой деятельности в интересах защиты прав потребителей, которые при традиционной модели не всегда были между собой достаточно увязаны. Введение единого регулятора и применение им единых норм и требований уравнивает правила игры для всех участников финансового рынка. Сокращение числа регулирующих органов снижает потребность в координации усилий и обмене информацией между ними. Финансовые конгломераты, включающие в себя как традиционный, так и инвестиционный банковский бизнес, а также управление активами и страхование, при создании единого регулятора должны поддерживать контакты только с одним регулирующим органом, что сокращает их издержки, связанные с выполнением регулятивных норм.

С точки зрения управления системными рисками введение единого регулятора препятствует возникновению регулятивного арбитража между секторами финансового рынка и предотвращает концентрацию рискованных позиций в наименее регулируемых секторах. Отметим, что именно бесконтрольный рост рискованных позиций у наименее регулируемых финансовых операторов в США как следствие активной торговли на рынке производных финансовых инструментов стал одной из предпосылок зарождения финансового кризиса в этой стране.

Однако надо признать, что не все исследователи разделяют мнение о том, что уравнивание правил игры на всех секторах финансового рынка ведет к росту его стабильности и повышает эффективность регулирования. Ряд исследователей, напротив, считают целесообразным разграничивать отдельные виды финансовой деятельности (например, коммерческий и инвестиционный банковский бизнес) или, по крайней мере, вводить усиленный контроль за деятельностью тех участников рынка, которые несут большую потенциальную угрозу для функционирования финансового рынка.

Опасения относительно возможных негативных последствий модели единого регулятора носят довольно разноплановый характер. С одной стороны, приводятся примеры того, что на практике не всегда удавалось достичь улучшения координации регулирующих органов, особенно в странах с высокой степенью вовлеченности государственных чиновников в политические процессы. Само по себе создание нового работоспособного органа финансового регулирования — сложный и длительный процесс, при проведении реорганизаций и ликвидации многочисленных разрозненных регуляторов трудно сохранить обученный персонал и передать наработанный опыт. С другой стороны, следует учитывать, что в западных странах регулирование деятельности финансовых организаций в интересах защиты прав потребителей привлекает наибольшее внимание общественности и может приносить большие политические выгоды. Поэтому существует риск, что единый регулятор будет уделять защите прав потребителей относительно большее внимание в ущерб пруденциальному надзору.

Следует принимать во внимание и то обстоятельство, что в большинстве стран внедрение единого регулятора происходило без учета целей макропруденциального регулирования. В результате макрорегулирование и пруденциальный надзор за отдельными институтами оказались разделены между различными органами, ни один из которых не несет полной ответственности за успешность их сотрудничества в этой области. Выявился и еще один дефект единого регулятора, который со-

стоит в том, что надзор за системно значимыми платежно-расчетными системами проводит центральный банк, а надзор за финансовыми агентами — пользователями этих систем осуществляется единым регулятором. Это явно ограничивает рычаги воздействия центрального банка на финансовую стабильность. В то же время кризис ярко продемонстрировал опасности, связанные с недостаточной прозрачностью механизмов клиринга на внебиржевых (неорганизованных) рынках, а также клиринга операций в иностранных валютах.

Недостатки модели единого регулятора подтолкнули некоторые страны к разработке альтернативной модели, сохраняющей преимущества интегрированного подхода и позволяющей преодолеть его отдельные недостатки. Так появилась организационная модель «двух вершин» (*twin-peaks model*). Как следует из названия, в данной модели выделяются два основных регулирующих органа: регулятор системного риска и регулятор деятельности на финансовом рынке (*business conduct regulator*). Регулятор системного риска занимается пруденциальным регулированием всех системно значимых финансовых институтов и платежно-расчетных систем. Эти функции обычно закреплены за центральным банком. Регулятор деятельности на финансовом рынке надзирает за всеми видами финансовых услуг (банковскими, страховыми, инвестиционными) как на оптовых рынках (регулирование бирж), так и на розничных.

На практике существует несколько разновидностей данной модели. Например, по-разному решается вопрос о регулировании небольших по размеру страховых компаний, не имеющих системной значимости, но важных с точки зрения защиты потребителей. Решая данный вопрос, Нидерланды в 2002 г. передали полномочия по их регулированию центральному банку, а Болгария и Южная Африка предпочли оставить регулирование страховых компаний вне центрального банка.

Основным элементом модели «двух вершин», отличающим ее от модели единого регулятора, является наличие у центрального банка полномочий пруденциального надзора. С этой точки зрения созданные во многих странах (например, во Франции, Италии, Португалии, Испании) системы регулирования можно назвать разновидностями модели «двух вершин», даже если в них и не существует единого органа бизнес-регулирования.

При использовании модели «двух вершин» каждый регулирующий орган концентрируется на единой цели — управлении системным риском или защите прав потребителей и инвесторов, что снижает риск конкуренции целей внутри самого регулирующего органа. Монетарная

политика и макропруденциальный надзор сконцентрированы в руках центрального банка, что создает лучшие, «естественные» условия для поддержания финансовой стабильности и борьбы с финансовыми диспропорциями. Одновременно эта модель снижает необходимость координации усилий различных регуляторов, а потому устраняет и дополнительные сложности, связанные с несовершенством обмена информацией при надзоре за системно значимыми финансовыми институтами. В целом повышается оперативность реагирования регулирующих органов, что особенно важно в кризисные периоды. В связи с комбинацией пруденциального надзора и надзора за платежно-расчетными системами в рамках центрального банка появляется возможность снижения системных рисков.

Важно, что модель «двух вершин» позволяет использовать существующие у центрального банка естественные стимулы к качественному пруденциальному надзору за финансовыми институтами. Под естественными стимулами в данном контексте подразумевается непосредственная заинтересованность центрального банка в стабильном функционировании финансовых организаций, поскольку банкротства и финансовые кризисы разрушают его репутацию и истощают финансовые ресурсы. Выступая в роли кредитора последней инстанции, центральные банки предоставляют кредиты тем банкам, из которых происходит отток средств и которые не в состоянии привлечь ресурсы на межбанковском рынке. В случае должного пруденциального надзора центральные банки способны оперативно разобраться в том, насколько сложная ситуация у того или иного банка, и определить необходимый и достаточный уровень кредитования. В случае если у центрального банка нет достаточной достоверной информации, он может быть вовлечен в затратный процесс кредитования финансовых институтов, которые уже невозможно спасти при помощи одних кредитов и в отношении которых изначально необходимо было выбрать другие методы помощи.

Как показал недавний кризис, так или иначе центральные банки вовлекаются в процесс реорганизации или спасения отдельных системообразующих финансовых институтов, у которых наблюдаются острые проблемы ликвидности. В первую очередь речь идет об организациях, принимающих депозиты от населения (например, *Northern Rock* в Великобритании), но в этот процесс могут включаться и другие финансовые институты, чье банкротство способно нарушить нормальное функционирование финансовых рынков (например, *Bear Stearns* и *AIG* в США). Во всех этих случаях центральные банки предоставляли финансовую помощь до тех пор, пока не было найдено более долгосрочное решение.

В некоторых ситуациях центральные банки вынуждены были не только предоставлять кредитную поддержку, но даже временно контролировать обанкротившиеся финансовые институты (как, например, ФРС США управляла *AIG*). Очевидно, что чем больше времени занимает поиск окончательного решения проблемы (частного инвестора, государственной поддержки или национализации), тем дольше центральный банк вынужден финансово поддерживать проблемные финансовые институты. Качественный пруденциальный надзор значительно упрощает этот процесс для центрального банка.

При несомненных достоинствах модель «двух вершин» обладает и потенциальными недостатками. Поскольку при этой модели контроль за системными рисками участников финансового рынка и защита прав потребителей и инвесторов разделены между различными регуляторами, в отдельных случаях может возникать конфликт интересов и необходимость координировать усилия разных государственных органов. Но все же такая потребность в координации значительно меньше, чем в традиционной системе регулирования. В качестве другого недостатка можно отметить возникающую у системно значимых институтов, которые подвергаются одновременно и пруденциальному надзору, и надзору за правилами ведения бизнеса, необходимость взаимодействовать с двумя регулирующими органами одновременно.

Выбор каждой страной оптимальной для нее модели финансового регулирования зависит от многих факторов, к числу наиболее значимых из них могут быть отнесены: уровень и направления развития финансовой системы страны; распределение активов финансового сектора по видам деятельности (банковская, страховая, инвестиционная); наличие или отсутствие крупных финансовых институтов, полностью или частично принадлежащих государству и пользующихся различными формами государственной поддержки; распространенность крупных многопрофильных финансовых структур, конгломератов; структура клиентской базы крупнейших финансовых институтов (широкие слои населения, немногочисленные крупные компании, многочисленные компании мелкого и среднего бизнеса, финансовые структуры, отечественные или преимущественно иностранные).

Различное сочетание этих и других факторов приводит к появлению многочисленных разновидностей организационных структур, или гибридных моделей. Например, в Нидерландах финансовая система состоит из нескольких крупных комплексных финансовых институтов, деятельность которых выходит за традиционные функциональные рамки, сочетая в себе банковские и страховые услуги. Поэтому вполне оправ-

данно было передать центральному банку полномочия по проведению пруденциального надзора за всеми банками и страховыми компаниями. В странах же, где существует большое количество мелких банков и страховых компаний, подобное объединение пруденциального надзора в рамках центрального банка может, наоборот, ухудшить его качество. В странах, в которых помимо крупных системообразующих финансовых институтов существует и большое число мелких банковских институтов (как, например, в США, Германии или Японии), может быть не вполне рационально передавать центральному банку полномочия по пруденциальному надзору за всеми финансовыми институтами. В отношении таких стран эксперты высказывают мнение о целесообразности создания второго органа пруденциального надзора, такого как Федеральная корпорация по страхованию депозитов в США (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*), который будет заниматься надзором за большим числом мелких финансовых институтов, в силу своего размера не представляющих значительного системного риска и не заслуживающих повышенного внимания со стороны центрального банка. Это высвобождает ресурсы центрального банка для надзора за более крупными институтами в целях поддержания системной финансовой стабильности. Центральный банк при этом может сохранить обязанности по созданию системы пруденциального надзора в целом.

В ходе реформирования систем финансового регулирования было использовано довольно большое число разновидностей гибридных моделей — с одним, двумя, тремя регуляторами, отличающихся друг от друга деталями. Каждая страна по-своему адаптировала организационные структуры органов финансового регулирования к национальным условиям. Изменение структуры органов регулирования сопровождалось созданием сдерживающих инструментов и противовесов возможному конфликту между вновь образованным регулятором, центральным банком и правительственными органами.

Однако стратегическая цель реформ — создание условий для стабильного и эффективного функционирования финансовых рынков — достигнута все-таки не была. Кризис выявил неподготовленность органов финансового регулирования к оперативным и взвешенным решениям в чрезвычайных обстоятельствах и заставил внести существенные коррективы в деятельность регулирующих органов даже страны, обладающие относительно более современными организационными структурами финансового регулирования. Например, в Великобритании по опыту преодоления последствий банкротства банка Нортен Рок (*Northern Rock*) регулирующие органы в июле 2008 г. выпустили до-

кумент, описывающий основные направления усиления финансового надзора в стране. В частности, предполагается укрепить роль Банка Англии за счет придания ему формальной ответственности за финансовую стабильность и наделения полномочиями, необходимыми для ее достижения. Согласно Банковскому акту 2009 г. Банк Англии отвечает за процесс реформирования финансовых институтов и обладает правами по надзору за платежно-расчетными системами. В Германии потери банков (таких как земельные банки *Sachsen LB*, *West LB*, а также *IKB* и *Hypo Real*), вызванные ипотечным кризисом, спровоцировали активную дискуссию об адекватности банковского надзора и общего финансового регулирования. Бундесбанк и Федеральное управление финансового надзора в течение длительного времени делили полномочия в области банковского надзора; однако, как оказалось, разделение этих полномочий не всегда было достаточно четким.

В России в настоящее время существует гибридная модель финансового регулирования, состоящая из двух финансовых регуляторов: Банка России и Федеральной службы по финансовым рынкам.

Банк России наделен полномочиями регулирования и надзора за всеми кредитными организациями, зарегистрированными на территории Российской Федерации. С учетом уроков кризиса и опыта его преодоления Банк России уделяет повышенное внимание своевременной идентификации и оценке принятых банками рисков, обеспечению прозрачности их деятельности для выявления проблем на ранней стадии. Основным инструментом решения этих задач служит развитие риск-ориентированных подходов при проведении надзора. При этом используется дифференцированный режим надзора за отдельными кредитными организациями с учетом их системной значимости, уровня прозрачности, сложности бизнеса и степени соблюдения регулятивных норм. В отношении системно значимых банков предполагается применение дополнительных механизмов регулирования и контроля. В рамках своих полномочий Банк России защищает интересы кредиторов и вкладчиков как потребителей финансовых услуг, однако ни на организационном, ни на методическом уровне защита прав потребителей финансовых услуг в самостоятельное направление надзорной деятельности не выделена.

После кризиса Банк России пристальное внимание стал уделять укреплению финансовой стабильности, поскольку от степени эффективности и стабильности системы финансового посредничества зависит достижение цели денежно-кредитной политики, поддержание ценовой стабильности и состояние общего макроэкономического равно-

весия. Таким образом, Банк России в определенной степени выполняет функции макропруденциального регулирования, несмотря на то что его полномочия в этой сфере не получили законодательного оформления.

Сейчас в стране нет органа, на который формально была бы возложена ответственность за макропруденциальные решения. Но именно этим решениям недавно принятые международные соглашения отводят ключевую роль в обеспечении системной устойчивости, в снижении системных рисков. В большинстве стран функции макропруденциального регулирования выполняют центральные банки. Было бы логично и обоснованно и в России возложить эти функции на Банк России. Для этого необходимо расширить его полномочия в сфере выработки и реализации решений макропруденциального регулирования, включая вопросы координации усилий государственных органов, влияющих на макроэкономическую ситуацию. Банк России обладает обширной макроэкономической информацией, имеет опыт принятия макропруденциальных решений, в том числе в кризисных ситуациях. Но самое главное — он обладает возможностями транслировать макропруденциальные решения на уровень микропруденциального надзора.

Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) является федеральным органом исполнительной власти, который выполняет функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением банковской и аудиторской деятельности), обеспечению государственного контроля за соблюдением требований законодательства Российской Федерации о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

ФСФР России создана в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 9 марта 2004 г. № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» и действует на основании Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 29 августа 2011 г. № 717, и постановления Правительства Российской Федерации от 26 апреля 2011 г. № 326 «О некоторых вопросах деятельности федеральных органов исполнительной власти в сфере финансовых рынков». Руководство Федеральной службой по финансовым рынкам осуществляет Правительство Российской Федерации.

Федеральная служба по финансовым рынкам осуществляет регулирование и надзор деятельности товарных бирж, биржевых посредников и биржевых брокеров, профессиональных участников рынка ценных бумаг, инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных

фондов (совместно с Министерством здравоохранения и социального развития), управляющих компаний паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, а также жилищных накопительных кооперативов, кредитных потребительских кооперативов граждан и микрофинансовых организаций. С марта 2011 г. ФСФР переданы полномочия по контролю и надзору в сфере страховой деятельности, которые ранее выполнял специальный регулирующий орган — Федеральная служба страхового надзора.

В структуру ФСФР входят специализированные управления, осуществляющие регистрацию и лицензирование разных категорий участников финансового рынка, нормативно-методологическое обеспечение их деятельности, регулирование, надзор и контроль на отдельных сегментах рынка: Управление регулирования и контроля над коллективными инвестициями, Управление регулирования деятельности участников финансового рынка, Управление эмиссионных ценных бумаг, Управление развития регулирования на финансовом рынке, Управление информации и мониторинга финансового рынка, Управление предварительного контроля рынка страхования, Управление экономического анализа и контроля достоверности отчетности субъектов страхового дела, Управление страхового надзора и контроля процедур восстановления платежеспособности.

В процессе своей деятельности ФСФР разрабатывает регламенты и стандарты профессиональной деятельности для участников рынка, проводит мониторинг участников финансового рынка, анализирует их отчетность, следит за достоверностью раскрываемой информации, в отношении страховых организаций контролирует финансовую устойчивость и платежеспособность, а также процедуры ее восстановления. Значительное место в деятельности ФСФР занимают меры по противодействию неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и работа с гражданами — потребителями финансовых услуг. Таким образом, ФСФР сочетает функции пруденциального надзора и защиты интересов потребителей на финансовом рынке.

Права и интересы потребителей финансовых услуг наряду с Банком России и ФСФР защищают также общества потребителей и, в определенной степени, Федеральная антимонопольная служба. Основа защиты прав потребителей в рамках системы финансового регулирования — это надзор за правилами ведения бизнеса на финансовом рынке, который пока не получил законченного организационного, нормативного и методического оформления. Регулирование бизнес-поведения

участников финансового рынка и надзор за их соблюдением еще не отделились, с одной стороны, от пруденциального надзора (особенно в отношении кредитных организаций), а с другой — от антимонопольного регулирования и общей системы защиты потребителей.

Организационное оформление функции надзора за правилами ведения бизнеса на финансовом рынке обеспечит повышение доверия между всеми его профессиональными участниками и потребителями финансовых услуг и одновременно позволит решить проблему надзора за финансовыми конгломератами и банковскими холдингами, устранит (или по крайней мере снизит) регулятивный арбитраж, создаст более надежную базу как для развития конкуренции на финансовом рынке, так и для бизнес-взаимодействия различных типов финансовых организаций.

Оценивая перспективы реформирования организационной структуры финансового регулирования, отметим, что для России радикальная реформа не является предпочтительным вариантом, поскольку слишком активные реформаторские действия могут привести к потере накопленного опыта управления и его преемственности. Поэтому целесообразно постепенное изменение структуры органов регулирования, устраняющее отдельные недостатки — например, проясняющее полномочия каждого регулирующего органа и там, где это необходимо, улучшающее сотрудничество между ними. Широкие полномочия по финансовому регулированию и влиянию на отдельные финансовые институты, предоставленные регулирующим органам, должны быть дополнены твердыми механизмами, обеспечивающими прозрачность и высокую степень подотчетности самого регулирующего органа. Это важно для обеспечения доверия к действиям регуляторов и укрепления конкурентных отношений на финансовом рынке.

Литература

1. *Бельзецкий А. И.* Финансы и финансовый рынок: Учебно-методический комплекс. Минск: Изд-во МИУ, 2010.
2. *Гитман Л. Дж., Джонк М. Д.* Основы инвестирования. М.: Дело, 1997.
3. *Дворецкая А. Е.* Рынок капитала системе финансирования экономического развития. М.: Анкил, 2007.
4. *Долан Э. Дж., Кэмпбелл К. Д., Кэмпбелл Д. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Л.: Профико, 1991.

5. *Мишкин Ф.* Экономическая история денег, банковского дела и финансовых рынков / Пер. с англ. 7-е изд. М.: Вильямс, 2006.
6. Корпоративные финансы: Учебник для вузов (Стандарт третьего поколения) / Под ред. М. В. Романовского, А. И. Вострокнутовой. СПб.: Питер, 2011.
7. *Кузнецова Л. Г.* Структура и операции финансового рынка: теоретический и институциональный анализ. Хабаровск: Изд-во «РИО-ТИП» Хабаровской краевой типографии, 2005.
8. *Рубцов Б. Б.* Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
9. *Смирнов И. Е., Золотарев А. Н.* Валютный курс как важнейшее понятие системы «Валютный рынок». СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2007.
10. *Теплякова Н. А.* Финансы и финансовый рынок. Минск: ТетраСистемс, 2010.
11. Финансовые рынки и экономическая политика России. М.: Научный Эксперт, 2007.

Глава 2
ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

2.1. Понятие валютного рынка и его структура

Валютный рынок является важным элементом экономики и частью финансового рынка. Существует несколько определений понятия валютного рынка.

С *институциональных позиций* валютный рынок представляет собой совокупность различных экономических субъектов, которые осуществляют валютные операции. Иначе говоря, это совокупность банков, компаний и других организаций, которые проводят валютные операции.

С *функциональной точки зрения* валютный рынок — это экономические отношения, которые складываются между различными участниками (субъектами) при осуществлении операций покупки-продажи иностранной валюты, международных расчетов, кредитно-депозитных операций и других финансовых операций, номинированных в иностранных валютах.

Валютный рынок можно рассматривать в рамках мирового хозяйства и мирового финансового рынка (и тогда используется термин *«мировой валютный рынок»*), а также в рамках национальной экономики (в этом случае используется термин *«внутренний валютный рынок»* или *«национальный валютный рынок»*). Сравнение национального и мирового валютного рынка представлено в табл. 2.1. Часто используют и такой термин, как «международный валютный рынок». В данном случае речь идет о рынке, отличном от национального, т. е. имеется в виду валютный рынок другой страны относительно рассматриваемого национального рынка.

Мировой валютный рынок представляет собой всю совокупность национальных и региональных валютных рынков. Однако это не простое сложение рынков, а совокупность взаимозависимых национальных валютных рынков, которая представляет собой сложную систему отношений, участниками которых выступают как различные экономи-

ческие субъекты (правительства, центральные и коммерческие банки, финансовые организации, промышленные и другие предприятия, частные лица), так и международные организации и объединения (Международный валютный фонд, Всемирный банк).

Основным назначением мирового валютного рынка является обеспечение движения денежных потоков, выраженных в разных валютах, которые возникают в процессе международной экономической деятельности. Заметим, что международная экономическая деятельность включает как проведение торговых внешнеэкономических контрактов или контрактов на оказание различных работ или услуг, так и международную финансовую деятельность, связанную с движением капиталов. Операции на валютных рынках различных стран проводятся оперативно благодаря современным телекоммуникационным системам. В силу технологических возможностей происходит выравнивание курсов валют на валютных рынках.

Валютный рынок также является механизмом, который обеспечивает формирование валютных курсов под воздействием спроса и предложения, что, с одной стороны, является проявлением рыночной экономики и дает возможность получения прибыли участникам рынка в виде курсовых разниц, а с другой — позволяет государству использовать его как инструмент при проведении денежно-кредитной политики.

Следует отметить, что национальные валютные рынки могут отличаться между собой различной степенью ограничений и разными способами регулирования. В зависимости от наличия или отсутствия валютных ограничений различают *свободный (открытый)* и *несвободный (закрытый)* валютные рынки.

Под валютными ограничениями обычно понимают различные административные, законодательные, экономические и организационные меры, направленные на установление определенного порядка проведения валютных операций. В качестве примеров валютных ограничений можно рассматривать меры по целевому регулированию платежей и переводов в иностранной и национальной валютах за границу, полное или частичное запрещение операций по покупке-продаже иностранной валюты, введение требования получения экспортером или импортером разрешения государственного уполномоченного органа на тот или иной тип операций.

Другим отличительным моментом для различных национальных рынков является способ формирования обменного курса национальной валюты по отношению к другим валютам. Выделяют два принципиально различающихся режима валютного курса: фиксированный и плава-

ющий. Но на практике существует большое количество вариаций этих режимов. Поэтому Международный валютный фонд предложил следующую расширенную классификацию режимов валютного курса.

- Система валютообменных операций без независимого законного средства платежа.
- Система валютного совета (валютного правления).
- Система обычной фиксации курса.
- Система обычной привязки к корзине.
- Фиксированный обменный курс в пределах горизонтального коридора.
- Ползучая привязка.
- Ползучий коридор.
- Управляемый плавающий обменный курс без заданного коридора обменного курса.
- Независимый плавающий курс.

Следует отметить, что особую роль валютный рынок выполняет в развивающихся странах. В силу недостаточной развитости рынка ценных бумаг, других сегментов финансового рынка, неустойчивости национальной валюты иностранная валюта является одним из популярных финансовых активов, которые отличаются наибольшей ликвидностью и способностью снизить инфляционные потери.

Таблица 2.1

Основные отличия национального валютного рынка от мирового валютного рынка

Критерии	Национальный валютный рынок	Мировой валютный рынок
Валюта обращения	Национальная валюта	В общем виде все обращающиеся валюты. Кроме этого, отдельно выделяются из общего перечня валют резервные валюты, а также международные счетные валютные единицы
Порядок конвертации валют	Национальные условия конвертируемости национальной валюты	Условия взаимной конвертируемости валют
Порядок формирования курса	Режим курса национальной валюты	Регламентация режимов валютных курсов

Критерии	Национальный валютный рынок	Мировой валютный рынок
Формирование паритета валюты	Паритет национальной валюты	Унифицированный режим валютных паритетов
Регулирующие органы	Национальные уполномоченные органы, осуществляющие регулирование валютных отношений в стране	Международные организации, осуществляющие межгосударственное валютное регулирование
Уровень включенности в валютную систему	Включенность в национальную валютную систему	Включенность в мировую валютную систему
Формы регулирования и контроля	Наличие или отсутствие валютных ограничений, валютный контроль	Межгосударственное регулирование валютных ограничений
Регулирование валютной ликвидности	Национальное регулирование валютной ликвидности страны	Возможное межгосударственное регулирование международной валютной ликвидности
Порядок использования международных кредитных средств обращения	Государственная регламентация использования международных кредитных средств обращения	Унификация правил использования международных кредитных средств обращения
Основы осуществления международных расчетов	Национальные особенности осуществления международных расчетов страны	Унификация основных форм международных расчетов

По географическому признаку в составе мирового валютного рынка выделяют *региональные валютные рынки. К* наиболее значимым из них относят такие рынки, как европейский (с финансовыми центрами в Лондоне, Париже, Франкфурте-на-Майне, Цюрихе), американский (основные центры — Нью-Йорк, Чикаго, Лос-Анджелес, Монреаль) и азиатский (основные центры — Токио, Гонконг, Сингапур, Бахрейн). При этом годовой объем сделок на данных рынках составляет свыше $250 трлн. На данных рынках котируются ведущие мировые валюты. В силу того что региональные валютные рынки находятся в различ-

ных часовых поясах, мировой валютный рынок работает круглосуточно. Если говорить о мировых финансовых центрах, то лидерами являются Нью-Йорк и Лондон. Важную роль в последние десятилетия стали играть финансовые центры в странах с офшорным режимом (Бахрейн, Панама, Багамские и Каймановы острова) в силу различных льготных возможностей.

Мировой валютный рынок как особый экономический феномен сформировался существенно позже, чем появились национальные валютные рынки. Во многом полноценному развитию мирового валютного рынка способствовали процессы финансовой глобализации и интеграции, сближение национальных экономик. Компании, которые хотели выйти на международный рынок и распространить свое влияние не только на национальных рынках, но и за их пределами, подстегнули развитие международного банковского дела. Особую роль для полноценного функционирования мирового валютного рынка сыграла финансовая либерализация в начале 1980-х гг., которая стимулировала бурный рост разнообразных операций с финансовыми инструментами, выраженными в различных иностранных валютах.

На основании всего сказанного можно выделить *основные функции, которые выполняют валютные рынки*:

- формирование валютных курсов и их регулирование на основе рыночного соотношения между спросом и предложением;
- обслуживание внешнеэкономической деятельности;
- диверсификация валютных активов;
- страхование (хеджирование) валютных рисков;
- получение прибыли операторами в виде курсовых разниц при совершении конверсионных операций.

Первая функция осуществляется благодаря рыночному механизму спроса и предложения, именно под воздействием соотношения спроса и предложения определяются курсы обмена одной валюты на другую. Кроме этого, национальный регулятор с помощью валютных интервенций может оказывать воздействие на курс национальной валюты, проводя валютные интервенции, и таким образом, увеличивая предложение иностранной валюты на рынке, происходит укрепление курса национальной валюты.

Функция обслуживания внешнеэкономической деятельности проявляется в том, что экономическим агентам для осуществления расчетов по внешнеэкономическим контрактам необходимо покупать различную иностранную валюту, которая и является активом валютного рынка.

Функция диверсификации валютных активов заключается в том, что валютный рынок предоставляет своим операторам возможность формировать портфели активов, выраженных в разных валютах, и таким образом снижать валютный риск.

Функция страхования (хеджирования) валютных рисков обеспечивается наличием спотового и срочного сегментов валютного рынка; с помощью открытия разнонаправленных позиций на спотовом и срочном сегментах валютного рынка снижается валютный риск.

Последняя функция проявляется в возможности операторов получать прибыль в виде положительных курсовых разниц в результате осуществления операций покупки-продажи различных иностранных валют.

Валютные рынки можно сегментировать по разным признакам. По способу проведения операций можно выделить организованный (или биржевой) сегмент и неорганизованный (небиржевой) сегмент. В зависимости от срочности валютных сделок можно выделить кассовый (наличный) или срочный сегменты. Кроме этого, можно говорить о сегментах различных валют, обращающихся на валютном рынке: например, долларовый сегмент, сегмент евро и т. д.

В России формирование валютного рынка имеет свои особенности. Отметим, что в Советском Союзе до 1986 г. валютного рынка не было в связи с существованием валютной монополии государства, которая выражалась в наличии централизованной системы управления валютными средствами. Проведение операций с иностранной валютой внутри страны и за рубежом закреплялось государством за определенными уполномоченными органами. При этом количество участников внешнеэкономической деятельности было минимальным, а непосредственное проведение международных расчетов и иных валютных операций было возложено на Внешторгбанк СССР. Расходование валютных средств, источники и объемы поступающей валюты, золотовалютный запас страны централизованно планировались и утверждались Верховным Советом СССР, после чего реализовывались Госпланом СССР, Госбанком СССР и Минфином СССР с учетом потребностей народного хозяйства в разрезе регионов и отраслей. Следует также обратить внимание, что государственные органы осуществляли перераспределение валютной выручки, полученной предприятиями одних отраслей в пользу других отраслей, исходя из установленных общих государственных планов. На международные валютные рынки могли выходить только Госбанк СССР и Внешторгбанк СССР.

В период с 1986 по 1991 г. были предприняты определенные шаги по формированию валютного рынка в нашей стране. Валютная моно-

полия государства была разрушена благодаря появлению в 1986 г. Закона СССР «О государственном предприятии», в соответствии с которым независимые хозяйствующие субъекты получили право свободного выхода на внешние рынки и работы на них, а также право распоряжения доходами в иностранных валютах. Однако многие вопросы еще не были решены.

Начиная с 1986 г. появилась возможность формировать валютные фонды предприятий в процентном отношении от полученной ими экспортной выручки за товары или услуги. В данные фонды отчислялось от 2 до 100% валютной выручки, размер отчислений зависел от отрасли. В 1989 г. созданный в ходе банковской реформы Внешэкономбанк СССР начал проводить валютные аукционы. Эти аукционы были важны для создания организационных предпосылок формирования валютного рынка, так как именно в процессе аукционных торгов впервые стал определяться обменный курс рубля по отношении к доллару США. Однако по сути роль данных аукционов сводилась к перераспределению иностранной валюты предприятиями, которые имели валютные счета во Внешэкономбанке СССР.

В рассматриваемый период валютные отношения развивались стихийным образом. Важно обратить внимание на то, что законодательное регулирование валютных операций в стране отсутствовало, не было и уполномоченного органа валютного регулирования. В марте 1991 г. появился первый закон, охватывающий наиболее существенные аспекты функционирования национального валютного рынка, осуществления валютных операций и валютного регулирования, а именно Закон СССР «О валютном регулировании и валютном контроле». В соответствии с данным законом основным органом валютного регулирования стал Госбанк СССР.

В связи с распадом Советского Союза возникла необходимость приведения законодательства в соответствие с реалиями политической ситуации, и в том числе в сфере функционирования валютного рынка. В ноябре 1992 г. был принят Закон РФ «О валютном регулировании и валютном контроле», в соответствии с которым ЦБ РФ стал правопреемником Госбанка СССР как основного органа валютного регулирования. В апреле 1992 г. Россия вступила в Международный валютный фонд (МВФ) и таким образом стала полноценным участником мирового валютного рынка.

В настоящее время Банк России придерживается режима управляемого плавающего валютного курса. Он присутствует на валютном рынке, осуществляя операции по купле-продаже иностранной валюты

с целью сглаживания существенных колебаний курса рубля к корзине основных мировых валют.

Объемы операций на межбанковском внутреннем валютном рынке устойчиво возрастают, что отражает увеличение внешнеторговых операций и интенсивные трансграничные потоки капитала. В структуре оборота межбанковского кассового (наличного) валютного рынка наибольший удельный вес составляют сделки «рубль — доллар США» (более 60%), далее следуют сделки «доллар США — евро» (более 25%). Операции «рубль—евро» занимают третью позицию, но их доля[1] в структуре межбанковского кассового (наличного) оборота остается невысокой (около 5%). Объемы биржевых операций с прочими валютными парами («рубль — китайский юань») минимальны.

2.2. Основные участники валютного рынка и их операции

Основными участниками валютного рынка выступают:

- коммерческие банки, имеющие лицензии на право осуществления банковских операций со средствами в иностранных валютах;
- финансовые институты, обладающие статусом кредитных организаций по национальному законодательству и в соответствии с этим имеющие право проводить отдельные банковские операции со средствами в иностранных валютах;
- центральные банки, которые не только проводят непосредственно валютные операции, но и, будучи надзорными органами, устанавливают правила проведения валютных операций на внутренних валютных рынках;
- промышленные, торговые, финансовые компании, частные лица и иные хозяйствующие субъекты;
- различные международные и государственные организации (органы власти).

Последние две категории участников осуществляют валютные операции на валютном рынке через банки и иные финансовые институты, имеющие право на проведение указанных операций.

Следует отдельно сказать о валютных биржах, которые также можно рассматривать как участников валютного рынка. *Валютные биржи* — это юридические лица, созданные в соответствии с законодательством

[1] Доля операций рассчитана с исключением двойного счета, т. е. сумма долей операций по всем валютным парам составляет 100%.

Российской Федерации, одним из видов деятельности которых является организация биржевых торгов иностранной валютой в порядке и на условиях, установленных в настоящее время Центральным банком Российской Федерации.

Коммерческие банки играют особую роль на валютном рынке. Банки, с одной стороны, выступают посредниками других экономических агентов на валютном рынке (проводниками их потребностей в реализации валютных операций), а с другой стороны, обладая значительными финансовыми возможностями, являются серьезными операторами (игроками) на данном рынке.

Все участники внутреннего валютного рынка делятся на резидентов и нерезидентов.

К *резидентам РФ* относятся:

- физические лица, являющиеся гражданами Российской Федерации, за исключением граждан Российской Федерации, которые признаются постоянно проживающими в иностранном государстве в соответствии с законодательством этого государства. Отметим, что гражданин РФ может считаться резидентом до тех пор, пока не доказано обратное;
- иностранные граждане и лица без гражданства, постоянно проживающие в Российской Федерации на основании вида на жительство, который предусмотрен законодательством Российской Федерации;
- юридические лица, созданные в соответствии с законодательством Российской Федерации;
- представительства и иные подразделения резидентов, филиалы резидентов, находящиеся за пределами территории Российской Федерации;
- дипломатические представительства, консульские учреждения Российской Федерации и иные официальные и постоянные представительства Российской Федерации, находящиеся за пределами территории Российской Федерации;
- Российская Федерация, субъекты Российской Федерации, муниципальные образования, которые выступают в отношениях, регулируемых рассматриваемым законом и связанными с ними другими законодательными и нормативными актами.

К *нерезидентам РФ* относятся:

- физические лица, которые не являются резидентами РФ;
- юридические лица и организации, не являющиеся юридическими лицами, созданные в соответствии с законодательством иностран-

ных государств и имеющие местонахождение за пределами Российской Федерации;

- дипломатические представительства, консульские учреждения иностранных государств и постоянные представительства данных государств при межгосударственных или межправительственных организациях, аккредитованные в Российской Федерации;
- межгосударственные и межправительственные организации, их филиалы и постоянные представительства в Российской Федерации;
- филиалы, постоянные представительства и другие, обособленные или самостоятельные, структурные подразделения нерезидентов, находящиеся на территории Российской Федерации.

2.3. Валютные операции на национальном валютном рынке

Объектами операций на национальном валютном рынке являются национальная валюта, иностранная валюта, валютные ценности.

Валютой Российской Федерации согласно содержанию Закона РФ «О валютном регулировании и валютном контроле» считаются:

- денежные знаки в виде банкнот и монеты Банка России, находящиеся в обращении в качестве законного средства наличного платежа на территории Российской Федерации, а также изымаемые либо изъятые из обращения, но подлежащие обмену указанные денежные знаки;
- средства на банковских счетах и в банковских вкладах.

К *иностранной валюте* относятся:

- денежные знаки в виде банкнот, казначейских билетов, монеты, находящиеся в обращении и являющиеся законным средством наличного платежа на территории соответствующего иностранного государства (группы иностранных государств), а также изымаемые либо изъятые из обращения, но подлежащие обмену указанные денежные знаки;
- средства на банковских счетах и в банковских вкладах в денежных единицах иностранных государств и международных денежных или расчетных единицах.

Законодательно также выделяют понятие «валютные ценности», которое является более широким, чем понятие иностранной валюты, включая в себя иностранную валюту и внешние ценные бумаги. Под *внешними*

ценными бумагами имеются в виду ценные бумаги, в том числе в бездокументарной форме, не относящиеся в соответствии с действующим Федеральным законом к внутренним ценным бумагам. Заметим, что *внутренние ценные бумаги* — это эмиссионные ценные бумаги, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации и выпуск которых зарегистрирован в Российской Федерации, а также иные ценные бумаги, удостоверяющие право на получение валюты Российской Федерации, выпущенные на территории Российской Федерации.

В России коммерческие банки на основании лицензий ЦБ РФ на проведение банковских операций со средствами в иностранной валюте (в данном случае они называются уполномоченными банками) могут осуществлять валютные операции как на внутреннем валютном рынке, так и на мировом.

В соответствии с действующим законодательством к валютным операциям относятся[1]:

- приобретение резидентом у резидента и отчуждение резидентом в пользу резидента валютных ценностей на законных основаниях, а также использование валютных ценностей в качестве средства платежа;
- приобретение резидентом у нерезидента либо нерезидентом у резидента и отчуждение резидентом в пользу нерезидента либо нерезидентом в пользу резидента валютных ценностей, валюты Российской Федерации и внутренних ценных бумаг на законных основаниях, а также использование валютных ценностей, валюты Российской Федерации и внутренних ценных бумаг в качестве средства платежа;
- приобретение нерезидентом у нерезидента и отчуждение нерезидентом в пользу нерезидента валютных ценностей, валюты Российской Федерации и внутренних ценных бумаг на законных основаниях, а также использование валютных ценностей, валюты Российской Федерации и внутренних ценных бумаг в качестве средства платежа;
- ввоз в Российскую Федерацию и вывоз из Российской Федерации валютных ценностей, валюты Российской Федерации и внутренних ценных бумаг;
- перевод иностранной валюты, валюты Российской Федерации, внутренних и внешних ценных бумаг со счета, открытого за пределами территории Российской Федерации, на счет того же лица, открытый

[1] Федеральный закон РФ «О валютном регулировании и валютном контроле» № 173-ФЗ (п. 9. ч. 1 ст. 1).

на территории Российской Федерации, и со счета, открытого на территории Российской Федерации, на счет того же лица, открытый за пределами территории Российской Федерации;

- перевод нерезидентом валюты Российской Федерации, внутренних и внешних ценных бумаг со счета (с раздела счета), открытого на территории Российской Федерации, на счет (раздел счета) того же лица, открытый на территории Российской Федерации.

Обратим внимание, что валютные операции между резидентами и нерезидентами, между нерезидентами осуществляются без ограничений. Однако валютные операции между резидентами запрещены за исключением отдельных в достаточной степени обоснованных случаев (например, операции, связанные с расчетами в магазинах беспошлинной торговли, операции по договорам транспортной экспедиции, перевозки и фрахтования при участии посредника-резидента).

Все валютные операции, осуществляемые уполномоченными банками, можно подразделить на два основных типа:

- операции, проводимые за счет и по поручению клиентов;
- операции, проводимые в собственных интересах банков (за счет открытой валютной позиции).

К первому типу операций относится: покупка-продажа иностранной валюты по поручению клиентов для обслуживания их внешнеэкономических контрактов; осуществление международных расчетов, предоставление кредитов в иностранной валюте клиентам-резидентам, в рублях — клиентам-нерезидентам, предоставление гарантий. В качестве основных форм международных расчетов выступают банковский перевод, аккредитив, инкассо.

Ко второму типу операций можно отнести покупку-продажу иностранной валюты в собственных интересах как с целью хеджирования (страхования) валютных рисков, так и в арбитражных или спекулятивных целях, кредитно-депозитные операции, номинированные в иностранной валюте на межбанковском рынке.

Операции по покупке-продаже иностранной валюты могут совершаться на бирже, и тогда говорят о биржевом (или организованном) валютном рынке, и вне биржи (на неорганизованном). Поскольку по российскому законодательству покупка-продажа иностранной валюты совершается исключительно через уполномоченные банки, то всегда одной из сторон сделки будет выступать *уполномоченный банк*. Так, банки могут осуществлять операции по покупке-продаже иностранной валюты со своими клиентами — юридическими и физическими лица-

ми, с другими банками и на бирже. Таким образом, в первых двух случаях речь идет о неорганизованном валютном рынке, а в последнем — об организованном валютном рынке.

Без ограничений осуществляются валютные операции между резидентами и уполномоченными банками, связанные:

- с получением и возвратом кредитов и займов, уплатой сумм процентов и штрафных санкций по соответствующим договорам;
- с внесением денежных средств резидентов на банковские счета (в банковские вклады) (до востребования и на определенный срок) и получением денежных средств резидентов с банковских счетов (банковских вкладов) (до востребования и на определенный срок);
- с банковскими гарантиями, а также с исполнением резидентами обязательств по договорам поручительства и залога;
- с приобретением резидентами у уполномоченных банков векселей, выписанных этими или другими уполномоченными банками, предъявлением их к платежу, получением по ним платежа, в том числе в порядке регресса, взысканием по ним штрафных санкций, а также с отчуждением резидентами указанных векселей уполномоченным банкам;
- с куплей-продажей физическими лицами наличной и безналичной иностранной валюты и чеков (в том числе дорожных чеков), номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, за валюту Российской Федерации и иностранную валюту, а также с обменом, заменой денежных знаков иностранного государства (группы иностранных государств), приемом для направления на инкассо в банки за пределами территории Российской Федерации наличной иностранной валюты и чеков (в том числе дорожных чеков), номинальная стоимость которых указана в иностранной валюте, не для целей осуществления физическими лицами предпринимательской деятельности;
- с уплатой уполномоченным банкам комиссионного вознаграждения;
- с иными валютными операциями, отнесенными к банковским операциям в соответствии с законодательством Российской Федерации.

Таким образом, все операции, связанные с покупкой-продажей иностранной валюты на территории России, могут осуществляться только с участием уполномоченных банков, а возможные разрешенные российским законодательством валютные операции, участниками которых

являются не банки, в любом случае будут проводиться через уполномоченные банки.

Поскольку банки являются основными операторами на внутреннем валютном рынке, проводниками интересов своих клиентов по валютным операциям, а также осуществляют банковские операции в иностранной валюте, об объемах валютных средств на внутреннем валютном рынке в настоящее время можно судить по размерам совокупных валютных активов и пассивов банковского сектора экономики (табл. 2.2).

Таблица 2.2

Валютные активы и пассивы в совокупных активах и пассивах банковского сектора Российской Федерации

	1.01.10	1.01.11	1.04.11	1.06.11	1.07.11
Удельный вес валютных активов в совокупных активах, %	27,6	24,1	23,3	23,6	23,1
В том числе:					
• по 20 крупнейшим по величине активов кредитным организациям	28,7	25,6	24,9	25,3	24,8
Удельный вес валютных пассивов в совокупных пассивах, %	25,3	22,7	22,4	22,0	21,4
В том числе:					
• по 20 крупнейшим по величине активов кредитным организациям	26,0	24,1	23,7	23,5	22,7
Разница в соотношении валютной составляющей активов и пассивов, процентных пунктов	2,4	1,3	0,9	1,6	1,8
В том числе:					
• по 20 крупнейшим по величине активов кредитным организациям	2,7	1,6	1,2	1,9	2,0

Из табл. 2.2 видно, что в целом валютные активы и пассивы составляют чуть больше одной пятой части совокупных активов и пассивов соответственно. При этом все показатели по 20 крупнейшим банкам немного выше, чем по банковской системе в целом. Хотя достаточно большая часть активов и пассивов банковской системы России выражена в иностранных валютах, но они не являются доминирующими в банковских портфелях.

2.4. Основные финансовые инструменты валютного рынка и стратегии участников рынка

В международной и отечественной банковской практике различают два основных вида сделок покупки-продажи иностранной валюты: наличные (кассовые) сделки и срочные сделки.

Наличная сделка — это конверсионная сделка, расчеты по которой должны быть осуществлены сторонами не позднее двух рабочих дней после ее заключения. Дата расчетов по сделке называется датой валютирования. Различают три типа наличных сделок: *today* (расчеты «сегодня», или дата валютирования совпадает с датой заключения сделки), *tomorrow* (расчеты «завтра»), *spot* (расчеты «послезавтра»).

Срочная сделка — это сделка, расчеты по которой превышают два рабочих дня после ее заключения. В настоящее время для мирового валютного рынка характерно большое разнообразие срочных инструментов, на отечественном внутреннем валютном рынке используются более простые варианты срочных инструментов. Однако можно выделить основные наиболее известные срочные инструменты: валютные форварды, фьючерсы, опционы, свопы.

Форвардный контракт (*forward*) — соглашение (срочный контракт) между двумя сторонами о будущей поставке валютных средств (в данном случае базисного актива) на определенных условиях, который заключается вне биржи. По своим характеристикам форвард — контракт индивидуальный. В целом можно сказать, что вторичный рынок форвардов в России не развит или слабо развит.

Фьючерсный контракт (*futures*) — соглашение (срочный контракт) между двумя сторонами о будущей поставке валютных средств, которое заключается на бирже. Биржа сама разрабатывает его условия, и они являются стандартными для каждого базисного актива. Исполнение фьючерсов гарантируется биржей. После того как контракт заключен, он регистрируется в расчетной палате биржи. С этого момента стороной сделки становится биржа (расчетная палата). Поскольку фьючерсные контракты стандартны, они высоколиквидны. Это означает, что участник легко может закрыть открытую позицию с помощью оффсетной (встречной) сделки. Если участник контракта желает осуществить поставку, он не ликвидирует свою позицию до дня поставки. Заметим, что в мировой практике незначительное количество заключенных сделок заканчиваются реальной поставкой базисного актива.

Если инвестор уверен в своих прогнозах, то он заключает форвардный или фьючерсный контракт. В противном случае предпочтительнее

заключить опцион, так как он позволяет ограничить риск только определенной суммой (суммой премии).

Опцион (*option*) предоставляет одной из сторон сделки (покупателю опциона) право выбора исполнить контракт или отказаться от его исполнения. Иными словами, опцион является срочным инструментом, который заключается между двумя сторонами о будущей поставке базисного актива (в нашем случае валютных средств) на определенных условиях, но при этом одной из сторон предоставляется право исполнить контракт или отказаться от него. За это право покупатель платит продавцу опциона премию.

Своп (*swap*) — соглашение между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами в соответствии с определенными в контракте условиями. При этом валютный своп — обмен номинала и фиксированных процентов в одной валюте на номинал и фиксированные проценты в другой валюте.

В банковской практике выделяют еще один вид сделок — сделки с разрывами в датах валютирования. Это связано с тем, что для определения их типа (*отнесения к наличному или срочному типу*) предусмотрен отдельный порядок. Согласно этому порядку при заключении сделки с разрывами в датах валютирования, т. е. по которой даты исполнения сторонами своих обязательств не совпадают, датой исполнения сделки считается дата исполнений всех обязательств по сделке (т. е. дата, на которую обязательства каждой из сторон по условиям сделки считаются исполненными). Иными словами, тип сделки в данном случае следует определять по последней дате исполнения[1]. Классификация сделок покупки-продажи иностранной валюты представлена на рис. 2.1.

В зависимости от целей, которые преследуют участники валютного рынка, выделяют четыре стратегии поведения на рынке: инвестирование, арбитраж, спекуляции, хеджирование.

Стратегия инвестирования предполагает размещение средств в различных иностранных валютах на длительные сроки. В своей деятельности инвесторы используют фундаментальные прогнозы ситуации на мировом валютно-финансовом рынке. Критерием выбора активов для них является достижение приемлемого, по их мнению, дохода при заданном уровне риска. Международные инвесторы используют преимущества диверсификации активов не только по видам инструментов и по различным валютам, но и по страновой принадлежности эмитентов и заемщиков.

[1] Банковское дело: Учебное пособие / Под ред. Г. Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой. СПб.: Питер, 2002. С. 323.



Рис. 2.1. Классификация сделок покупки-продажи иностранной валюты

Арбитраж означает широкий круг операций с финансовыми активами, в том числе с иностранной валютой, состоящих в одновременном открытии противоположных (или различных по срокам) позиций на одном или нескольких взаимосвязанных сегментах финансовых рынков с целью получения гарантированной прибыли из различий в котировках (курсах). Арбитражные прибыли в процентном выражении очень малы, поэтому предпочтительны лишь крупные операции. В результате ими успешно занимаются главным образом финансовые институты. Для арбитражеров привлекательны те финансовые инструменты, у которых выше ликвидность рынка, что позволяет покупать и продавать значительное количество контрактов в любой момент и в течение короткого промежутка времени. Необходимым условием арбитражных операций является свободный перелив капитала между различными сегментами рынка (свободная конвертируемость валют, отсутствие валютных ограничений).

Если рыночный оператор рассчитывает получить прибыль за счет разницы в курсах одного и того же актива на географически различных рынках, то речь идет о пространственном арбитраже, если же за счет курсовых колебаний в течение определенного периода времени, то это — временной арбитраж. В последние десятилетия развитие вычис-

лительной техники и современных средств связи, увеличение объема операций привели к тому, что различия в курсах на разных географических рынках стали возникать все реже, т. е. пространственный арбитраж уступил ведущую роль временному.

Основной целью *спекулятивных операций* является получение прибыли за счет разницы в курсах финансовых инструментов во времени. Деятельность спекулянтов предполагает сознательное принятие риска за счет длительного поддержания открытых позиций. Спекулянт продает (покупает) актив (иностранную валюту) в надежде на то, что в будущем удастся закрыть позицию при помощи контрсделки, осуществленной по более благоприятному курсу. Подобными операциями активно занимаются крупные финансовые институты, что приносит им немалые доходы. Спекулятивные сделки с биржевыми контрактами могут реализовывать также и небольшие предприятия, частные лица. Речь идет о том, чтобы покупать, когда предполагается повышение курсов, и продавать, когда ожидается их падение.

Данный вид деятельности потенциально может принести и огромные убытки. Поэтому при осуществлении спекуляции точность прогнозов курсов имеет особое значение, ибо при некоторых условиях спекуляции на биржевых валютных контрактах могут привести к потере больших сумм, чем было первоначально вложено. Вместе с тем, если прогнозы окажутся верны, доходность спекуляции превысит доходность всех остальных видов деятельности на валютном рынке.

Известны случаи крупномасштабных спекуляций на валютном рынке, которым не в состоянии были противостоять даже валютные интервенции центральных банков, распоряжающихся резервами в миллиарды долларов в день. Примером может служить нашумевшая операция управляемого Дж. Соросом фонда «Квантум» (*Quantum*) в сентябре 1992 г., в результате которой фонд записал на свой счет около $2 млрд прибыли.

Спекулятивные сделки можно классифицировать в зависимости от временно́го горизонта и способов осуществления. Первую группу составляют *сделки позиционных спекулянтов*, которые поддерживают открытые валютные позиции в течение длительного периода времени — нескольких дней или недель, иногда месяцев. Они делают ставку на долгосрочные прогнозы, опирающиеся на анализ фундаментальных экономических показателей. Игроки данного типа должны быть способны вывести из оборота крупные денежные суммы на продолжительное время. Они принимают на себя, таким образом, огромные риски — но и выигрыш, который ими может быть получен, превосходит доходность других операций. Ко второму типу относятся *сделки спе-*

кулянтов, наблюдающих за тенденциями одного дня. К ним относятся *скальперы* — операторы, играющие на изменениях курсов в течение одной торговой сессии, систематически закрывающие позиции в конце каждого рабочего дня. С помощью небольших по объему капиталов они заключают большое количество прямых и обратных сделок за короткий промежуток времени.

В повседневной деятельности спекуляция трудноотличима от других типов операций. К активной или пассивной спекуляции периодически прибегают все участники рынка. Операторы, которые не покрывают свои будущие финансовые потоки, занимаются *пассивной спекуляцией.* Те же, кто сознательно фиксирует валютную позицию исходя из прогнозов, занимаются *активной спекуляцией.*

Следующей базовой стратегией операций на финансовом (в том числе и на валютном) рынке является *хеджирование*, т. е. защита (применительно к операциям на валютном рынке) от валютных рисков. Хеджирование предполагает перенос на контрагента рисков, которые данный оператор не желает брать на себя. Второй стороной по сделке покрытия могут выступать как хеджеры, страхующие свои позиции в обратном направлении, так и спекулянты или арбитражеры.

По отношению к валютному риску операторы могут выбрать одну из трех возможных линий поведения:

- *выжидательная позиция* состоит в том, что сознательно не предпринимается никаких мер по устранению риска, что на практике означает пассивную спекуляцию. Принимая во внимание амплитуду колебаний валютных курсов, решение об отсутствии всякого страхования представляется не всегда разумным;
- *стопроцентное покрытие* всех открытых валютных позиций, т. е. полное устранение валютного риска без каких-либо попыток спекулировать. Последующая эволюция курсов не сможет ухудшить финансовые результаты, но и прибыль от благоприятного их изменения также будет упущена. При этом на практике привести в полное соответствие инструменты покрытия рисков и страхуемые элементы позиции достаточно сложно. Кроме того, затраты на чрезмерное покрытие могут свести на нет ожидаемую прибыль от операции;
- *выборочное покрытие* валютных рисков на основе анализа рисков и убытков, а также сопоставления этих потерь с затратами на хеджирование. Представляется, что это наиболее эффективное и экономичное поведение.

Поскольку валютный риск всегда присущ открытой позиции, для защиты от него надо устранить саму открытую позицию. Так, для по-

крытия спотовой позиции на срочном рынке занимают противоположную по направлению позицию. Тогда любое отрицательное колебание по первой позиции компенсируется выигрышем по покрытию. Оператор, имеющий длинную позицию (кредитора), должен покрываться за счет противоположной эквивалентной позиции, т. е. за счет короткой позиции (заемщика). Последняя, наоборот, должна покрываться за счет противоположной эквивалентной длинной позиции.

Для того чтобы покрытие было эффективным, важно достичь эквивалентности количественных и качественных характеристик инструментов хеджирования и характеристик страхуемой позиции. Например, для спотовой короткой позиции в долларах США с целью хеджирования необходимо открыть длинную позицию по срочному инструменту в долларах США.

При хеджировании своих операций на валютном рынке участники могут:

- либо использовать технику *микропокрытия*, которая состоит в хеджировании каждой операции независимо от других. Его преимущества заключаются в легкости определения позиции на уровне одного актива и возможности найти более адекватное соотношение между инструментами хеджирования и страхуемой позицией. В то же время микропокрытие затрудняет расчет глобальной рисковой позиции, может привести к тому, что отдельно покрываются ресурсы и их использование, тогда как они сами компенсируют риски друг друга. Покрытие оказывается тогда бесполезным и дорогостоящим, а управление усложняется большим числом операций, за которыми необходим постоянный контроль;
- либо страховать только глобальную валютную позицию, т. е. осуществлять *макропокрытие*, что должно принести экономию на стоимости хеджирования. Эта техника предполагает постоянный расчет отклонений между позициями по активу и пассиву баланса и хеджирование лишь результирующей рисковой позиции. Однако сложно определить макропозицию в режиме реального времени из-за ее непостоянства.

Важным вопросом при принятии решения о хеджировании является его стоимость. Стоимость политики *систематического покрытия*, т. е. устранения всякого проявления риска, не равна нулю, но она в основном соответствует возможному риску. Кроме того, стоимость покрытия предсказуема и определенна, так как фиксируется заранее, а размер же возможных убытков плохо поддается оценке. Более гибкая политика

выборочного покрытия состоит в хеджировании в зависимости от имеющихся прогнозов. Когда ожидается благоприятное изменение рынка, позиция не страхуется и сознательно оставляется открытой, чтобы извлечь прибыль из этой эволюции. Наоборот, если предсказывается неблагоприятное изменение рынка, позиция хеджируется. Успех в данном случае полностью зависит от качества прогнозов.

Средние дневные показатели оборота российского валютного рынка в разрезе сегментов рынка и видов операций представлены в табл. 2.3.

Таблица 2.3

Средние дневные показатели оборота российского валютного рынка, млрд долл. США

	Первое полугодие 2010 г.	Второе полугодие 2010 г.	Первое полугодие 2011 г.	Прирост: первое полугодие 2011 г. к первому полугодию 2010 г., %
Биржевой рынок (РТС)*				
Рубль/доллар США	9,23	8,94	8,49	–8,0
В том числе:				
• сделки с расчетами «сегодня» и «завтра»	4,55	4,62	4,76	4,6
• сделки «своп»	4,84	4,53	3,86	–20,3
Рубль/евро**	0,98	1,03	1,10	12,2
• сделки с расчетами «сегодня» и «завтра»	0,25	0,30	0,35	42,0
• сделки «своп»	0,75	0,74	0,76	2,0
Межбанковский кассовый рынок* **				
Все валютные пары	39,85	45,13	50,78	27,4
В том числе:				
• рубль/доллар США	25,33	29,57	31,74	25,3
• рубль/евро	2,12	2,52	2,86	34,9
• доллар США/евро	10,78	11,01	13,01	20,6
Межбанковский срочный рынок* **				
Все валютные пары	1,40	1,66	1,95	39,5
В том числе:				
• рубль/доллар США	0,60	0,68	1,02	68,2
• рубль/евро	0,03	0,04	0,05	77,4
• доллар США/евро	0,68	0,76	0,60	–11,7

	Первое полугодие 2010 г.	Второе полугодие 2010 г.	Первое полугодие 2011 г.	Прирост: первое полугодие 2011 г. к первому полугодию 2010 г., %
Справочно: средние показатели, руб.				
Биналютная корзина	34,45	35,12	33,77	–2,0
Курс доллара США к рублю с расчетами «завтра»	30,07	30,67	28,53	- 5,1
Курс евро к рублю с расчетами «завтра»	39,78	40,60	40,15	0,9

* Рассчитано по данным ММВБ исходя из фактического количества рабочих дней, когда проводились соответствующие операции.

** В млрд евро.

*** Рассчитано по данным формы 0409701 «Отчет об операциях на валютных и денежных рынках».

Несмотря на то что активность участников срочного сегмента валютного рынка постоянно возрастает (см. табл. 2.3), до сих пор доля срочного сегмента в совокупных оборотах внутреннего валютного рынка остается низкой (около 4%). Большинство сделок (более 80%) на срочном сегменте межбанковского валютного рынка, как и на кассовом сегменте, совершалось с парами «рубль — доллар США» и «доллар США — евро».

2.5. Регулирование открытых валютных позиций банков Банком России

Валютный риск, с которым сталкиваются банки в процессе осуществления операций с иностранными валютами или выраженных в иностранной валюте, является не только объектом управления самими банками, но и объектом регулирования надзорных органов. В России ЦБ РФ с целью ограничения принимаемых на себя банками валютных рисков устанавливает *лимиты открытых валютных позиций*. Именно открытые валютные позиции (разницы между активами и пассивами в иностранной валюте) и являются проявлением валютного риска. Как было сказано выше при рассмотрении хеджирования валютного риска, открытая позиция несет в себе валютный риск, поэтому с целью ухода от риска при хеджировании ее закрывают с помощью производного инструмента. В случае регулирования валютного риска со

стороны Банка России речь идет не о закрытии валютной позиции, что было бы крайне неправильно, так как это является вмешательством в оперативную деятельность банка, а об установлении предельных значений открытых валютных позиций в привязке к собственному капиталу банка. В данном случае речь идет о том, что банк может принять на себя тем больший валютный риск, чем у него больше размер собственного капитала.

В развитых странах методологические разработки национальных надзорных органов по определению и регулированию банковских валютных позиций имеют многолетнюю историю. В России инструменты регулирования открытых валютных позиций появились в 1993 г., однако только в июле 1996 г. методологические подходы ЦБ РФ к определению, ведению и контролю за ОВП были приведены в соответствие с международной банковской практикой и рекомендациями Базельского комитета по надзору за банковской деятельностью.

В настоящее время основным документом, регламентирующим определение лимитов открытых валютных позиций банков, является Инструкция ЦБ РФ от 15 июля 2005 г. № 124-И (с изменениями и дополнениями) «Об установлении размеров (лимитов) открытых валютных позиций, методике их расчета и особенностей осуществления надзора за их соблюдением кредитными организациями».

В соответствии с данной инструкцией размеры (лимиты) открытых валютных позиций рассчитываются как соотношение открытых валютных позиций в отдельных иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах, балансирующей позиции в рублях, суммы открытых валютных позиций в отдельных иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах и собственных средств (капитала) кредитных организаций.

Обратим внимание, что в расчете открытых валютных позиций фигурируют не только позиции в иностранных валютах, но и в драгоценных металлах. Это можно объяснить тем обстоятельством, что регулятор рассматривает риск открытых позиций по драгоценным металлам аналогично валютным позициям. Кроме этого, в предыдущей редакции Закона «О валютном регулировании и валютном контроле» драгоценные металлы входили в состав валютных ценностей, что определило в дальнейшем практику расчета открытых валютных позиций.

В целях расчета открытых валютных позиций в отдельных иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах чистые позиции определяются как разность между балансовыми активами и пассивами, внебалансовыми требованиями и обязательствами по каждой иностранной

валюте и каждому драгоценному металлу (в физической форме и обезличенном виде).

В расчет чистых позиций также включаются балансовые активы и пассивы, внебалансовые требования и обязательства в рублях, величина которых зависит от изменения установленных Банком России соответствующих курсов иностранных валют по отношению к рублю и (или) цен на драгоценные металлы, в которых рассчитываются чистые позиции. При этом указанные балансовые активы и пассивы, внебалансовые требования и обязательства включаются в расчет чистых позиций в следующем порядке:

- балансовые активы и пассивы, внебалансовые требования и обязательства в рублях пересчитываются в иностранную валюту или драгоценный металл, от которых зависит их величина, по соответствующему курсу иностранных валют или по соответствующей учетной цене на драгоценные металлы на дату расчета лимитов открытых валютных позиций;
- полученная величина суммируется с балансовыми активами и пассивами, внебалансовыми требованиями и обязательствами, выраженными в той же иностранной валюте или в том же драгоценном металле, от изменения курса которой или учетной цены которого соответственно зависит величина балансовых активов и пассивов, внебалансовых требований и обязательств в рублях.

С целью расчета размеров (лимитов) открытых валютных позиций ежедневно рассчитываются отдельно следующие отчетные показатели:

- по каждой из иностранных валют и каждому из драгоценных металлов чистые позиции (балансовая; спот; срочная; опционная; по гарантиям (банковским гарантиям), поручительствам и аккредитивам);
- совокупная балансовая позиция по каждой из иностранных валют и каждому из драгоценных металлов (сумма чистой балансовой позиции и чистой спот-позиции с учетом знака позиций);
- совокупная внебалансовая позиция по каждой из иностранных валют и каждому из драгоценных металлов (сумма чистой срочной позиции, чистой опционной позиции, чистой позиции по гарантиям (банковским гарантиям), поручительствам и аккредитивам с учетом знака позиций, а также остатков в иностранных валютах и драгоценных металлах, отражаемых на внебалансовых счетах по учету неполученных процентов по межбанковским кредитам, депозитам

и иным размещенным средствам, и неполученных процентов по кредитам и прочим размещенным средствам (кроме межбанковских), предоставленным клиентам);

- открытые валютные позиции в отдельных иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах (сумма совокупной балансовой и совокупной внебалансовой позиций);
- балансирующая позиция в рублях;
- сумма открытых валютных позиций в отдельных иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах.

Обратим внимание на некоторые особенности в расчете отдельных валютных позиций.

Так, чистая балансовая позиция рассчитывается как разность между суммой балансовых активов и суммой балансовых пассивов в одной и той же иностранной валюте и одном и том же драгоценном металле с учетом резервов на возможные потери, сформированных под финансовые инструменты в той же иностранной валюте или том же драгоценном металле, в которых рассчитывается чистая балансовая позиция.

Чистая спот-позиция рассчитывается как разность между внебалансовыми требованиями и обязательствами в одной и той же иностранной валюте и одном и том же драгоценном металле исключительно по наличным сделкам (при этом речь идет о сделках *tom*, *spot*).

Чистая срочная позиция рассчитывается как разность между внебалансовыми требованиями и обязательствами в одной и той же иностранной валюте и одном и том же драгоценном металле по сделкам, определяемым в качестве срочных нормативным актом Банка России, устанавливающим единый порядок определения кассовых (наличных) и срочных сделок кредитных организаций.

В требования и (или) обязательства, участвующие в расчете чистой срочной позиции, включаются требования и (или) обязательства по срочной части расчетного форварда конверсионной операции, представляющей собой комбинацию двух сделок: валютного форвардного контракта (срочная часть расчетного форварда) и обязательства по проведению встречной сделки на дату исполнения форвардного контракта (кассовая часть расчетного форварда).

В требования и (или) обязательства, участвующие в расчете чистой срочной позиции, включаются требования и (или) обязательства по хеджирующим сделкам, совершаемым в целях компенсации возможных убытков, возникающих в результате неблагоприятного изменения

стоимости объекта хеджирования (базового инструмента). Отметим, что в расчет включаются не все хеджирующие сделки, а только те, которые соответствуют достаточно жестким нормативным требованиям (в частности, сделки, заключенные на организованных торговых площадках или с определенными юридическими лицами, соответствующими нормативным критериям).

До момента расчета цены покупки-продажи финансовых инструментов, осуществляемого в соответствии с условиями договора, в расчете чистой срочной позиции не участвуют требования и обязательства по сделкам на покупку-продажу финансовых инструментов, расчеты по которым в соответствии с договорами будут осуществляться по цене, рассчитываемой на определенную договором дату.

С момента расчета цены покупки-продажи финансовых инструментов требования и (или) обязательства по указанным сделкам участвуют в расчете чистой спот-позиции и (или) чистой срочной позиции (в зависимости от срока между датой определения цены и датой поставки финансовых инструментов).

В требования и (или) обязательства, участвующие в расчете чистой срочной позиции, не включаются требования и (или) обязательства по договорам покупки-продажи иностранной валюты и (или) иным договорам с финансовыми инструментами в иностранной валюте, с отсутствующей датой расчетов.

Отдельно остановимся на нормативах лимитов открытых валютных позиций, установленных Банком России. В соответствии с Инструкцией № 124-И любая длинная (короткая) открытая валютная позиция в отдельных иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах, а также балансирующая позиция в рублях ежедневно не должна превышать 10% от собственных средств (капитала) кредитной организации. А сумма всех длинных (коротких) открытых валютных позиций в отдельных иностранных валютах и отдельных драгоценных металлах ежедневно не должна превышать 20% от собственных средств (капитала) кредитной организации.

Посмотреть структуру требований и обязательств в иностранной валюте в разрезе балансовых и внебалансовых позиций по банковскому сектору позволяют статистические данные ЦБ РФ, представленные в табл. 2.4.

Как видно из данной таблицы, балансовые требования и обязательства в абсолютном выражении превышают внебалансовые требования и обязательства более чем в два раза. При этом внебалансовые требования и обязательства незначительно отличаются друг от друга.

Таблица 2.4

Требования и обязательства в иностранной валюте по балансовым и внебалансовым позициям по банковскому сектору

	1.01.10	1.01.11	1.04.11	1.06.11	1.07.11
Балансовые позиции					
Требования, млрд руб.	8128,8	8143,6	7917,7	8206 4	8157,0
Обязательства, млрд руб.	7436,5	7690,0	7604,6	7661,4	7523,1
Превышение требований над обязательствами, млрд руб.	692,4	453,6	313,1	545,0	633,9
Отношение превышения требований над обязательствами к совокупному капиталу, %[1]	15,0	9,6	6,8	11,4	13,3
Внебалансовые позиции[2]					
Требования, млрд руб.	3070,2	3485,7	4711,0	4532,6	4918,2
Обязательства, млрд руб.	3128,1	3396,1	4447,7	4519,0	4988,2
Превышение требований над обязательствами, млрд руб.	–57,9	89,6	263,3	13,6	–70,0
Отношение превышения требований над обязательствами к совокупному капиталу, %[3]	–1,3	1,9	5,7	0,3	–1,5

Таблица 2.5

Выполнение кредитными организациями требований по открытой валютной позиции (ОВП)

	2009 г.				2010 г.				2011 г.	
	I	II	III	IY	I	II	III	IY	I	II
Количество кредитных организаций, нарушивших лимиты ОВП, ед.	23	6	7	6	5	4	6	6	6	4
В том числе:										
• по 20 крупнейшим по величине активов кредитным организациям	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0

[1] Совокупный капитал банков, имеющих лицензию на ведение операций с иностранной валютой.

[2] По срочным операциям (Раздел «Г» плана счетов).

[3] Совокупный капитал банков, имеющих лицензию на ведение операций с иностранной валютой.

	2009 г.				2010 г.				2011 г.	
	I	II	III	IY	I	II	III	IY	I	II
Удельный вес кредитных организаций, нарушивших лимиты ОВП, в активах, %										
• кредитных организаций, имеющих валютную лицензию	1,0	1,2	0,5	0,5	2,2	0,7	0,8	0,2	0,2	0,1
• среди 20 крупнейших по величине активов кредитных организаций	0,0	1,0	0,0	0,0	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Исходя из данных табл. 2.5 мы видим, что нарушение лимитов открытых валютных позиций является редким явлением. Это свидетельствует о том, что банки серьезным образом относятся к управлению собственными валютными рисками.

Литература

1. Федеральный закон РФ «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10.12.2003 г. № 173-ФЗ.
2. *Буренин А. Н.* Хеджирование фьючерсными контрактами Фондовой биржи РТС. М.: Научно-техническое общество им. акад. С. И. Вавилова, 2009.
3. *Буренин А. Н.* Форварды, фьючерсы, экзотические и погодные производные. М.: Научно-техническое общество им. акад. С. И. Вавилова, 2005.
4. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Л. Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2007.
5. Международный финансовый рынок / Под ред. В. А. Слепова, Е. А. Звоновой. М.: Магистр, 2009.
6. *Смирнов И. Е., Золотарев А. Н.* Валютный курс как важнейшее понятие системы «валютный рынок». СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2007.

Глава 3
КРЕДИТНЫЙ РЫНОК И ЕГО СЕГМЕНТЫ

3.1. Кредит как особый финансовый инструмент

Понятие «кредит» происходит от латинского слова «creditum», что означает «ссуда, долг». Вместе с тем многие экономисты связывают его с иным, близким по значению термином «credo», т. е. «верю», и соответственно в кредите видят долговое обязательство, напрямую связанное с доверием одного субъекта, передавшего другому определенную ценность. В экономической литературе кредит, как правило, определяется как система экономических отношений, возникающих в процессе предоставления денежных или иных материальных средств кредитором во временное пользование заемщику на условиях возвратности, срочности и платности. Если предоставление средств носит безвозвратный и бессрочный характер, то оно называется финансированием.

С сущностью кредитных отношений тесно связаны формы кредита. В зависимости от ссуженной стоимости различают *товарную, денежную и смешанную (товарно-денежную) формы кредита*. Товарная форма исторически предшествовала денежной форме. В современной практике товарная форма не является основополагающей, преимущественной формой выступает денежная форма кредита. Товарная форма используется как при продаже товаров в рассрочку платежа, так и при аренде имущества (в том числе лизинге оборудования), прокате вещей.

В зависимости от того, кто является кредитором в сделке, выделяют основные формы кредита: *коммерческий (хозяйственный), банковский, потребительский, государственный и международный кредит.*

Коммерческий (хозяйственный) кредит — это кредит, предоставляемый предприятиями-поставщиками предприятиям-покупателям посредством отсрочки платежа за реализуемые ценности или покупателями продавцам в виде аванса или предоплаты за поставляемые товары. В результате хозяйствующий субъект может одновременно выступать кредитором и заемщиком.

Банковский кредит — это кредит, предоставляемый банками своим клиентам в денежной форме. В роли клиентов выступают хозяйственные и финансовые структуры (юридические лица) и граждане (физические лица).

Потребительский кредит — это кредит, предоставляемый населению в товарной и денежной формах для покупки земли, недвижимого имущества, транспортных средств, других товаров личного пользования. В роли кредитора здесь выступают как специализированные финансово-кредитные организации и банки, так и любые юридические лица, осуществляющие реализацию товаров или услуг.

Государственный кредит — это денежные средства, предоставляемые взаймы государству (в лице центральных и местных органов власти) для покрытия его расходов, или кредиты, предоставляемые самим государством как кредитором (второй вариант менее распространен). Возникновение государственных расходов связано с выполнением экономических и социальных программ развития общества и образованием дефицита бюджета. В роли кредиторов государства выступают население, хозяйственные и финансовые структуры. К государственному кредиту относится предоставление государством гарантий по заемным обязательствам юридических и физических лиц.

Международный кредит — это кредит в товарной и денежной формах, предоставляемый друг другу иностранными коммерческими партнерами и государствами. Товарные, или межфирменные, кредиты используются при строительстве крупных народнохозяйственных объектов. Денежные кредиты предоставляются банками, консорциумами банков и международными финансовыми институтами и предназначены для производственных и стабилизационных целей.

В современных условиях основной формой кредита выступает *банковский кредит*.

Роль кредита раскрывается в его *функциях*. В теории кредита нет единства взглядов относительно количества и содержания функций кредита. Однако в большинстве случаев к ним относят следующие:

- *перераспределительная* функция. Кредитные операции связаны прежде всего, с аккумуляцией временно свободных денежных средств общества, перераспределение которых позволяет вкладывать свободный денежный капитал в любую отрасль экономики. Из отраслей с низкой нормой прибыли капиталы высвобождаются в денежной форме, а затем в форме кредита направляются в отрасли с высокой нормой прибыли. Таким образом, кредит выступает механизмом выравнивания нормы прибыли. С возникновением банков процессы

перераспределения денежных средств в экономике получили наиболее адекватный механизм;

- функция *авансирования воспроизводственного процесса*. На основе кредита обеспечивается непрерывность кругооборота капитала в обществе и ускорение кругооборота капитала каждого заемщика, что позволяет ему преодолевать временные разрывы между потребностью в средствах и их избытком без замораживания средств в «резервах ликвидности». Эта функция кредита предполагает активное использование всех форм кредита (коммерческого, банковского, потребительского и т. д.) и их гибкую трансформацию друг в друга;
- функция *создания кредитных средств обращения*. С момента своего возникновения кредит замещал полноценные деньги кредитными инструментами: векселями, банкнотами и чеками. Их использование в безналичных расчетах, по денежным обязательствам значительно сокращало налично-денежный оборот, а значит, и издержки обращения, связанные с изготовлением, пересчетом, перевозкой и хранением наличных денег. В настоящее время эмиссия денег центральными банками и банковской системой происходит на кредитной основе. Кредитование банками клиентуры и их рефинансирование центральными банками определяют масштабы выпуска денег в хозяйственный оборот, а возврат кредитов ведет к изъятию денег из оборота.

Яркий представитель капиталотворческой теории кредита Й. Шумпетер ввел положение об *инновационной сущности кредитных отношений*, которая, по его мнению, является первичной, тогда как кредиты на поддержку текущей деятельности компаний — вторичными, основанными на инновационном базисе кредитных отношений и явившимися продуктом деятельности крупных банков по управлению спросом на кредитные ресурсы. На его взгляд, с исторической и логической точек зрения, кредит необходим *именно для инноваций*, именно для них его внедрили в свою деятельность компании. Кредит был нужен им для создания бизнеса, и одновременно его механизм, появившись в процессе внедрения нововведений, затронул старые комбинации их работы[1].

[1] При этом он определял предпринимательство как осуществление новых комбинаций путем изъятия факторов производства из прежних сфер их применения, кредит — как рычаг изъятия благ из одних сфер и передачи их в новые, а сущность кредита — как создание покупательной способности для передачи ее предпринимателю. Выдача кредита означает приказ экономике подстроиться под цели предпринимателя по производству необходимых ему благ, или доверие ему производительных сил.

По мнению Й. Шумпетера, именно эта сущность кредита (выдача кредита под проект) является основой современного кредитного рынка.

В целом сторонников капиталотворческих теорий кредита, развивавших свои взгляды в условиях разных социально-экономических систем, объединяла идея кредита как инструмента стимулирования производства, самостоятельности кредита и его доминирующей роли по отношению к промышленному капиталу. На основе выявленных ими широких возможностей воздействия кредита на производство они утверждали активную роль банков и кредита в стимулировании экономического роста. Они говорили о первичности инновационно-инвестиционной составляющей рынка банковских кредитов (понимая под ней кредитование основного капитала компаний, приводящее к увеличению товарного предложения и не сопровождаемое ростом инфляции) в сравнении с кредитами в оборотный капитал. Кредит здесь призван авансировать будущие капитальные затраты компаний (*говоря современным языком* — выдается под проект без обеспечения имеющимися у заемщика активами), а для банков значение приобретает оценка будущих перспектив деятельности компании и контроль ее бизнеса на период кредитования. Именно благодаря финансированию основного капитала банковский кредит стимулирует безинфляционный рост национальной экономики, что имеет важное практическое значение в современных условиях.

Для современной науки более характерно изучение свойств кредита через кредитные продукты участников кредитного рынка, чем его экономического содержания через роль и функции кредита в экономике, допустимые границы его вовлечения в оборот заемщиков, исходя из их отраслевых особенностей[1]. В западной и отечественной литературе и в МСФО кредитные продукты рассматриваются сегодня *как финансовые инструменты*, т. е. как отношения, основанные на договоре сторон, в результате которых у одной стороны (кредитора) возникает финансовый актив, а у другой стороны (заемщика) — финансовое обязательство.

При этом кредитные продукты обладают как общими для других финансовых активов характеристиками, так и индивидуальными свойствами. К общим свойствам кредитных продуктов следует относить:

- возникновение у кредитора требования к доходам или имуществу должника после выдачи кредита;
- продажу кредиторами кредитных продуктов с целью получения экономических выгод, которые могут выражаться в форме увеличения

[1] Что было характерно для плановой экономики.

доходов (за счет процентов и комиссий по кредитам, возможности продажи сопутствующих кредитным продуктам иных продуктов), роста доверия клиентов, повышения имиджа кредиторов и т. д.;

- предоставление кредиторами ресурсов с намерением удержания у себя в портфеле до наступления срока их погашения или с намерением последующей продажи (уступки) третьим лицам;
- возврат заемщиками полученных ресурсов денежными средствами или иными финансовыми активами.

Одновременно кредитные продукты выступают *особым видом финансовых активов*. Здесь их прежде всего отличает от других финансовых активов *возвратный характер* размещения средств, что позволяет говорить о них как о долговых продуктах. Кредитные продукты характеризуются движением стоимости от кредитора к заемщику и в обратном направлении. Данное требование обусловливает временный характер нахождения средств в обороте заемщиков и необходимость обеспечения и кредиторами, и заемщиками условий для погашения задолженности. Соответственно, кредиторы должны оценивать выполнение названных условий и принимать меры по снижению рисков, оценивая вероятность возврата кредитов. Это предполагает определение (с учетом цели кредитования) источников погашения кредита, оценку их надежности и достаточности и, далее, структурирование кредитных продуктов (с учетом цели и источников погашения кредитов и структуры ресурсов самих кредиторов). Важно, что неправильно выбранные условия предоставления кредитных продуктов только увеличивают риски сторон по причине возможного незавершения кредитуемых операций.

Неотъемлемым условием возвратности кредитов является также система доверия между участниками кредитной сделки, которая для кредиторов обеспечивает прозрачность заемщиков, для заемщиков — понимание подходов кредитного менеджмента кредиторов и в результате позволяет им правильно интерпретировать намерения друг друга, вырабатывать оптимальные кредитные решения с учетом финансовых потребностей заемщика, рисков и доходности кредитной сделки для кредиторов.

Долевые продукты (в отличие от долговых) не подразумевают обратный приток вложенной стоимости к инвестору, но дают ему право на долю в доходах (убытках) объекта инвестиций и на долю в его чистых активах. При этом нельзя не отметить, что в случае принятия кредиторами на себя большинства рисков кредитной сделки (характерно для проектного кредитования и проектного финансирования) кредит-

ные продукты приобретают черты долевого (акционерного) финансирования. Здесь кредиторы уже участвуют в распределении прибыли от инвестиционных проектов пропорционально своей доле в их финансировании.

Возвратный характер ссуженной стоимости предполагает определение кредитором четких условий ее погашения, которые прежде всего выражаются в установлении сроков возврата промежуточных выплат и основного долга (чего нет по акциям и прочим долевым инструментам) и могут определяться в виде конкретной даты или наступлением определенных событий. В этом выражается *принцип срочности кредитования*. Здесь мы поддерживаем традиционную классификацию кредитных продуктов, основанную на их разделении на краткосрочные (сроком погашения до одного года), среднесрочные (от года до трех лет) и долгосрочные (более трех лет), поскольку срок кредитования до трех лет, как правило, недостаточен для окупаемости крупных инвестиционных проектов, осуществляемых за счет привлеченных кредитов.

Сроки кредитов выступают ограничителем нахождения заемных средств в обороте заемщиков, стимулирующим их к тщательному обоснованию размера и срока привлечения ресурсов, их эффективному использованию, и одновременно как условие обеспечения ликвидности и платежеспособности кредиторов. Сроки кредитов обусловлены сроками завершения кредитуемых мероприятий, что требует их обоснования заемщиками, и первоначально учитываются кредиторами при структурировании кредитов, а в последующем, после выдачи кредитов, — при их мониторинге с целью выявления проблемных кредитов для своевременного принятия необходимых мер. Так, краткосрочные кредиты могут предоставляться без обеспечения и под более низкую процентную ставку; долгосрочные кредиты (как более рискованные) — под обеспечение и более высокий процент. При этом в плане структурирования инвестиционных кредитов требуется выделение периодов освоения и окупаемости затрат для установления отсрочки в погашении кредита на период освоения затрат с последующим поэтапным, по мере ввода объектов в эксплуатацию, его погашением.

Следующим принципом кредитования выступает *платность*, реализуемая через механизм процентной ставки и представляющая для кредиторов смысл создания финансовых активов, средство сохранения ссуженной стоимости и компенсации своих рисков, а для заемщиков — стоимостную меру привлечения «чужих» ресурсов, необходимость их продуктивного использования для достижения должной рентабельности вложения средств.

Платность кредитов оказывает важное влияние на финансовый менеджмент заемщиков в плане выбора оптимальных источников финансирования с позиции баланса ценовых и неценовых факторов. К неценовым факторам (с позиции заемщиков — юридических лиц) мы относим:

- требования кредиторов к деловой репутации, кредитоспособности заемщика, его бухгалтерской (финансовой) отчетности;
- скорость предоставления кредитов;
- возможность для заемщиков сохранения сложившейся структуры управления;
- возможности отражения кредита за балансом и отнесения затрат по привлечению средств на себестоимость выпускаемой продукции (работ, услуг);
- получение от кредиторов дополнительных услуг, особого индивидуального подхода;
- формирование кредитной истории компании на рынке.

Принцип платности находит отражение во внутренних регламентах кредиторов (например, в документах о кредитной, процентной политике), в договорах с заемщиками, в которых определяется процентная ставка по кредитам, различные комиссии, а также штрафные санкции за неисполнение или ненадлежащее исполнение заемщиками договорных обязательств.

Цена кредитных продуктов отражает общее соотношение спроса и предложения на рынке ссудных капиталов и зависит от целого ряда факторов, в частности: стабильности денежного обращения в стране и инфляционных ожиданий, стоимости ресурсов, предоставляемых кредиторами заемщикам в ссуду, кредитоспособности заемщиков, сроков кредитов и качества их обеспечения. Однако объективно она имеет нижний и верхний пределы: нижней границей выступают затраты кредиторов по привлечению ресурсов, административные затраты и минимальная требуемая для развития бизнеса норма прибыли, а верхним пределом — норма рентабельности по соответствующей отрасли экономики и уровень доходов индивидуальных заемщиков. При этом по кредитам на обслуживание оборотного капитала компаний — это норма рентабельности их текущей хозяйственной деятельности, а по кредитам на реализацию инвестиционных проектов — уровень рентабельности конкретных проектов.

Представленные выше принципы кредитования получают особую интерпретацию применительно к такому сегменту кредитного рынка,

как *рынок синдицированных кредитов,* в силу наличия нескольких кредиторов. Так, принцип возвратности предполагает всестороннюю оценку кредитного риска не одним кредитором, а несколькими кредиторами — участниками синдиката в соответствии с индивидуальной методикой каждого. Это предопределяет высокую надежность синдицированных кредитов. Поэтому обычно они предоставляются без обеспечения имеющимися у заемщиков активами, но при обязательстве последних не привлекать новые кредиты на более выгодных для новых кредиторов условиях (в частности, под обеспечение). Информация о кредитной сделке становится известной широкому кругу лиц, что формирует публичную кредитную историю заемщика и существенно усиливает для него значение своевременного возврата кредита.

Для принципа *срочности* наряду со сроком предоставления кредита имеет значение период создания синдиката в силу длительности данной процедуры. По этой причине синдицированные кредиты не могут предоставляться оперативно на текущие потребности заемщиков, а выдаются, как правило, на финансирование их средне- и долгосрочных капитальных затрат[1], сочетая в себе крупные суммы и длительные сроки размещения средств с гибким графиком погашения кредитов. Специфика следующего принципа — платности — проявляется в установлении процентной ставки по кредиту по соглашению между кредиторами, т. е. на основе диверсификации их ресурсов, распределения между ними кредитных рисков и их публичной репутации как участников синдиката. Таким образом, процентные ставки по ним выступают индикаторами рыночных цен купли-продажи долгосрочных ресурсов. В отношении обычных, несиндицированных, кредитов считается, что они предоставляются на рыночных условиях не связанным с кредиторами заемщикам, и, наоборот, на льготных условиях — связанным с ними лицам.

Кроме вышеназванных принципов кредитования для организации синдицированных кредитных продуктов мы выделяем еще два принципа. Это:

- партнерство и соблюдение интересов участников синдиката — участники синдиката выступают партнерами, интересы каждого из них не ущемляются другими, они избегают конфликта интересов меж-

[1] Для компаний — новое строительство, модернизация и реконструкция действующих производств, организация новых видов деятельности, разработка и добыча сырьевых ресурсов, научно-технические разработки, мероприятия в области экологии, энергетики, сделки слияния и поглощения компаний и другие капиталоемкие мероприятия.

ду собой внутри синдиката (например, когда, будучи платежным агентом синдиката, участник может стать финансовым консультантом заемщика или войти в состав одной финансово-промышленной группы с ним);

- публичность кредитной сделки — информация о сделке известна широкому кругу лиц, а не только кредиторам и заемщику. Это определяется тем, что участник — организатор синдиката и заемщик приглашают к участию в сделке большой круг кредиторов, не все из которых в итоге вступят в синдикат, однако получат информацию друг о друге. Кроме того, параметры сделок на рынке синдицированных кредитов находятся в открытом доступе (например, на интернет-сайтах информационно-аналитических агентств). Открытость сделки формирует деловую репутацию всех участников синдиката на рынке.

Исходя из вышеизложенного, кредит по своей экономической сути является особым финансовым инструментом. Кроме того, кредитные сделки должны заключаться на основе формальных норм законодательства РФ, правил ЦБ РФ, ФСФР и традиций делового оборота. Учитывая экономическую суть кредита, отличительными признаками договорных отношений на кредитном рынке должны выступать:

- двусторонние отношения «кредитор–заемщик», основанные на экономической заинтересованности сторон, которые должны оформляться в письменной форме;

- предоставление средств в ссуду на условиях возвратности, срочности и платности, которые должны отражаться в качестве существенных условий соответствующих договоров (кредитного договора, договора займа, договора купли-продажи долговых ценных бумаг, лизинга, финансирования под уступку денежного требования, РЕПО, новации и т. д.). Это предполагает закрепление в договорах размера и условий предоставления кредитов (цели кредита, сроков его возврата, способов обеспечения исполнения заемщиком своего обязательства), обязанности заемщика по возврату кредита и уплате процентов (размера процентной ставки, порядка начисления и выплаты процентов, способов погашения кредита), прочих прав и обязанностей сторон и порядка разрешения споров. При этом в договорах должно предусматриваться погашение заемщиком кредита и процентов по нему денежными средствами и (или) прочими финансовыми активами, а сроки их возврата должны устанавливаться с учетом сроков получения доходов заемщиком;

- оформление прав кредитора на обеспечение исполнения обязательств должника способами, предусмотренными ГК РФ (часть I, глава 23) и приемлемыми в отношении конкретного кредитора, заемщика и конкретной кредитной сделки (*залог, поручительство, банковская* гарантия, их сочетание друг с другом и пр.);
- обязанность заемщика в использовании полученных средств по целевому назначению, определенному в договоре, которое должно обеспечивать кредитору возврат средств;
- права сторон отказаться от выдачи/получения кредита при наличии обстоятельств, свидетельствующих о непогашении кредита, его нецелевом использовании, и прочих обстоятельств, предусмотренных договором.

3.2. Кредитный рынок, его основные характеристики и классификация

В отечественной и зарубежной экономической литературе, как показал анализ, не сложился единый методологический подход к определению границ кредитного рынка, составу его участников и набору обращающихся на нем инструментов. Ряд авторов вообще не применяет термин «кредитный рынок», оперируя другими, связанными с ним или близкими к нему понятиями, такими как «финансовый рынок», «рынок капиталов», «рынок ссудных капиталов», «кредитная система», «кредитно-банковская система», «кредитно-финансовая система», вкладывая в них разный смысл. Другие авторы, напротив, выделяют кредитный рынок в качестве самостоятельного рынка, но при этом по-разному раскрывают его суть и в соответствии с ней по-разному соотносят кредитный рынок с финансовым рынком.

Рассматривая финансовый рынок как рынок, на котором обращается множество финансовых инструментов, следует определить кредитный рынок в качестве его самостоятельного сегмента, который необходимо рассматривать отдельно, исходя из специфики кредита как экономической категории (а не его юридического оформления) и из относительной однородности финансовых инструментов, обращающихся на данном рынке, как долговых инструментов[1].

[1] Такой подход правомерно позволяет относить к кредитному рынку те сделки, которые с позиции Гражданского кодекса РФ (ч. 2 гл. 42) кредитами не являются, но имеют «кредитную сущность» (в частности, факторинг, лизинг, сделки РЕПО, векселедательские кредиты).

В России, недавно вступившей на рыночный путь хозяйствования, кредитный рынок является наиболее развитым сегментом финансового рынка. Это обусловлено историческим ходом развития экономических отношений в нашей стране, а также современным состоянием экономики, уровнем развития финансово-кредитных отношений, потребительскими предпочтениями в оформлении кредитов (займов) и рядом других факторов. В соответствии с этим из существующих в мире трех моделей финансового рынка (американской, или рыночной, европейской, или банковской, и смешанной) в России в настоящее время присутствует европейская (банковская) модель[1]. Для нее характерно следующее: сравнительно небольшой объем операций; недостаточная развитость отдельных кредитно-финансовых институтов; относительная ограниченность рынка ценных бумаг; широкое участие в операциях и финансировании экономики страны универсальных коммерческих банков, государственных или смешанных кредитно-финансовых учреждений, невысокая доля финансирования за счет облигационных займов; низкая доля акционерного капитала.

В то же время американская (рыночная) модель, соответствующая высокоразвитой экономике, характеризуется наличием двух мощных звеньев — кредитной системы и рынка ценных бумаг; высоким уровнем накопления капитала; широкой интернационализацией; максимальными ограничениями, накладываемыми на деятельность коммерческих банков на финансовом рынке; высокой долей акционерного капитала; преобладающим участием на рынке ценных бумаг инвестиционных фондов, брокерских компаний, других небанковских инвестиционных институтов; низкой долей прямого банковского кредита в финансировании экономики страны; покрытием дефицита бюджета только путем выпуска ценных бумаг. Смешанная модель финансового рынка, которая характерна для Японии, предполагает присутствие на нем одновременно и банков, и небанковских инвестиционных институтов при на-

[1] Значительное число работ за рубежом было посвящено выяснению того, какие именно финансовые рынки и институты (банковского кредита или ценных бумаг) более эффективны. Несмотря на наличие значительного числа публикаций в пользу либо «банковской», либо «рыночной» (основанной на рынке ценных бумаг) модели организации финансового рынка, эконометрические исследования последних лет не выявили преимуществ той или иной модели. В конкретных исторических условиях та или иная модель оказывается предпочтительной. При этом наиболее важным является общий уровень развития финансового сектора. (См.: Финансовые рынки и экономическая политика России. М.: Научный эксперт, 2007. С. 10.)

личии у них равных прав и возможностей при проведении операций. Именно на такую модель финансового рынка взят курс в Российской Федерации.

Кредитный рынок — это совокупность экономических отношений по поводу купли-продажи ссудного капитала в целях обеспечения непрерывности осуществления воспроизводственного процесса, а также удовлетворения потребностей в нем государства и населения. На таком рынке аккумулируются свободные денежные средства (ресурсы) хозяйствующих субъектов, государства, а также личные сбережения граждан, которые затем трансформируются в объект продажи (ссудный капитал) и перераспределяются на условиях возвратности, срочности и платности в соответствии со спросом и предложением на них. Это определение кредитного рынка с функциональной точки зрения. С институциональной же точки зрения — это совокупность кредитно-финансовых организаций, валютно-фондовых бирж, осуществляющих посредничество при движении временно свободных средств от продавцов (владельцев) к покупателям (пользователям). На кредитном рынке со стороны спроса на деньги выступают заемщики, а со стороны предложения денег — кредиторы. Они-то и являются основными участниками кредитного рынка.

На кредитном рынке все совершаемые операции, несмотря на различие в формах их осуществления, представляют собой по своей экономической сути кредитные сделки. Предметом сделок во всех операциях является ссудный капитал, а ценой, которую покупатели ссудного капитала платят за него, — процентная ставка. Она отражает условия предоставления кредита (займа) и, следовательно, доступность ссудного капитала в тот или иной момент для заемщика (пользователя). Цена кредита (ссудный процент) отражает общее состояние спроса и предложения ресурсов на кредитном рынке. Она находится под влиянием целого ряда факторов:

- цикличности развития рыночной экономики (на стадии спада ссудный процент, как правило, увеличивается, на стадии быстрого подъема — уменьшается);
- темпов инфляционного процесса (рост темпов инфляции приводит к повышению номинальных процентных ставок на кредитном рынке);
- эффективности инструментов регулирования монетарных властей (чем выше уровень установленной учетной ставки (ставки рефинансирования), тем дороже стоимость кредита);

- динамики денежных накоплений (доходов) экономических субъектов (при тенденции к их сокращению ссудный процент, как правило, увеличивается).

Аккумуляция и перераспределение свободных денег между субъектами экономики осуществляются на кредитном рынке через кредитный механизм, основой которого является кредит, отличающийся от других видов активов финансового рынка присущими только ему принципами возвратности, срочности и платности. Можно сказать, что это является одной из характерных особенностей кредитного рынка.

К другим его особенностям относятся:

- *универсальность характера деятельности*, которая выражается в охвате кредитными отношениями различных групп заемщиков и наличии разнообразных кредитных продуктов, в использовании для этого разного рода финансовых инструментов, в том числе производных;
- *наличие* на нем *конкуренции* как продавцов кредитных ресурсов, так и их покупателей;
- *обслуживание сферы обращения*, через которую он влияет на производство, распределение, обмен и потребление;
- *жесткое государственное регулирование* деятельности профессиональных участников этого рынка;
- *взаимосвязь и интеграция* кредитного рынка с другими сегментами финансового рынка. Например, четко прослеживается взаимодействие кредитного рынка с товарным (через коммерческие кредиты), с рынком ценных бумаг (через эмиссию и обращение долговых ценных бумаг — векселей, облигаций, депозитных сертификатов, а также структурированных ценных бумаг, обеспеченных банковскими активами: закладными на недвижимость, автомобилями и т. д.).

В условиях рыночной экономики кредитный рынок выполняет ряд важнейших функций, с помощью которых он оказывает непосредственное воздействие на все стороны хозяйственной жизни. Основными из этих функций в современных условиях являются: аккумуляционная, перераспределительная, регулирующая, стимулирующая, информационная, инвестиционная, социальная. Рассмотрим их более подробно.

Аккумуляционная функция кредитного рынка заключается в его способности аккумулировать временно свободные средства хозяйствующих субъектов, государства и населения (включая и малые суммы)

и превращать их в ссудный капитал, приносящий их владельцам доход в виде процента.

Перераспределительная функция кредитного рынка тесно связана с его первой, аккумуляционной, функцией, когда мобилизованные финансовые ресурсы по различным каналам направляются непосредственно тем, кто в них в данный момент нуждается, для целей производительного или потребительского назначения. Благодаря этой функции кредитного рынка осуществляется перераспределение ресурсов (перелив свободного капитала) из одной сферы деятельности в другую, между регионами и территориальными округами страны. Это обеспечивает перераспределение капиталов в динамично развивающиеся отрасли экономики и имеющие приоритетное значение инвестиционные проекты.

Инвестиционная функция кредитного рынка является развитием перераспределительной функции кредита, так как в настоящее время основной спрос на кредитном рынке наблюдается на долгосрочные ресурсы, определяющие технический прогресс в различных отраслях экономики, а соответственно, и экономический рост в стране. Что же касается физических лиц, то у них также велика потребность в инвестиционных кредитах, связанных с обустройством земельных участков, дач, строительством жилья (городской и загородной недвижимости), гаражей и т. п.

Стимулирующая функция кредитного рынка заключается в создании соответствующих условий для вовлечения свободных в экономике средств в кредитный оборот для выполнения капиталотворческой функции кредита.

Регулирующая функция — определяет соотношение спроса и предложения на временно свободные ресурсы, создавая основу для альтернативности их вложения, например, в государственные ценные бумаги, страховые полисы, иностранную валюту, в драгоценные металлы.

Социальная функция кредитного рынка заключается в дифференциации продавцов и покупателей ресурсов, создавая возможности для достижения социальной справедливости в национальной экономике (например, льготное кредитование малого бизнеса, отдельных потребительских нужд населения и т. д.).

Информационная функция — выполняет роль источника информации, знаний, сведений о рыночной процентной ставке, видах кредитных продуктов, их цене, а также условиях получения и способов оформления кредитов.

Кредитный рынок, являясь ведущим сегментом финансового рынка, характеризуется многообразием участников и форм сделок, что позволяет говорить о нем как о сложном, неоднородном и многофункциональном сегменте финансового рынка. *Участников кредитного рынка* прежде всего следует разделить на две основные группы, а именно на первых кредиторов и первых заемщиков (т. е. на владельцев временно свободных средств, выступающих на кредитном рынке с предложением их продать (разместить под выгодный процент), и на пользователей, испытывающих потребность в дополнительных денежных средствах и, следовательно, предъявляющих спрос на ресурсы на кредитном рынке). Это *юридические лица* (в виде хозяйствующих субъектов, государственных органов и учреждений, банков и прочих финансово-кредитных учреждений), а также физические лица (граждане РФ, нерезиденты). Они одновременно могут выступать в двух лицах: с одной стороны, в определенное время размещать временно свободные средства на кредитном рынке, а с другой — привлекать их для своих нужд. В этом состоит особенность как участников кредитного рынка, так и его самого. В то же время между первыми заемщиками и кредиторами есть финансовые посредники, что является неотъемлемой сутью кредитного рынка.

В качестве финансовых посредников выступает широкий круг лиц, которых можно подразделить на отдельные группы, исходя из их роли в посреднической деятельности на кредитном рынке:

- *депозитно-кредитные посредники* (универсальные и специализированные банки);
- *контрактно-сберегательные институты* (страховые компании и пенсионные фонды);
- *инвестициональные посредники* (финансовые компании, инвестиционные, паевые фонды, дилеры, брокеры, венчурные фонды);
- *небанковские кредитно-финансовые институты* (ломбарды, лизинговые и факторинговые компании, кооперативные кредитные институты[1], депозитно-кредитные небанковские кредитные организации (НДКО));
- *центральные эмиссионные банки и государство.*

О распределении кредитного рынка России между отдельными участниками дает представление табл. 3.1.

[1] Кредитные потребительские кооперативы, сельскохозяйственные кредитные потребительские кооперативы, кредитные союзы, жилищные кооперативы.

Таблица 3.1

Распределение кредитного рынка РФ между отдельными участниками в динамике, %[1]

Наименование финансовых посредников — участников кредитного рынка	Годы (на 31.12)				
	2005	2006	2007	2008	2009
Банки (ссудная задолженность, вложения в долговые ценные бумаги, учтенные векселя)	94,9	91,0	90,0	93,7	93,5
Небанковские финансовые институты (страховые организации, паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды) — вложения в долговые ценные бумаги	н/д	3,9	4,4	2,6	3,2
Микрофинансовые организации (портфель займов)	0,2	0,2	0,1	0,3	0,5
Ломбарды (портфель займов)	н/д	0,2	0,1	0,2	0,2
Лизинговые компании (лизинговый портфель)	2,9	3,2	4,3	2,7	2,2
Факторинговые компании (объем уступленной им дебиторской задолженностью)	2,0	1,5	1,1	0,5	0,4

Источник: Данные ЦБ РФ (www.cbr.ru), агентства «Эксперт РА» (www.raexpert.ru), агентства «Cbonds» (www.cbonds.ru) и Российского микрофинансового центра (www.rmcenter.ru).

Наиболее полную характеристику кредитного рынка можно получить, используя для этого различные критерии.

1. По сфере обращения различают:
   - национальные кредитные рынки (рынки ссудных капиталов);
   - мировой кредитный рынок (рынок ссудных капиталов).
2. По срокам размещения денежных средств различают:
   - рынок краткосрочных (в том числе сверхкраткосрочных) кредитов;
   - рынок средне- и долгосрочных кредитов.
3. По формам (видам) кредитов различают:
   - рынок банковских кредитов, в том числе:
     - рынок ссуд (депозитов);

[1] Не использованы данные рынка кредитов организаций нефинансового сектора РФ ввиду отсутствия статистики по нему, а также рынка государственного кредита, где государство выступает в основном в качестве заемщика.

- рынок производительных кредитов;
- рынок межбанковских кредитов;
- рынок потребительских кредитов[1];
- рынок ипотечных кредитов;
- рынок государственного кредита;
- рынок межхозяйственного кредита;
- рынок потребительских кредитов.

4. По типу заемщиков различают:
   - рынок корпоративных кредитов (для юридических лиц-хозяйственников);
   - рынок потребительских кредитов (для физических лиц, граждан);
   - рынок межбанковских кредитов (заемщики — сами банки);
   - рынок государственных кредитов (заемщики — государственные финансовые органы).
5. По типу кредиторов различают:
   - рынок банковских кредитов;
   - рынок кредитов небанковских кредитно-финансовых институтов;
   - рынок государственного кредита;
   - рынок кредитов организаций нефинансового сектора экономики.
6. По характеру деятельности кредиторов:
   - рынок профессиональных кредиторов, т. е. тех, постоянное участие которых во всех операциях кредитного рынка либо на стороне кредиторов, либо на стороне заемщиков является видом их бизнеса, за счет получения доходов от которого они живут;
   - рынок непрофессиональных кредиторов;
   - рынок государственного кредита.
7. В зависимости от способа предоставления кредита заемщику кредитный рынок можно разделить на:
   - рынок непосредственных ссуд, когда кредитная сделка оформляется прямыми договорами между кредиторами и заемщиками;
   - рынок кредитных титулов, когда оформление кредита осуществляется с помощью свободнообращающихся долговых обяза-

[1] Потребительские кредиты могут выдавать не только банки, но и ломбарды, торговые организации, кредитные союзы и кредитные кооперативы.

тельств (коммерческих векселей, корпоративных и государственных облигаций, казначейских бон, нот и векселей и т. п.).

8. По уровням кредита (истории его развития) различают:
   - базовый кредитный рынок — прямое кредитование от кредитора к заемщику;
   - интермедиированный кредитный рынок — кредитование через финансового посредника (инструментами на данном рынке выступают банковский кредит, облигационные займы, размещаемые на биржах);
   - дезинтермедиированный кредитный рынок — кредитование без посредничества — через систему развитых кредитных рынков (инструменты на этом рынке — долговые ценные бумаги компаний, кредитные рейтинги, закладные);
   - деривативный кредитный рынок — формирование параметров кредитных продуктов посредством рыночных механизмов без непосредственной передачи активов (инструменты: фьючерсы, опционы, свопы на кредитные продукты и др.).

Из всех видов классификации кредитного рынка для его сегментации чаще всего используют классификацию по видам заемщиков или видам кредиторов. Нам представляется, что наилучшим образом представить все многообразие и сложность кредитных сделок на рынке ссудных капиталов (кредитном рынке) можно, структурировав его в основном по типу *финансовых посредников*, осуществляющих как аккумуляцию, так и перераспределение временно свободных средств в экономике, и соответственно представить его как совокупность:

- банковского кредитного рынка;
- кредитного рынка небанковских кредитно-финансовых институтов;
- кредитного рынка нефинансовых организаций (межхозяйственного кредитного рынка);
- кредитного рынка государства.

Такая сегментация кредитного рынка соответствует самой его сути, как с функциональной, так и с институциональной точек зрения, поскольку его основные участники могут выступать одновременно и заемщиками, и кредиторами (см. рис. 3.1).

Соответственно, **кредитный рынок** — это самостоятельный сегмент финансового рынка, представляющий собой совокупность экономических отношений по поводу купли-продажи под влиянием спроса

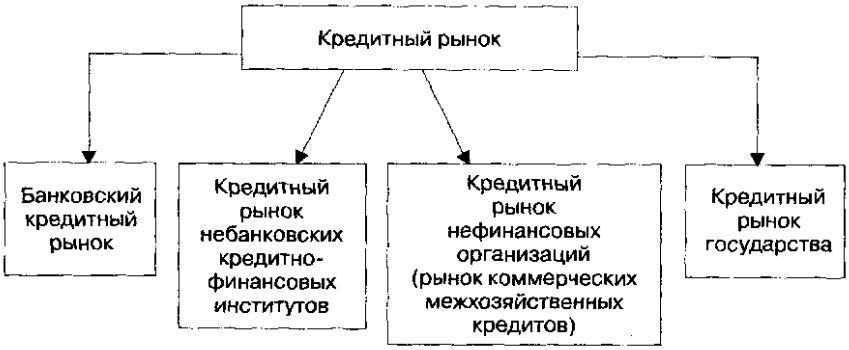

Рис. 3.1. Структура кредитного рынка

и предложения временно свободных средств экономических субъектов, совершаемых через финансовых посредников путем заключения кредитно-депозитных сделок.

В современных условиях Российской Федерации главным финансовым посредником на кредитном рынке выступают банки, что подтверждается данными табл. 3.1. Вышеперечисленные в соответствующих группах участники кредитного рынка могут быть и финансовыми посредниками, и первыми кредиторами (заемщиками). Такова суть явления.

Рынок банковских кредитов РФ характеризуется рядом следующих отличительных особенностей.

Во-первых, это его универсальный характер, который проявляется в кредитовании банками всех групп заемщиков, в предложении им разнообразных видов кредитных услуг и продуктов (по целям, срокам, суммам и т. д., для компаний — на всех стадиях кругооборота капитала), в применении разных видов финансовых инструментов, в том числе производных. Особенность эта открывает банкам широкие возможности диверсификации их кредитных портфелей и позволяет принимать повышенные риски по отдельным кредитным продуктам. Поэтому способность принятия более высоких рисков (в сравнении с прочими кредиторами) также является следующей (второй) особенностью рынка банковских кредитов.

В-третьих, индивидуальный подход к клиентам, выявление их потребностей подталкивает банки к разработке все новых и новых кредитных продуктов и к инициированию данными продуктами инновационных потребностей клиентов путем предложения готового и необходимого именно им пакета кредитных продуктов. Это позволяет говорить о бан-

ковском рынке как об инициаторе инновационного развития клиентов, так и об инициаторе финансовых и технологических инноваций кредитного и финансового рынка в целом. Поэтому его третьей отличительной чертой выступает инициативно-инновационный характер.

В-четвертых, четкая сегментация рынка банковских кредитов на краткосрочный и долгосрочный, связанный с инвестиционными потребностями заемщиков сегменты.

В-пятых, высокая социально-экономическая значимость рынка банковских кредитов, поскольку он обладает большими инвестиционными возможностями влияния на экономику и стимулирования инвестиций в инновационные проекты промышленности. Для этого банковская система должна обеспечивать высокий уровень концентрации свободных долгосрочных ресурсов и обслуживать инвестиционные потребности экономики. Соответствующие статистические данные по рынку банковских кредитов[1] являются индикаторами эффективности этого рынка и кредитного рынка в целом, а также инвестиционного климата в стране. Существует даже мнение о способности банков предвосхищать перспективы развития нефинансового сектора, подтверждаемое исследованиями центральных банков развитых стран относительно зависимости между индексами изменений условий банковского кредитования и динамикой ВВП[2] и объясняемое влиянием банковского сектора на реальный и высокой информированностью банков и их прогнозами в отношении заемщиков.

В-шестых, рынок банковских кредитов подлежит регулированию и надзору со стороны единого органа — ЦБ РФ, который располагает передовыми методиками оценки рисков банков и их заемщиков, огромной статистической базой по финансовому и нефинансовому рынкам, подходами к анализу финансовой отчетности по МСФО, в том числе консолидированной, и инструментами рефинансирования. Единое регулирование обеспечивает информационную прозрачность банковского рынка и через банки — их клиентов.

В сравнении с этим рынок кредитов нефинансовых организаций не регулируется государством и развивается во многом стихийно, рынок

---

[1] Отношение долгосрочных банковских кредитов нефинансовых организаций к ВВП, ВРП, пассивам предприятий, активам, кредитам банков, средние процентные ставки по кредитам и т. д., индексы изменения условий банковского кредитования ЦБ РФ, рассчитываемые им с 2009 г., в динамике.

[2] Так, в периоды ужесточения условий кредитов наблюдается замедление экономического роста или рецессия, в периоды их смягчения — ускорение экономического роста.

кредитов небанковских кредитно-финансовых институтов регулируется разными органами (ЦБ РФ в отношении депозитно-кредитных небанковских кредитных организаций, ФСФР — инвестиционных компаний и фондов, страховых компаний). Соответственно, эти рынки не рассматриваются государством как сегменты кредитного рынка, что делает их непрозрачными для изучения и регулирования в качестве таковых.

В-седьмых, влияние рынка банковских кредитов на прочие сегменты кредитного рынка и взаимодействие с ними. В случае сокращения объемов банковского рынка возрастает значение других сегментов кредитного рынка, в особенности рынка коммерческих, государственных кредитов и микрокредитов, и наоборот. С другой стороны, наличие гибкого рынка банковских кредитов позволяет рефинансировать задолженность прочих кредиторов, в результате чего она превращается в работающий капитал (учет векселей, факторинг, банковские кредиты под залог долговых обязательств). Таким образом, в зависимости от состояния рынка банковских кредитов происходит трансформация банковских кредитов в другие формы кредитов и наоборот, что определяет их взаимодействие.

В-восьмых, интеграция рынка банковских кредитов с другими сегментами кредитного и финансового рынков, а также бизнеса банков и инфраструктурных участников рынка банковских кредитов, что является следствием универсального характера рынка банковских кредитов. Интеграция выражается в консолидации банковского бизнеса с финансовым и нефинансовым бизнесом. В частности, розничное кредитование породило объединение банковского и страхового бизнеса; секьюритизация кредитов и хеджирование кредитных рисков сблизили банки с фондовым рынком. При этом формы интеграции могут быть разными — от соглашений о сотрудничестве до финансовых супер- или мегамаркетов. Таким образом, банковское кредитование приобретает черты универсального финансового бизнеса.

3.3. Банковский кредитный рынок: его сегменты, участники, кредитные продукты и кредитные технологии

Банковский кредитный рынок является основным, постоянно действующим и развивающимся сегментом кредитного и финансового рынков (см. выше, табл. 3.1). Финансовыми посредниками на нем в перераспределении временно свободных средств хозяйствующих субъектов, государства и населения выступают коммерческие банки (универсаль-

ные и специализированные). Перераспределению временно свободных средств предшествует их мобилизация и сосредоточение на банковских счетах в виде бессрочных и накопительных вкладов (депозитов), которые могут быть оформлены депозитными договорами, а также долговыми обязательствами в виде банковских векселей, депозитных и сберегательных сертификатов, банковских облигаций. Исходя из этих посылов, банковский кредитный рынок может быть структурирован следующим образом (рис. 3.2).

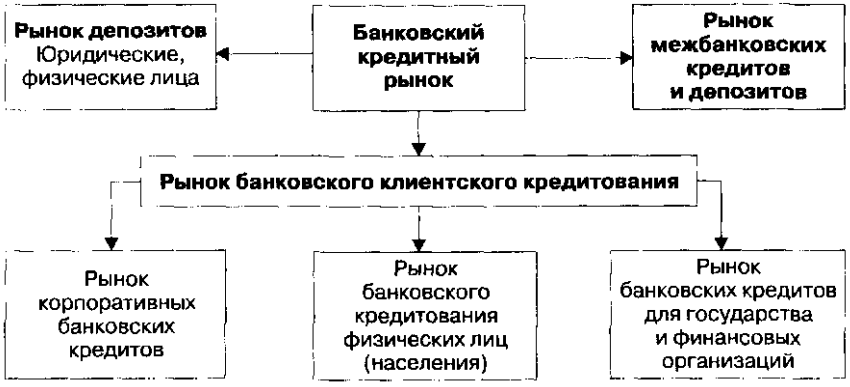

Рис. 3.2. Структура банковского кредитного рынка

Отдельные авторы, например Л. Г. Кузнецова, выделяя в составе кредитного рынка рынок клиентского банковского кредитования, а также рынок межбанковского кредитования, указывают на то, что в рамках первого сегмента одновременно производится кредитование субъектов экономики и *прием от них денег на депозитные счета*, а на другом сегменте банки могут и размещать излишки наличности на счетах в других банках и *быстро привлекать необходимую наличность, делая займы в банках, у которых на данный момент имеются кредитные ресурсы*[1]. Таким образом, автором допускается сочетание в каждом сегменте и привлечения свободных средств, и их размещения, в чем и состоит суть кредита. По нашему мнению, такая сегментация банковского кредитного рынка является вполне правомерной. Мы же при структурировании банковского кредитного рынка стремились отдельно выделить первоначальную фазу в деятельности банков, а именно процесс

[1] См.: *Кузнецова Л. Г.* Структура и операции финансового рынка. Хабаровск: Изд-во «РИОТПИ» Хабаровской краевой типографии, 2005. С. 67.

накопления привлеченного капитала, а все остальные сегменты рынка (кроме рынка МБК) рассматривать уже с позиции *размещения* привлеченных средств. Такой подход мы считаем также оправданным и имеющим право на существование.

3.3.1. Рынок банковских депозитов (вкладов)

Рынок банковских депозитов (вкладов) как часть банковского кредитного рынка представляет собой рынок по привлечению банками в свой оборот свободных денежных средств для дальнейшего размещения. На этом рынке в качестве кредиторов выступают хозяйствующие субъекты, финансовые организации, государственные органы, население, а заемщиками являются банки, которые конкурируют между собой за объемы и стоимость привлечения клиентских денег, используя для этого депозитную, процентную и маркетинговую политику. О структуре привлеченных банками в последние годы клиентских средств можно судить на основании данных табл. 3.2.

Таблица 3.2

Структура привлеченных банками средств в разрезе экономических субъектов (на 01.01, в % к итогу)

Наименование ресурсов	на начало года					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Средства, привлеченные от организаций, всего:	39,4	42,4	43,6	38,4	42,0	42,2
в том числе на срочные депозиты	13,2	13,9	16,2	20,0	24,0	22,9
Вклады физических лиц	36,7	33,7	31,9	25,9	32,9	37,2
Кредиты, депозиты и др. денежные средства, полученные от кредитных организаций[1]	14,8	15,4	17,6	30,7	20,0	15,5
Выпущенные долговые обязательства (облигации, векселя)	9,1	8,5	6,9	5,0	5,1	5,1
Итого привлеченных депозитов, кредитов и прочих средств	100	100	100	100	100	100
Удельный вес привлеченных средств в пассивах банковского сектора	76,9	80,5	80,3	81,4	77,3	78,0

Источник: Рассчитано автором на основе данных Отчетов о развитии банковского сектора и банковского надзора за соответствующие годы (М.: ЦБ РФ).

[1] Включая кредиты Банка России.

Таким образом, доля заемного капитала (привлеченных средств инвесторов) в общей сумме банковских ресурсов (в пассивах банковского сектора) в период 2005–2010 гг. была на уровне 80%. Основной же удельный вес в составе привлеченных средств приходился на денежные средства юридических лиц[1] (от 38% и выше). На втором месте были вклады граждан (от 26 до 37%). В совокупности эти две статьи составляли 64–80% общей суммы аккумулированных банками ресурсов.

В целях размещения привлеченных средств в кредиты, ценные бумаги и другие приносящие прибыль активы наибольшую ценность для банков представляют срочные депозиты. Их временную структуру характеризуют данные табл. 3.3.

Таблица 3.3

Структура срочных банковских депозитов по срокам привлечения, %*

№ п/п	Показатели на 01.01	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Всего привлеченные депозиты организаций** и вклады физических лиц***, в том числе на срок:	100	100	100	100	100	100
1.1	до 1 года (краткосрочные ресурсы)	48,3	48,1	43,2	41,1	43,7	33,3
1.2	от 1 года до 3 лет (среднесрочные ресурсы)	44,5	45,1	44,3	44,1	42,7	50,8
1.3	свыше 3 лет (долгосрочные ресурсы)	7,2	6,8	12,5	14,8	13,6	16,0

* Составлено автором по данным ЦБ РФ: (http://www/cbr.ru/publ/BBS/Bbs 0702 r.pdf; http:// www/ cbr.ru/publ/BBS/Bbs 0802 r.pdf; http://www/ cbr.ru/publ/BBS/Bbs 1002 r.pdf).

** Кроме кредитных организаций и индивидуальных предпринимателей; без средств на расчетных счетах организаций и включая депозитные сертификаты.

*** Включая сберегательные сертификаты.

[1] Включая депозиты, средства государственных и внебюджетных фондов, Министерства финансов России, финансовых организаций, физических лиц — индивидуальных предпринимателей, клиентов по факторинговым, форфейтинговым операциям, депозитные сертификаты, средства в расчетах, средства, списанные со счетов клиентов, но не проведенные по корреспондентским счетам (без учета средств кредитных организаций).

По данным табл. 3.3 четко прослеживается тенденция увеличения доли среднесрочных и долгосрочных депозитов, особенно последних, что следует признать положительным явлением в привлечении ресурсов коммерческими банками.

Особой заботой банков является привлечение средств во вклады от физических лиц, так как население располагает потенциальными возможностями увеличения размеров своих вкладов в банках, ибо их доля по отношению к денежным доходам хотя и растет, однако остается в России все еще недостаточно высокой по сравнению с другими странами. При этом следует отметить: хотя в рыночных условиях хозяйствования появились альтернативные источники для помещения временно свободных средств граждан с целью их сохранения и приумножения (за счет получения дохода), тем не менее банковские вклады (депозиты) были и остаются наиболее популярным и востребованным способом размещения денежных средств физических лиц.

Следует отметить, что существует большое многообразие банковских частных вкладов. Каждый коммерческий банк пытается расширить свою продуктовую линейку по вкладам, внести свою лепту в депозитную политику банковского сообщества.

В настоящее время многие банки предлагают вклады с возможностью частичного снятия средств (без потери процентов) до окончания срока его действия; срочные пополняемые вклады; а также универсальные вклады с возможностью пополнения и снятия денег с вкладного счета, что, несомненно, привлекает вкладчиков, привязывает их к банкам. В результате на среднесрочный период на 1 января 2011 г. банками было привлечено 68,3% всех вкладов, а на долгосрочный (более трех лет) — 10,3%.

Без депозитного сегмента остальная часть банковского кредитного рынка представляет собой размещение привлеченных банками средств в кредиты. Об объемах этой части рынка, где банки уже выступают в качестве кредиторов, а также о ее структуре по основным субъектам кредитования (хозяйство, финансовый сектор, государство и население) можно судить по данным табл. 3.4.

Подавляющая часть распределяемых ресурсов приходится на *клиентский* рынок (организации нефинансового сектора, физические лица, государственные и другие финансовые органы). В последние два года на него приходится 86%, остальная доля падает на рынок МБК. Рассмотрим банковский кредитный рынок по основным группам клиентов-заемщиков.

Таблица 3.4

Структура кредитных вложений банков по субъектам кредитования в 2005–2010 гг.

№ п/п	Субъекты кредитования (на 1.01)	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1	Кредиты, депозиты и прочие размещенные средства, всего, в млрд руб. в том числе, в % к с. 1:	6369,5	9438,9	14 259,9	19 884,8	19 847,1	22 140,2
1.1	*Кредиты нефинансовых организаций*, из них:	70,1	68,3	66,8	64,7	65,3	65,0
	• резидентов;	66,9	65,4	63,2	60,9	61,4	59,5
	• нерезидентов	3,2	2,9	3,6	3,8	3,9	5,5
1.2	*Кредиты финансового сектора*, из них:	8,8	6,9	11,5	14,3	15,4	15,3
	• финансового сектора РФ;	7,7	6,0	5,5	5,1	5,7	7,6
	в том числе кредитных организаций РФ;	6,7	5,9	4,0	3,4	4,0	5,5
	• банков-нерезидентов	1,1	0,9	6,0	9,2	9,7	7,7
1.3	*Кредиты государственных финансовых органов и внебюджетных фондов*	1,6	1,5	0,8	0,8	1,2	1,2
1.4	*Кредиты физических лиц*	19,5	23,3	20,9	20,2	18,1	18,4

* Составлено автором по данным ЦБ РФ: http://www.cbr.ru/publ/BBS; http://www/cbr.ru/analytics/bank_system/obs.

3.3.2. Рынок банковского корпоративного кредитования

Рынок банковского корпоративного кредитования — самый развитый сегмент банковского кредитного рынка, так как в общей ссудной задолженности банков на кредиты нефинансовому сектору экономики приходится львиная доля — более 65% (см. табл. 3.4). При этом следует отметить положительную тенденцию в его развитии относительно удлинения сроков кредитования. На протяжении последних лет (начиная с 2006 г.) четко прослеживается снижение доли краткосрочных (до 1 года) кредитов — с 56,3 до 33,1% — и существенное нарастание доли долгосрочных (свыше 3 лет) кредитов инвестиционного характера — с 14,5 до 38,3% (табл. 3.5).

Таблица 3.5

Характеристика банковских кредитов организаций нефинансового сектора по срокам размещения за 2005–2010 гг., %*

Показатели на 01.01	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Кредиты нефинансового сектора, всего;	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
из них:						
• краткосрочные (до 1 года);	56,3	54,0	47,9	42,9	33,5	33,1
• среднесрочные (от 1 года до 3 лет);	29,2	27,4	28,3	29,6	30,4	28,5
• долгосрочные (свыше 3 лет)	14,5	18,6	23,8	27,5	36,1	38,3

* Составлено автором по данным ЦБ РФ (http://www.cbr.ru/publ/BBS; http://www/cbr.ru/ analytics/bank_system/obs).

Основными заемщиками на этом сегменте банковского кредитного рынка являются: коммерческие и некоммерческие предприятия и организации, находящиеся как в различных формах собственности (федеральной, государственной (кроме федеральной) и в частной собственности, т. е. негосударственной), так и в разных организационно-правовых формах (ОАО, ЗАО, ООО и т. д.), разной отраслевой принадлежности, а также предприниматели без образования юридического лица, нерезиденты (юридические лица).

Отношения на рынке корпоративных банковских кредитов строятся на основе базовых принципов кредитования по определенной системе, включающей в себя ряд взаимосвязанных составных элементов, современная терминология которых представлена в табл. 3.6.

Таблица 3.6

Элементы системы банковского кредитования

Устаревшая терминология	Современная терминология
Название элементов системы кредитования	Название составляющих компонентов кредитной сделки
Субъекты кредитных отношений: а) кредиторы; б) заемщики	Участники кредитных сделок: а) кредиторы; б) заемщики
Объекты кредитования	Кредитные продукты банков
Порядок и степень участия собственных средств заемщиков в кредитной сделке	Условия доступа на кредитный рынок
Способы регулирования ссудной задолженности	Границы кредита
Методы кредитования	Кредитные технологии
Формы ссудных счетов	Учетный регистр кредита
Банковский контроль в процессе кредитования	Кредитный мониторинг

Поскольку рыночная экономика — это экономика договорных отношений, то и основанием для юридического признания кредитной сделки является кредитный договор (или кредитное соглашение), выступающий основным финансовым инструментом кредитного рынка[1].

Итак, мы можем сделать следующие выводы.

1. **Участниками кредитной сделки** на рынке банковского корпоративного кредитования со стороны заемщиков выступают целевые группы заемщиков — нефинансовых организаций. Они выбираются банками исходя из рыночной стратегии развития с учетом опыта обслуживания компаний разных отраслей, форм собственности и величины бизнеса, экспертных прогнозов развития и мер государственной поддержки каждой отрасли, необходимости диверсификации кредитного портфеля, возможности получения дополнительных выгод и перспективности обслуживания заемщиков и закрепляются в положении о кредитной по-

[1] А на банковском кредитном рынке это еще и депозитный договор, юридически закрепляющий передачу экономическими субъектами банку во временное пользование свободных денежных средств на условиях срочности, возвратности и платности, а также долговой финансовый инструмент (если в нем определены сроки возврата основного долга и процентов по нему) — банковский сертификат, банковский вексель, банковская облигация.

литике. По каждой приоритетной для кредитования отрасли устанавливаются требования к стажу работы компании-заемщика, рыночной доле его продукции, структуре корпоративного управления и качеству менеджмента, квалификации персонала, кредитной истории, классу кредитоспособности с определением предельной доли кредитов данной отрасли в кредитном портфеле банка, целей кредитования и кредитных продуктов.

2. **Кредитные продукты** выступают конкретным воплощением (способом оказания) кредитной услуги в форме ее четкого определения или структурирования условий, рассчитанных на конкретного заемщика или на их группу. Кредитный продукт предполагает определенную последовательность совершения банковских операций и банковские документы, удостоверяющие совокупность юридических прав и обязанностей сторон. Конкретно кредитные продукты банков определяет сочетание категории заемщика (в смысле специфики его финансовых потребностей), вида кредита (*по набору его параметров*[1]) и, *что следует выделить* отдельно, технологии кредитования. Эти продукты имеют стоимость, выражающуюся в величине процентной ставки, комиссий банков, и потребительную стоимость (полезность для конкретного заемщика).

Для кредитных продуктов характерен ряд особенностей, обусловленных ролью банков как финансовых посредников, а именно:

- их продажа банками на условиях возвратности, срочности и платности;
- зависимость их параметров от ресурсной базы банков, гибкости централизованной (ЦБ РФ, ВЭБ, АИЖК) и рыночной системы рефинансирования, а также предпочтений заемщиков и ориентиров кредитной политики самих банков;
- регулирование их предложения мерами экономической, инвестиционной, монетарной политики государства и регулятивными требованиями ЦБ РФ;
- подверженность обесценению в силу кредитного, процентного, валютного рисков.

В основе кредитных продуктов лежат, по сути, кредитные услуги; в то же время один и тот же кредитный продукт может сочетать в себе несколько банковских услуг. В отличие от банковских услуг, набор которых является относительно постоянным, перечень банковских продук-

[1] Срок, сумма, обеспечение кредита, уровень, порядок начисления и выплаты процентов, комиссий и т. д.

тов практически ничем не ограничен. При этом по кредитным услугам набор банковских продуктов является одним из самых разнообразных, что обусловлено широким спектром финансовых потребностей клиентов банков.

В современных условиях банки предоставляют своим клиентам — нефинансовым организациям разнообразные *виды кредитов (кредитных продуктов)*, которые можно классифицировать по различным признакам:

- по группам заемщиков: кредиты промышленности, торгово-снабженческим организациям, сельскому хозяйству, предприятиям транспорта, строительной сферы и т. д.;
- по целям кредитования: кредиты на текущие нужды (обслуживают потребности компаний в оборотных средствах) и кредиты на инвестиционные цели (для финансирования инвестиций компаний в основные средства);
- по срокам предоставления средств:
  - кредиты до востребования;
  - срочные кредиты, которые подразделяются на: краткосрочные (до одного года), среднесрочные (от одного года до трех лет) и долгосрочные кредиты (более трех лет). Как правило, кредиты, формирующие оборотные средства, являются краткосрочными, а кредиты, участвующие в обновлении, расширении, реконструкции и т. д. основных средств, — среднесрочными и долгосрочными;
- по размеру: крупные кредиты (размер которых превышает 5% собственных средств (капитала) банков), средние (величиной от 1 до 5% собственных средств банков) и мелкие кредиты (величиной менее 1% собственных средств банков);
- по обеспечению:
  - необеспеченные (бланковые) кредиты;
  - обеспеченные кредиты, которые по характеру обеспечения подразделяются на: залоговые кредиты, кредиты под обеспечение поручительствами третьих платежеспособных лиц и банковскими гарантиями, застрахованные кредиты;
- по валюте предоставления средств: кредиты в национальной валюте, кредиты в иностранной валюте, кредиты с правом выбора заемщиком валюты кредита (мультивалютные кредиты);
- по способам выдачи и погашения кредитов (методам кредитования): разовые, срочные кредиты, кредитные линии, овердрафты, синдицированные кредиты;

- по направлению выдачи: кредиты, выдаваемые на расчетный (текущий) счет заемщика, и кредиты, выдаваемые непосредственно на проведение платежей (платежные кредиты (не разрешены правилами ЦБ РФ));
- по видам процентных ставок: кредиты с фиксированной процентной ставкой и кредиты с плавающей процентной ставкой;
- по периодичности погашения: кредиты, погашаемые единовременно (на определенную дату, обычно в конце срока договора) и погашаемые в рассрочку (частями — равномерными или неравномерными, в сроки, согласованные с банком);
- по степени риска: стандартные кредиты, нестандартные кредиты, сомнительные кредиты, проблемные кредиты и безнадежные кредиты[1].

Состав кредитных продуктов у каждого банка определяется целевыми группами клиентов и спецификой их финансовых потребностей, которые, прежде всего, различаются в сфере обслуживания текущей деятельности и развития бизнеса. Поэтому базовыми видами кредитных продуктов являются краткосрочные (на текущие нужды) и инвестиционные продукты. Они должны обеспечивать индивидуальный подход к заемщикам при стандартных кредитных процедурах банков.

Краткосрочные кредитные продукты банков отличают следующие особенности:

- кредит используется для поддержки действующего бизнеса, не меняет структуру и качество производственных мощностей, не требует разработки и представления в банк инвестиционного проекта и бизнес-плана его реализации;
- источником возврата кредита выступает текущая выручка от реализации продукции (оказания услуг, выполнения работ), и, соответственно, кредит возвращается сразу после завершения одного операционного цикла предприятия;
- надежность кредита определяется банками на основе анализа общей кредитоспособности предприятия и денежных потоков по его банковским счетам.

В целом такие кредиты надежным заемщикам существенно снижают кредитные риски банков и риски ликвидности и платежеспособности

[1] Категории качества кредитов в соответствии с Положением ЦБ РФ № 254-П от 26.03.2004 г.

заемщиков[1] и ускоряют оборачиваемость кредитных вложений банков и капитала заемщиков. Назначение данных продуктов состоит в стимулировании непрерывности текущего платежного оборота компаний, своевременное начало и завершение которого обеспечивает погашение кредитов, что требует от банков разработки условий данных продуктов в полном соответствии с его закономерностями. Только на этой основе может быть обеспечена активная роль банков в организации платежного оборота предприятий и банковские гарантии эффективности их бизнеса и развития рыночной экономики. Как свидетельствует зарубежная практика, ее обеспечивают кредиты до востребования, выдача и погашение которых осуществляются в пределах открытого лимита и общего срока действия соглашения в полном соответствии с кругооборотом капитала компаний[2].

Инвестиционные кредитные продукты банков имеют свою специфику, которая состоит в следующем:

- кредит изменяет качество и структуру производственного потенциала предприятий, т. е. участвует в создании новых, более совершенных, основных фондов и нематериальных активов, технологий и производственных мест;
- обязательным условием получения кредита является представление инициаторами проектов банку бизнес-планов их практической реализации;
- участие банка в кредитовании проектов может осуществляться в разных формах (инвестиционное, проектное кредитование, проектное финансирование, лизинг, покупка ценных бумаг предприятий — инициаторов проекта) и на разных этапах реализации проекта, исходя из уровня риска, который готов принять на себя банк;
- инвестирование банком средств в проект осуществляется в течение длительного срока, определяемого периодом освоения нового производства или окупаемости затрат действующих предприятий. Соответственно кредит, является средне- или долгосрочным;

---

[1] Поддерживая непрерывность платежного оборота предприятий.

[2] Эти кредиты исторически обусловили отличия систем краткосрочного кредитования западных стран друг от друга, которые в США основаны на кредитных линиях, в Германии — на контокоррентных кредитах, в Великобритании — овердрафтах. В США кредитные линии открываются на срок 1–2 года с последующей пролонгацией договора, а для надежных заемщиков — сразу на 5–10 лет; в Великобритании и Германии сроки названных кредитных продуктов также составляют несколько лет с их последующим продлением на аналогичный срок.

- погашение кредита и процентов по нему осуществляется преимущественно или только за счет доходов от реализации инвестиционного проекта.

Специфика инвестиционных кредитов выдвигает на первое место детальный анализ не самого заемщика (его текущей кредитоспособности и делового риска), а эффективности его инвестиционного проекта и его инвестиционной кредитоспособности. Инвестиционная кредитоспособность характеризует способность заемщика к своевременному и полному погашению кредита в результате реализации проекта. Оценивать инвестиционную кредитоспособность следует, увязывая текущее финансовое состояние заемщика с денежными потоками проекта, что позволяет спрогнозировать, как реализация проекта повлияет на него и, наоборот, как предприятие с генерируемыми им рисками способно снизить эффективность проекта либо даже оказаться не в состоянии осуществить проект.

Как правило, российские банки при оценке инвестиционных проектов отдают предпочтение при их анализе и отборе финансовым показателям проектов. Вместе с тем, как свидетельствует передовой зарубежный и российский опыт, более правильным является первоначальная оценка и отбор проектов по экономическим критериям, включающим изучение стратегических приоритетов (целей) проектов и их соответствия инвестиционной политике банка. Здесь основным фактором привлекательности проектов для банка выступает развитие какого-либо отраслевого или регионального рынка за счет наращивания конкурентных преимуществ заемщиков путем внедрения современных технологий, техники, диверсификации бизнеса. Помимо стратегических задач инвестиционных проектов их оценка по экономическим критериям должна включать анализ обоснованности планов практической реализации проектов, рыночной конкурентоспособности продуктов или услуг, планируемых к выпуску (оказанию), опыта и финансового состояния партнеров заемщика по проектам.

Кредитными продуктами, востребованными предприятиями нефинансового сектора экономики на этом рынке, являются:

- *на текущие нужды* — кредиты на закупку сырья, материалов, комплектующих изделий, на оплату выполненных работ и услуг, на завершение расчетов, на выплату заработной платы, оплату таможенных платежей, налогов и сборов, на пополнение оборотных средств;
- *на инвестиционные цели* — кредиты на осуществление реконструкции, модернизации, технического перевооружения основных фон-

дов, их расширение, обновление, строительство новых сооружений и производств, организацию выпуска новой продукции, создание опытных образцов, НИОКР и т. д.

О распределении кредитных продуктов, предоставленных организациям нефинансового сектора экономики, можно судить на основании данных табл. 3.5.

3. Порядок и степень участия собственных средств заемщика в кредитуемой операции — или, в современной интерпретации, **условия доступа заемщика на кредитный рынок**. Данное положение учитывается банками непосредственно при кредитовании инвестиционных проектов в виде требования обязательного участия их инициаторов в объеме как минимум 30% проектных затрат и опосредованно — при оценке возможности выдачи кредитов и определении их параметров (путем анализа кредитоспособности заемщика), т. е. как источник возврата долга. При значительных объемах выдачи средств (например, синдицированные кредиты) и их предоставлении без обеспечения для банков важное значение имеет введение в кредитный договор финансовых ковенант, ограничивающих действия заемщика на период кредитования, в части требований по поддержанию определенной величины и структуры собственного капитала и обязательств, при нарушении которых банки могут потребовать досрочного возврата долга по всем выданным кредитам.

4. **Границы кредита** находят выражение в лимитах кредитования, устанавливаемых банком с учетом требований ЦБ РФ, своей кредитной политики, организационной структуры и видов кредитных продуктов. Они имеют целью ограничение кредитных рисков банка:

- по отдельным заемщикам (лимиты кредитования на одного заемщика (группу связанных заемщиков) по всем видам кредитных продуктов данного банка);
- по каждому кредитному продукту конкретного заемщика;
- по кредитному портфелю в целом, что предполагает его диверсификацию на основе лимитов кредитования, устанавливаемых по группам заемщиков[1] и по видам кредитных продуктов[2], и определяет структуру ресурсной базы банков;
- по коллегиальным органам управления, комитетам, должностным лицам и филиалам банка, определяющее их полномочия по приня-

[1] В разрезе их отраслей, географических регионов, форм собственности, масштабов бизнеса, классов кредитоспособности и пр.

[2] Краткосрочные и инвестиционные, в рублях и иностранной валюте и т. д.

тию решений в сфере кредитования и регулирующее кредитные вложения филиалов.

Таким образом, следует говорить о системе лимитов кредитования, которые должны охватывать все виды кредитных продуктов банка, иметь разное назначение и быть связанными друг с другом. Банки должны определять подходы к их расчету и регулированию, способам компенсации заемщиками принятых банком твердых обязательств по выдаче кредитов и применять кредитные продукты с разными вариантами использования лимитов заемщиками (например, с правом или без права их превышения, что не запрещено ЦБ РФ).

5. **Кредитные технологии.** Исходя из понятия технологии как последовательности методов, операций и процедур, их можно рассматривать с нескольких позиций:

- во-первых, как организацию кредитного процесса банка в целом. При этом кредитный процесс определяется нами как комплекс последовательных, регламентированных процедур и действий банка, увязанных с его стратегическими и текущими приоритетами развития, по разработке и продаже кредитных продуктов и управлению отношениями в области кредитования. При этом любой кредитный продукт неотделим от бизнес-процессов его продажи (доведения до конкретного заемщика) и сопровождения, а значит, должен проектироваться вместе с ними как технология кредитования;
- во-вторых, в более узком смысле — как конкретные методы и приемы разработки и продажи кредитных продуктов, выступающие неотъемлемым элементом маркетинговой и кредитной политики банков, а также как способы выдачи и погашения кредитов. В современных условиях методы разработки и продажи кредитных продуктов развиваются в направлении обеспечения клиентоориентированного подхода. Этот подход обеспечивают: CRM (Customer Relationship Management), дистанционные каналы обслуживания (интернет-банкинг), стратегия совмещенных продаж продуктов банка (и его партнеров) и обратная связь с клиентами.

CRM выступает современной технологией управления взаимоотношениями с клиентами на всех стадиях разработки и продажи продуктов, стратегией организации бизнеса и должна основываться на передовых информационных системах. CRM предполагает наличие единого хранилища информации, где в любой момент доступны все данные о клиентах на всех этапах их жизненного цикла и по всем случаям взаимодействия с ними, систематизацию и постоянный анализ полученной

информации о клиентах. IT-системы путем оценки клиентской базы позволяют банкам параметризировать поведенческие характеристики, выявлять специфические потребности клиентов и предлагать соответствующие им кредитные продукты, т. е. обеспечивать индивидуальный подход к клиентам и принятие управленческих решений. Внедрение CRM-технологий является практически важным для банков РФ в свете перехода к продвинутым подходам Базеля II, предполагающих использование банками внутренних рейтингов и моделей. Однако пока они доступны лишь крупным банкам в силу высокой стоимости их внедрения (по разным оценкам, в пределах $3–8 млн США). Здесь банки могут снижать расходы путем предоставления клиентам возможности изменения своих персональных данных с помощью интернет-портала.

Под совмещенными продажами нами понимается продажа двух или более отдельных[1] продуктов в одном пакете. Например, комбинация банковских кредитных и страховых продуктов или комбинация только банковских продуктов. Совмещенные продажи могут организовываться банками путем выбора продукта первоначального (наиболее частого) пользования клиентом (т. е. основного продукта) и привязки к нему дополнительных продуктов, при этом клиент для получения доступа к последним должен принимать предложение целиком (так называемые связанные или перекрестные продажи). Например, «кредит» (основной продукт) и «расчетный счет» (дополнительный продукт, причем с обязательством клиента о проведении по нему в определенной доле или полностью оборотов по кредитуемой сделке), или «кредит» и «депозит» (с оформлением прав по нему в залог банку, что делает возможным упрощенную процедуру рассмотрения кредитной заявки), или «кредит на инвестиционные цели» и «кредит на пополнение оборотного капитала», или «кредит» и «гарантийные продукты» (аккредитив, банковская гарантия, поручительство банка), или «кредит банка» и «страховые продукты» его партнеров (например, страхование залогового имущества).

Преимущества стратегии совмещенных продаж для банков состоят в экономии затрат (на маркетинговые исследования, привлечение новых и удержание старых клиентов) за счет продажи уже имеющимся клиентам не одного, а сразу нескольких видов продуктов и в заранее подготовленном пакете, в росте доходов от одного клиента и повышении лояльности клиентов, в снижении кредитных рисков, улучшении характеристик продуктов, стимулировании спроса на них и дифферен-

[1] Для которых существуют индивидуальные рынки.

циации линейки продуктовых предложений, что затрудняет их копирование конкурентами. Этими выгодами банки могут делиться с клиентами, продавая им второй и каждый следующий продукт в составе пакета по более низкой цене. Анализ эффекта и потенциала данной стратегии может проводиться банками, например, по показателю среднего количества банковских продуктов (по которым было движение средств за анализируемый период) на одного клиента.

Обратная связь с клиентами предполагает их информирование о линейке и преимуществах кредитных продуктов банков и получение от них отзывов, в том числе по уже приобретенным в банке кредитным продуктам, необходимых для приближения этих продуктов и способов их продажи к потребностям клиентов. Она может быть организована с помощью интернет-сайта банка, обращений клиентов в его филиалы, представительства и анкетирования компаний.

В свою очередь, способы выдачи и погашения кредитов регламентированы ЦБ РФ в виде незакрытого перечня: разовое предоставление денежных средств заемщику на его банковский счет, открытие кредитной линии (под лимит выдачи или лимит задолженности), кредитование банковского счета клиента-заемщика при недостаточности или отсутствии на нем денежных средств (овердрафт). Рассмотрим эти способы подробнее.

Так, *разовые кредиты* — это кредиты, которые предоставляются заемщикам от случая к случаю на удовлетворение различных потребностей. При этом каждый кредит оформляется индивидуальным кредитным договором с указанием цели и суммы кредита, срока его возврата, размера процентной ставки и обеспечения кредита. Выдача разового кредита производится единовременно с простого ссудного счета с зачислением суммы кредита на расчетный счет заемщика. Заемщик может иметь в банке несколько простых ссудных счетов, если он одновременно пользуется кредитами на разные цели, сроки и под разную процентную ставку. Погашение кредитов может производиться как единовременно, разовым платежом по окончании установленного в договоре срока возврата кредита, так и периодически, в согласованные с банком сроки, в соответствующей оговоренной сумме.

Открытие *кредитной линии* представляет собой принятие банком обязательства предоставлять заемщику кредиты в пределах заранее установленного на определенный срок лимита, который может быть использован им на основании кредитного договора по мере возникновения потребности в дополнительных средствах в пределах установленного срока без дополнительных переговоров с банком и какого-либо документаль-

ного оформления. Кредитная линия открывается, как правило, на один год, но может открываться и на меньший срок (например, полгода). Лимит кредитования может пересматриваться банком по просьбе клиента при наличии достаточных оснований. В то же время он не является обязательным для банка в плане выдачи кредитов, если банк установит ухудшение финансового положения заемщика, снижение поступлений на его расчетный счет и прочие неблагоприятные факторы.

Кредитные линии могут быть: возобновляемые (кредитование под лимит задолженности) и невозобновляемые (кредитование под лимит выдачи). Под *возобновляемой (револьверной) кредитной линией* понимается договор о предоставлении заемщику кредитов, в котором определяется максимальный размер единовременной задолженности заемщика по полученным кредитам (лимит задолженности) с учетом всех выдач и погашений кредитов. Неоднократные автоматические выдачи и погашения кредитов в рамках возобновляемой кредитной линии являются ее главным достоинством. Под *невозобновляемой кредитной линией* понимается договор, по которому предусмотрена выдача кредитов несколькими суммами (траншами) в пределах общей суммы договора (лимита выдачи) независимо от их частичного погашения. Лимит выдачи считается полностью использованным, если оборот суммарной выдачи кредитов по всем траншам равен сумме, предусмотренной в кредитном договоре. Такая кредитная линия подходит для кредитования компаний-заемщиков с неравномерным (сезонным) кругооборотом капитала, у которых она будет обслуживать постепенное нарастание затрат с последующим погашением кредитов по мере реализации готовой продукции (товаров).

Овердрафт представляет собой особую форму краткосрочного кредита, при которой банк осуществляет кредитование расчетного или текущего счета клиента. Под кредитованием счета, согласно ст. 850 ГК РФ, понимается осуществление банком платежей со счета, несмотря на отсутствие или недостаток на нем денежных средств. Кредитование счета клиента может осуществляться только в том случае, если оно предусмотрено в договоре банковского счета. Овердрафт выступает льготной формой кредитования, т. е. он предоставляется самым устойчивым в финансовом отношении заемщикам при кратковременном недостатке (отсутствии) у них на счетах средств для совершения платежей и предоставляется, соответственно, на очень короткий срок.

Кредитование в форме овердрафта, так же как и по кредитной линии, осуществляется при установленных клиенту лимите (максимальной сумме, на которую могут быть проведены операции по счету сверх

остатка средств на счете) и сроках, в течение которого должны быть погашены выданные кредиты. При этом следует различать общий срок кредитования по овердрафту (например, один год) и срок выдачи каждого кредита в рамках этого общего срока договора об овердрафте с клиентом (например, 14 дней). Образовавшееся при овердрафте на расчетном или текущем счете клиента дебетовое сальдо переносится с данного счета на отдельный ссудный счет по учету кредитов в форме овердрафта. Погашаются кредиты по овердрафту с расчетного или текущего счета клиента ежедневно в конце операционного дня свободным остатком средств на данном счете (после проведения банком всех платежей клиента).

Эти способы определяют для банков порядок регулирования ссудной задолженности и подходы кредитного мониторинга. По существу, они должны обеспечивать выдачу кредитов непосредственно в момент возникновения у заемщиков потребности в средствах, банковский контроль целевого использования кредитов и погашение задолженности в момент формирования у заемщиков источников ее возврата, т. е. соответствовать закономерностям платежного оборота клиентов и минимизации кредитных рисков банков.

Соответственно, способы выдачи и погашения кредитов следует рассматривать как целенаправленное сочетание организационно-экономических приемов предоставления и погашения кредитов, которые на основе обеспечения непрерывности платежного оборота заемщиков должны способствовать снижению кредитных рисков банков. В рамках правил ЦБ РФ данным условиям наиболее всего отвечает такая технология кредитования, как кредитная линия. Это подтверждается результатами мониторинга ЦБ РФ спроса клиентов на банковские услуги, по итогам которого на нее приходится наибольший процент из всех кредитных продуктов банков — 24%[1].

6. **Учетный регистр кредита.** В современных условиях понятия специальных и простых ссудных счетов уже не применяются ни в нормативной базе ЦБ РФ, ни в экономической литературе, ни на практике, вместо них используется общее понятие «ссудный счет» как счет, на котором отражается задолженность клиента перед банком. Тем не менее в ситуации, когда кредиты выдаются дискретно на разовые цели на расчетные счета заемщиков, а не в порядке авансирования их затрат (непосредственно на совершение платежа) и погашаются с расчетных счетов в установленные в договоре сроки (а не в оперативном поряд-

[1] *Спицын С. Ф.* О роли кредитных организаций в развитии экономики // Деньги и кредит. 2010. № 11. С. 20.

ке по мере поступления выручки от кредитуемых сделок), следует говорить об использовании простых ссудных счетов. С учетом частоты проведения операций по этим счетам можно говорить о разном режиме их работы, что отражается в размере комиссий, взимаемых банками за их обслуживание.

7. **Кредитный мониторинг.** Качество его организации непосредственно определяет долю проблемных кредитов в портфеле банка, востребованность его кредитных продуктов и финансовую устойчивость. Кредитный мониторинг должен осуществляться на трех уровнях, в соответствии с которыми можно выделить его следующие виды:

- мониторинг кредита, в ходе которого банк оценивает соблюдение принципов кредитования, положений своей кредитной политики, кредитно-обеспечительных договоров и лимитов кредитования (в зависимости от технологии кредитования), отслеживает финансовое состояние заемщиков, выявляет признаки проблемных кредитов в соответствии с внутренними регламентами, разрабатывает план мероприятий по предотвращению просроченной задолженности и, если она образовалась, по ее взысканию. При этом наиболее важны причины образования проблемной задолженности, которые можно разделить на две группы: а) по вине заемщика (связаны с его финансовыми и прочими трудностями) и б) обусловленные действиями банка (неадекватная оценка кредитного риска, слабый кредитный мониторинг и т. д.). Последние причины обязательно учитываются в ходе мониторинга кредитного процесса. Целью мониторинга кредита является обеспечение его возврата путем раннего выявления признаков проблемной задолженности и принятия оперативных мер;
- мониторинг кредитного портфеля, в ходе которого банк отслеживает его структуру в динамике в целях предотвращения концентрации кредитных рисков, повышения доходности кредитных вложений и определения соответствия параметров портфеля своей кредитной политике.

В ходе мониторинга кредита и кредитного портфеля банк получает информацию для третьего вида мониторинга — мониторинга кредитного процесса. Его главной целью выступает совершенствование кредитного процесса, выражающееся в устранении слабых участков кредитного процесса как технологии кредитования и на этой основе в создании принципиально новых кредитных продуктов и росте конкурентных преимуществ банка.

Несмотря на различия по содержанию и целям, все три вида мониторинга тесно взаимосвязаны и требуют комплексного применения. Их объединяет общая цель — снижение кредитных рисков банка, регулярный характер и охват всех стадий кредитного процесса. Наряду с этим мониторинг кредитного процесса направлен еще на реализацию клиентоориентированного подхода как основного подхода в деятельности банков при работе со всеми группами заемщиков.

Банковские корпоративные кредиты на вышеперечисленных условиях предоставляются организациям различных отраслей народного хозяйства. Об отраслевом разрезе кредитов хозяйству дают представление данные табл. 3.7.

Таблица 3.7

Кредитование нефинансового сектора экономики в разрезе отраслей хозяйства (на начало года, в % к итогу)

Отрасли хозяйства	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Промышленность	42,2	43,3	39,9	37,6	33,5	27,5	27,9	25,3	22,5	24,7	23,5
Сельское хозяйство	1,5	1,9	2,4	2,7	3,3	3,7	4,9	5,1	2,7	2,5	2,5
Строительство	6,0	4,5	4,8	5,0	5,4	5,7	6,7	8,2	5,3	5,3	6,1
Торговля	18,6	213	23,5	23,2	22,4	29,8	26,6	25,6	23,4	22,8	22,9
Транспорт и связь	5,2	4,8	5,0	5,8	5,7	5,0	5,0	5,0	3,9	4,8	4,1
Прочие отрасли и виды деятельности[1]	26,5	24,3	24,3	25,7	29,7	28,3	28,9	30,8	42,2	40,0	41,0
Всего	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

Источник: Рассчитано автором по данным Бюллетеня банковской статистики ЦБ РФ (региональное приложение).

Как свидетельствуют данные табл. 3.7, среди нефинансовых организаций основной группой заемщиков выступали организации прочих отраслей и видов деятельности (по итогам 2010 г. на них приходился 41% общей суммы кредитов), предприятия промышленности (23,5%) и тор-

[1] Включая операции с недвижимостью (с 1 января 2008 г.) и на завершение расчетов (с 1 января 2009 г.).

говые организации (22,9%). Это позволяет сделать вывод о меньшей ориентации банков на производственную сферу, которая является залогом стабильного развития экономики, чем на сферу обращения.

Анализ структуры кредитного портфеля банков по валюте выданных кредитов показывает абсолютное преобладание кредитов, предоставленных в национальной валюте (российских рублях), что подтверждают данные табл. 3.8. Причем четко прослеживается тенденция снижения доли кредитов, предоставляемых в иностранной валюте: с 33,5% в 2000 г. до 27,3% в 2010-м.

Таблица 3.8

Структура кредитов, предоставленных организациям нефинансового сектора, по видам валюты, % к итогу

Показатели	на 01.01										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Доля кредитов в рублях	66,5	69,0	65,5	67,0	72,4	70,7	75,4	74,5	71,5	72,9	72,7
Доля кредитов в иностранной валюте	33,5	31,0	34,5	33,0	27,6	29,3	24,6	25,5	28,6	27,1	27,3
Всего	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**

Источник: Рассчитано автором по данным Бюллетеня Банковской статистики ЦБ РФ за 2001–2010 гг.

При анализе кредитной активности банков следует учитывать, что непосредственно влияет на экономический рост не кредитование нефинансового сектора экономики в целом, а конкретно инвестиционное кредитование. Его анализ позволяет сделать ряд выводов. Особенностью финансирования инвестиций предприятий в основной капитал являлось превалирование привлеченных средств, из которых преобладали бюджетные ассигнования, средства вышестоящих организаций и банковские кредиты. Доля последних в источниках финансирования инвестиций в основной капитал за 2000–2009 гг. выросла в 3,6 раза (с 2,9 до 10,3%), чему в докризисный период способствовали экономический рост и улучшение финансового состояния предприятий. Однако эта доля оставалась низкой — на уровне 10% (в среднем за последние пять лет)

и была меньше доли собственных средств предприятий (41% в среднем за тот же период); для сравнения: в развитых странах за счет банковских кредитов финансируется свыше 50% инвестиционных проектов[1].

Низкая доля долгосрочных кредитов (свыше 3 лет) нефинансовых организаций в кредитном портфеле банков (за 2010 г. — 38,3%) и в инвестициях компаний в основной капитал (на уровне 10%), неразвитость функций банков по созданию кредитных продуктов, инициирующих инвестиционные потребности заемщиков, и гарантийных кредитных продуктов говорят о том, что на рынке банковских корпоративных кредитов реализуется лишь его спекулятивный характер. Для сравнения: в странах ЕС 52% всех кредитов выдаются на срок свыше пяти лет[2]. В современных условиях РФ не выполняет капиталотворческую функцию в экономике и сдерживает инвестиционную активность ее субъектов.

То обстоятельство, что в структуре источников инвестиций компаний в основной капитал у нас на долю ресурсов рынка капитала[3] приходится только 12% (в среднем за последние пять лет), означает его серьезное отставание в функциональном и институциональном развитии. Несмотря на докризисную (до 2008–2009 гг.) общемировую тенденцию усиления роли рынка ценных бумаг как канала финансирования инвестиций компаний, доля эмиссионных источников в инвестициях в основной капитал у российских компаний остается низкой. В этой связи первостепенное значение для национальной экономики имеет доступность и гибкость банковских кредитов и прежде всего долгосрочных, которые только и обеспечивают экономический рост.

Долгосрочное кредитование сдерживают низкая капитализация банков при недостатке внутренних резервов ее роста, краткосрочный характер их ресурсов, которые они не могут трансформировать в инвестиции по причинам отсутствия эффективной системы рефинансирования ЦБ РФ. Наращивание ресурсной базы банковской системы, и прежде всего долгосрочной, может быть решено на основе формирования ее многоуровневой структуры (крупные и средние региональные банки) с включением в ее состав организаций, сутью деятельности которых является

---

[1] *Дворецкая А. Е.* Долгосрочное банковское кредитование как фактор эффективного финансирования экономического роста // Деньги и кредит. 2007. № 11. С. 25.

[2] *Кроливецкая В. Э., Тихомирова Е. В.* Банки в системе инвестиционного финансирования реального сектора экономики России// Деньги и кредит. 2008. № 11. С. 24.

[3] С учетом рынка ценных бумаг.

размещение средств на условиях возвратности, платности и срочности (учреждений кредитной кооперации, микрофинансовых организаций, фондов поддержки малого и среднего бизнеса, лизинговых компаний и др.) при определении миссии каждого участника кредитного рынка, а также вовлечения в сферу кредитования средств валютных резервов РФ, пенсионных, страховых и прочих фондов.

Кроме того, инвестиционные потребности российской экономики требуют модернизации кредитной стратегии и кредитной политики банков. Определяющей для банков здесь должна стать ориентация на потребности клиентов, через выявление, изучение которых и грамотное структурирование кредитных продуктов банки смогут обеспечивать инициирование инвестиционных потребностей компаний. Перспективными здесь представляется развитие проектного кредитования, проектного финансирования (для реализации крупных проектов — на синдицированной основе), кредитование стартового бизнеса (кредиты малым и средним предприятиям).

3.3.3. Банковский рынок потребительских и других кредитов

Рынок банковских потребительских кредитов. Активное развитие в России в последние годы получил рынок банковского кредитования физических лиц (банковский рынок потребительских кредитов), несколько снизив темпы своего роста в кризисный 2008 г. и послекризисные годы (табл. 3.9).

Таблица 3.9

Структура потребительских кредитов, выданных российскими банками

По состоянию на 01.01	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1. Кредиты, предоставленные физическим лицам, млрд руб. всего	1179,2	2065,2	2971,1	4017,2	3573,8	4084,8
из них:						
1.1 — резидентам	1174,9	2059,5	2963,6	4005,8	3563,6	4071,4
1.2 — нерезидентам	43	5,7	7,5	11,4	10,2	13,4
2. Доля потребительских кредитов в составе кредитов нефинансового сектора экономики, %	19,5	23,3	20,9	20,2	18,1	18,4

По типу заемщиков это кредиты, предоставляемые: всем слоям населения, определенным возрастным или социальным группам, VIP-

клиентам, студентам, молодым семьям. Основными кредитными продуктами на этом рынке являются: кредиты ипотечные (на строительство или приобретение жилья, приобретение земельных участков, строительство загородной недвижимости, гаражей, надворных построек), кредиты на образование, лечение, приобретение товаров длительного пользования (бытовой техники, автомобилей, мебели, средств малой механизации), предметов роскоши, антиквариата. Так, по состоянию на 1 января 2011 г. общий объем кредитов, предоставленных банками российским гражданам, составил 4,1 трлн руб., или около 8% ВВП. 32% этого объема (1,3 трлн руб.) приходится на жилищные кредиты, 15% — на автокредиты (600 млрд руб.), 40% — на нецелевые потребительские кредиты. Около 85% составляют рублевые кредиты. При этом следует отметить, что в США общая задолженность населения перед финансовыми институтами превышает 150%, в странах Западной Европы — 80%, Центральной и Восточной Европы — 20–30% ВВП, причем большая часть приходится на жилищные кредиты.

Среди кредитов физическим лицам подавляющую долю составляют ссуды со сроком погашения более трех лет. На них приходится около 72% портфеля кредитов. Второе место занимают кредиты от года до трех лет (18% портфеля) и от полугода до года (10% портфеля). Большая срочность подавляющей части ссуд обеспечивает банки, занимающиеся подобными кредитами, высокими доходами на несколько лет вперед.

Наиболее крупные банки — кредиторы физических лиц по состоянию на 1 января 2011 г. представлены в табл. 3.10.

Таблица 3.10

Банки — лидеры по объемам кредитования физических лиц на 1 января 2011 г.

Место в рейтинге	Наименование банка	Кредиты, выданные физическим лицам, тыс. руб.	Кредиты, выданные физическим лицам, в % к активам банка
1	Сбербанк России	1 301 268 097	14,23
2	ВТБ24	403 840 271	43,06
3	Росбанк	136 872 737	29,00
4	Русфинанс Банк	88 688 570	94,43
5	Россельхозбанк	84 466 498	7,82
6	Хоум Кредит Банк	81 837 926	68,37
7	Альфа-Банк	81 078 064	9,21

Место в рейтинге	Наименование банка	Кредиты, выданные физическим лицам, тыс. руб.	Кредиты, выданные физическим лицам, в % к активам банка
8	Райффайзенбанк	75 775 198	14,87
9	Русский Стандарт	75 515 134	51,39
10	Уралсиб	68 095 675	15,66

Источник: Рейтинг (рэнкинг) российских банков по ключевым показателям деятельности. Рассчитывается по методике портала Banki.ru с использованием отчетности кредитных организаций РФ, публикуемой на сайте Банка России (http://www.banki.ru/banks/ratings/).

Оформление кредитных сделок осуществляется на основе заключения прямых кредитных договоров между заемщиками — физическими лицами (резидентами и нерезидентами) и банками преимущественно в форме разового целевого кредита. Физические лица в последнее время активно стали пользоваться банковскими дебетовыми картами с правом овердрафта, а также кредитными банковскими картами, что позволяет приобретать в пределах установленных лимитов разнообразные товары и услуги в кредит, не обращаясь каждый раз в банк.

Рынок банковских кредитов для государственных финансовых органов незначителен как по своему объему, так и по доле, занимаемой им на банковском кредитном рынке (всего 1,2% на 1 января 2010 г.). Основными кредитными продуктами этого сегмента банковского кредитного рынка являются:

- кредиты под кассовый разрыв между доходами и расходами бюджета;
- кредит для покрытия бюджетного дефицита;
- кредиты для финансирования целевых программ социально-экономического развития регионов. Технология выдачи этих кредитов: разовая выдача или в порядке открытия невозобновляемой кредитной линии. В качестве заемщиков выступают: Министерство финансов РФ, финансовые органы субъектов РФ и местных органов власти.

Одновременно названные финансовые органы оказывают косвенную кредитную поддержку банкам, выступая в роли гарантов для них по инвестиционным кредитам и кредитам малому и среднему бизнесу. Гарантийный механизм можно рассматривать как инструмент денежно-кредитной политики, стимулирующий кредитные вложения банков в экономику. Однако в отличие от западных стран, где на правитель-

ственные гарантии приходится 40–60% всех средств, выделяемых государством на поддержку банковской системы и бизнеса[1], в России система государственных гарантий пока только развивается.

Ее начало было положено постановлениями Правительства РФ от 14 февраля 2009 г. № 103 и № 104, определившими порядок и условия предоставления государственных гарантий РФ по кредитам банков, привлекаемым организациями, отобранными в установленном Правительством РФ порядке, на осуществление основной производственной деятельности и капитальные вложения, а также на погашение кредитов и облигационных займов, привлеченных ими ранее на эти цели. Механизм государственных гарантий РФ предусматривает распределение кредитных рисков между государством и банками, нацеливая последних на принятие взвешенных рисков, поскольку гарантии обеспечивают кредиты не в полном объеме, а в размере до 50 и до 70%[2] величины основного долга.

Однако гарантийный механизм содержит ряд существенных недостатков, к которым можно отнести следующие:

- гарантии могут быть предоставлены только банкам, имеющим генеральную лицензию ЦБ РФ, что сразу отсекает от них отдельные региональные банки;
- максимальные сроки гарантируемых правительством РФ кредитов (5 лет), а они недостаточны для осуществления крупных инвестиционных проектов;
- покрытие гарантией только суммы кредита (без процентов) и то не в полном объеме, что обесценивает гарантийный механизм;
- требование наличия по кредиту иного (кроме гарантии) обеспечения и общего обеспечения по кредиту (включая гарантию) в размере не менее 100% суммы кредита, что затрудняет кредитование предприятий, не располагающих таким обеспечением.

С учетом вышесказанного, на наш взгляд, сроки, суммы и прочие условия инвестиционных кредитов будут определяться не столько параметрами инвестиционных проектов, сколько требованиями Правительства РФ и Минфина РФ. Поэтому крайне важно устранение указанных недостатков.

---

[1] *Депутатова Е. И.* Особенности структурирования сделок при кредитовании инвестиционных проектов // Банковское дело. 2009. № 10. С. 61.

[2] До 70% — по кредитам стратегических организаций ОПК.

В настоящее время создается Фонд прямых инвестиций как стопроцентная дочерняя организация Внешэкономбанка. Его капитал формируется за счет единого федерального бюджета. При этом ожидается, что на каждый рубль государственных средств будет вложено около 4–5 руб. иностранных партнеров[1]. Судя по публикациям, не совсем понятно, в чем конкретно будут состоять функции данного фонда. По нашему мнению, он мог бы, например, осуществлять финансирование значимых для РФ, ее регионов и областей проектов на их начальных, самых рискованных, стадиях с последующим рефинансированием проектов в коммерческих банках на условиях, более выгодных для заемщиков.

Кроме того, согласно зарубежной практике требует расширения перечень объектов государственных гарантий РФ и муниципальных гарантий. Так, объектом данных гарантий по кредитам отечественных (прежде всего государственных) предприятий[2] должны стать сделки сбыта производимой ими в рамках инвестиционных проектов продукции, когда государство гарантирует банкам в случае дефолта заемщика реализацию данного имущества, оформленного в залог, например, принимая на себя обязательство по его покупке. Также банкам необходимы гарантии государства по выкупу земельных участков сельскохозяйственного назначения, которые не были реализованы на публичных торгах при обращении на них взыскания по земельно-ипотечным кредитам.

Механизм государственной поддержки малого и среднего бизнеса (далее – МСБ), создаваемый в России по образу и подобию зарубежных стран, направлен на устранение основных препятствий, возникающих у данной группы заемщиков при получении кредитов: это высокие процентные ставки, отсутствие залогового обеспечения и кредитной истории, трудности с составлением бизнес-плана. Принимая участие в подобных схемах, государство оказывает преимущественно не прямую, а косвенную финансовую поддержку, обеспечивая тем самым «эффект рычага» от вкладываемых в них бюджетных средств. Так, на одну единицу бюджетных средств, выделенных на реализацию подобных схем, можно обеспечить поддержку при кредитовании субъектов МСБ на сумму как минимум в пять раз большую[3].

---

[1] *Милюков А. И.* Финансово-кредитный механизм развития регионов // Деньги и кредит. 2011. № 10. С. 8.

[2] Например, производителей воздушных, морских судов, легкового автотранспорта, медицинского оборудования.

[3] *Захарченко С. А.* Кредитные гарантии как форма господдержки малого бизнеса // Финансы. 2008. № 7. С. 75.

Механизм прямой и косвенной государственной поддержки МСБ включает в себя:

- субсидирование процентных ставок по банковским кредитам МСБ созданным в рамках Федеральной программы поддержки малого предпринимательства (2004 г.) Федеральным фондом поддержки малого предпринимательства;
- предоставление банкам поручительств по кредитам МСБ образованными в ряде регионов РФ органами государственной власти гарантийными фондами (в более 70 регионов РФ). При этом заемщики, как правило, должны сами обеспечивать определенную часть обязательств перед кредиторами (обычно не менее 30–50% в зависимости от их основного вида деятельности). Ряд фондов заключили соглашения о сотрудничестве с банками-партнерами;
- принятие администрациями субъектов РФ и местными администрациями (в частности, в Москве, Санкт-Петербурге, Ленинградской, Алтайской, Тверской, Ростовской, Свердловской, Белгородской областях) обязательств по субсидированию МСБ процентных ставок и комиссий по кредитам банков, комиссий по поручительствам, выданным гарантийными фондами, а также обязательств по выделению МСБ других целевых субсидий и льготных займов.

3.3.4. Межбанковский кредитный рынок

Межбанковский кредит представляет собой экономические отношения между банками по поводу купли-продажи ресурсов на условиях возвратности, срочности и платности. Сделки осуществляются на одном из сегментов банковского кредитного рынка — рынке МБК. Межбанковское кредитование осуществляется, как правило, в рамках имеющихся корреспондентских отношений между банками. Особенностью межбанковского кредитного рынка является то, что банки периодически выступают на нем то в роли кредиторов, то в роли заемщиков (дебиторов) в зависимости от складывающихся обстоятельств. Другой особенностью межбанковского кредитного рынка является то, что на нем кредиты выдаются только в форме безналичных денег.

Межбанковские кредиты способны оказывать большее или меньшее влияние на экономику страны, включая ее реальный сектор, поскольку они помогают расширять ресурсную базу конкретных кредитных организаций. Однако в условиях российской экономики эта потенциальная возможность межбанковского кредитного рынка предельно ограничена. На передний план выдвинулись другие функциональные свойства

межбанковского кредитования, в частности его свойство перераспределять банковские ресурсы между сегментами финансового рынка, которое непосредственно корреспондируется с потребностями самих банков-заемщиков в обеспечении собственной ликвидности.

Следует различать два уровня межбанковского кредитного рынка: первый уровень отражает движение средств между Центральным банком и коммерческими банками (т. е. движение по вертикали), а второй уровень характеризует движение средств на возвратной основе между самими коммерческими банками (т. е. движение по горизонтали).

Банки во всем мире рассматривают межбанковские кредиты второго уровня как альтернативный источник рефинансирования и предпочитают в первую очередь обращаться к своим партнерам по рынку и лишь затем к Центральному банку, как кредитору последней инстанции.

Структура межбанковского кредитного рынка за последние 5 лет представлена в табл. 3.11.

Таблица 3.11

Структура межбанковского кредитного рынка России, млрд руб.

Наименование статей	На 01.01					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1. МБК – полученные (всего) в том числе:	1106,6	1744,3	2841,4	7010,0	4540,4	4080,6
1.1. Кредиты, депозиты и иные привлеченные средства, полученные от Банка России	20,2	13,8	34,0	3370,4	1423,1	325,7
1.2. Кредиты (депозиты), полученные от других кредитных организаций	1086,4	1730,5	2807,4	3639,6	3117,3	3754,9
2. МБК предоставленные (всего) в том числе:	675,2	1133,7	1688,4	2768,4	3261,2	3554,3
2.1. Депозиты, размещенные в Банке России	7,2	98,1	270,3	267,2	535,3	633,2
2.2. Кредиты, депозиты и иные размещенные средства, предоставленные другим банкам	668,0	1035,6	1418,1	2501,2	2725,9	2921,1

Таблица 3.11 (окончание)

Наименование статей	На 01.01					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
3. Пассивы (активы) банковского сектора	9750,3	14 045,6	20 125,1	28 022,3	29 430,0	33 804,6
4. Доля МБК, полученных в составе банковских пассивов, %	11,3	12,4	14,1	25,0	15,4	12,1
5. Доля МБК, предоставленных в составе банковских активов, %	6,9	8,1	8,4	9,9	11,1	10,5

Источник: Рассчитано по данным статистического приложения к Отчету о развитии банковского сектора и банковского надзора за соответствующие годы.

Данные этой таблицы позволяют сделать следующие выводы:

- наибольшее развитие (по объемам) имеет второй уровень рынка МБК;
- межбанковские кредиты полученные превалируют над межбанковскими кредитами предоставленными (т. е. объемы заимствования выше объемов размещения);
- доля межбанковских кредитов как в составе пассивов, так и в составе активов банковского сектора (за исключением кризисного 2009 г.) относительно невелика (колеблется в пределах 7–11% по размещению и 11–15% по привлечению).

Однако, несмотря на последний вывод, межбанковский кредитный рынок играет большую роль в экономике. Он выполняет следующие функции:

- оперативное перераспределение ресурсов внутри банковского сектора (от банков, имеющих излишек денежных средств, к банкам, которые испытывают их недостаток);
- ускорение процесса мультипликации кредитов;
- обеспечение трансформации (перетока) денежных потоков между различными секторами (сегментами) финансового рынка;
- регулирующая функция: она проявляется в том, что посредством межбанковского рынка происходит регулирование ликвидности банковской системы, а через нее – и всей экономики в целом;

- функция ценообразования реализуется через установление процентной ставки межбанковского рынка;
- информационная функция: реализуется посредством информирования участников рынка об отдельных параметрах уже совершенных или планируемых сделок и, следовательно, позволяет банкам сделать правильные выводы относительно возможности и стоимости своих мероприятий по привлечению или размещению ресурсов на рынке МБК.

Учитывая приоритет первого уровня рынка МБК в конечном регулировании спроса коммерческих банков на дополнительные ресурсы и предложения свободных на данный момент ресурсов, рассмотрим в первую очередь этот подсегмент межбанковского кредитного рынка.

Кредиты Банка России. В соответствии со ст. 28 Федерального закона «О банках и банковской деятельности» при недостатке средств для кредитования клиентов и выполнения принятых на себя обязательств кредитные организации могут обращаться в Центральный банк Российской Федерации за получением кредитов. Центральный банк Российской Федерации является для них кредитором последней инстанции, он организует систему рефинансирования.

Таким образом, в данном случае межбанковские кредитные отношения строятся по вертикали, т. е. между Банком России, который представляет собой первый уровень банковской системы страны, и коммерческими банками, составляющими второй уровень банковской системы. Этот сегмент межбанковского кредитного рынка выполняет следующие функции:

- воздействие на денежно-кредитную сферу для достижении целей денежно-кредитной политики центрального банка и государства;
- регулирование текущей банковской ликвидности;
- обеспечение устойчивости платежной системы;
- пополнение ресурсной базы коммерческих банков для предоставления ими кредитов производительного характера, а также совершения других доходных активных операций;
- предотвращение системных банковских кризисов ликвидности;
- регулирование процентных ставок на банковском кредитном рынке (через ставку рефинансирования).

Участники межбанковского рынка первого уровня могут быть разделены на три класса (см. табл. 3.12).

Таблица 3.12

Участники рынка МБК первого уровня

I **Основные участники рынка**	Банк России и коммерческие банки-резиденты и НДКО, выступающие одновременно и кредиторами, и заемщиками на этом рынке
II **Посредники**	• Фондовые и валютные биржи ЗАО «ММВБ» и ЗАО «Фондовая биржа ММВБ»; • расчетно-кассовые центры ТУ Банка России; • расчетные небанковские кредитные организации (НКО)
III **Вспомогательные, обслуживающие рынок МБК-1 организации**	• рейтинговые агентства, в том числе: – отечественные: «Эксперт РА», «Рус-Рейтинг»; – международные: *Standart & Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings*; • уполномоченные депозитарии НП «Национальный депозитарный центр»; • система Reuters Dealing; • ГК «Агентство по страхованию вкладов»[1]

Исходя из функционального назначения кредиты Банка России можно подразделить на две большие группы.

I группа – *это кредиты ликвидности*, которые удовлетворяют потребность коммерческих банков в денежных средствах для завершения расчетов, т. е. выполнения своих срочных денежных обязательств. К ним относят внутридневной кредит, однодневный кредит (овернайт) и ломбардный кредит краткосрочного характера. Ломбардный кредит обладает определенными особенностями, отличающими его от других кредитов ликвидности Банка России, к которым относятся:

- возможность аннулирования уже поданных заявок на участие в аукционе;
- возможность досрочного погашения выдаваемого кредита;
- начисление процентов при досрочном погашении за действительный срок пользования.

II группа – кредиты, предназначенные для расширения кредитных вложений в реальный сектор экономики (под залог векселей или прав

[1] Реализация залогов по кредитам, обеспеченным правами требования по кредитным договорам КБ со своими заемщиками, и переучтенным векселям КБ.

требований по кредитным договорам сферы материального производства; под поручительства других коммерческих банков — финансово устойчивых) сроком не более года. О развитии рынка МБК первого уровня можно судить на основании следующих данных.

Таблица 3.13

Данные, характеризующие развитие рынка межбанковского кредитования первого уровня (системы рефинансирования)

Показатель	Значение
Объем предоставленных Банком России коммерческим банкам внутридневных кредитов, кредитов овернайт, ломбардных кредитов и кредитов, обеспеченных нерыночными активами или поручительствами, млрд руб.	
за 2004 г.	3086,67
за 2005 г.	6046,18
за 2006 г.	11 324,11
за 2007 г.	13 689,82
за 2008 г.	18 212,79
за 2009 г.	25 872,32
за 2010 г.	28 999,07
за 8 мес. 2011 г.	22 003,38

Источник: www.cbr.ru (http://cbr.ru/dkp/standart_system/print.aspx?file=refinan.htm#3-2).

Все кредиты Банка России можно классифицировать по различным признакам. Современная классификация кредитов исходя из действующих на данный момент правил, условий их предоставления выглядит следующим образом.

Кредитные сделки на этом подсегменте межбанковского кредитного рынка оформляются либо на основании разового кредитного договора, подписанного Банком России и кредитной организацией, либо в рамках Генерального кредитного договора (с заключением отдельных кредитных сделок с помощью механизма оферты и акцепта этой оферты Банком России).

Нормативно-правовое регулирование данного рынка представлено на рис. 3.3.

Таблица 3.14

Классификация кредитов Банка России

№ п/п	Классификационный признак	Виды кредитов ЦБ РФ
1	Исходя из сроков предоставления	• краткосрочные (на 1–7 дней); • среднесрочные (от 30 до 180 дней); • долгосрочные (от 6 мес. до 1 года)
2	В зависимости от наличия обеспечения	• бланковые (необеспеченные); • обеспеченные
3	В зависимости от вида обеспечения	• обеспеченные «рыночными» активами, т. е. ценными бумагами, входящими в Ломбардный список Банка России; • обеспеченные «нерыночными» активами, т. е. кредитными требованиями к организациям, входящим в Перечень, утвержденный Правительством РФ, а также векселями указанных организаций; • обеспеченные поручительствами финансово стабильных кредитных организаций
4	По способу предоставления	• предоставляемые автоматически; • предоставляемые в режиме запроса
5	По целевому назначению	• для регулирования текущей банковской ликвидности; • для пополнения ресурсной базы коммерческих банков
6	По валюте выдачи	• рублевые кредиты; • кредиты в иностранной валюте
7	По виду взимаемых процентных ставок	• кредиты, выдаваемые по фиксированным процентным ставкам; • кредиты, выдаваемые под процентные ставки, определяемые на аукционной основе

Общее представление о видах и условиях предоставления Банком России кредитов рефинансирования коммерческим банкам дает табл. 3.15.

Характерные особенности рынка кредитов Банка России следующие:

- кредиты этого рынка одновременно являются одним из инструментов реализации Банком России денежно-кредитной политики, и, соответственно их объемы и условия должны отвечать задачам ДКП на тот или иной год;

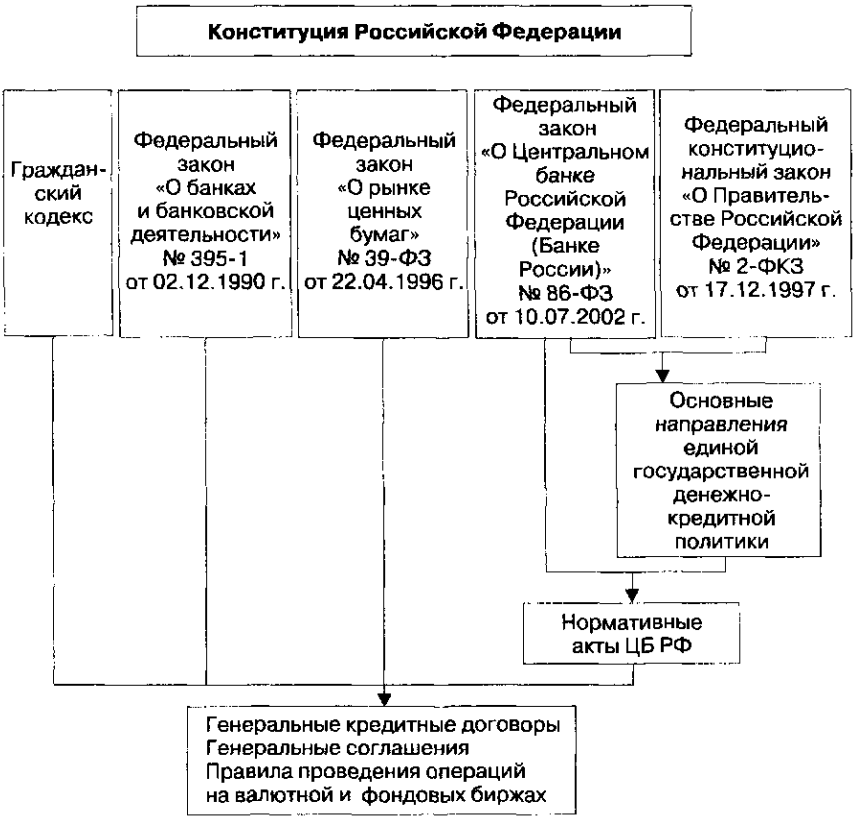

Рис. 3.3. Нормативно-правовое регулирование рынка МБК

- трудности доступа коммерческих банков к кредитам рефинансирования. Для их получения коммерческие банки должны отвечать следующим требованиям: быть отнесены по финансовой устойчивости к I или II категории (по методике Банка России); выполнять обязательные экономические нормативы, регулирующие деятельность банков; не иметь недовзноса в фонд обязательных резервов; не иметь просроченной задолженности по ранее полученным от ЦБ РФ кредитам и процентам по ним, а также других просроченных денежных обязательств перед Банком России; не иметь задолженности по платежам в бюджеты всех уровней; иметь достаточное обеспечение по кредитам; предоставить Банку России право на бесспорное списание средств со своего корреспондентского счета, открытого в РКЦ,

в погашение выданного кредита при наступлении установленного срока. Таким образом, кредиты рефинансирования в России всегда доступны главным образом крупным, высококапитализированным и финансово устойчивым банкам;

- предоставление кредитов в основном сверхкраткосрочного характера для поддержания ликвидности банков (т. е. кредитов I группы — см. табл. 3.15);
- отсутствие возможности пролонгации выданных кредитов;
- лимитирование выдачи каждого вида кредита (каждому банку устанавливаются индивидуальные лимиты кредитования);
- наличие жестких требований, предъявляемых ЦБ РФ к формам и видам обеспечительных обязательств по своим кредитам.

Так, например, обеспечением кредитов I группы (кредитов ликвидности) являются рыночные активы, а именно только ценные бумаги, которые включены Советом директоров Банка России в Ломбардный список. Этот список периодически пересматривается и состоит из высоколиквидных, надежных ценных бумаг, к которым прежде всего относятся государственные облигации, облигации субъектов Российской Федерации, облигации Банка России, а также отдельные корпоративные облигации и акции Агентства по ипотечному жилищному кредитованию и др. Эти ценные бумаги, если они принимаются в обеспечение кредитов Банка России, должны удовлетворять следующим требованиям:

- учитываться на счете ДЕПО банка, открытом в уполномоченном депозитарии;
- принадлежать банку на праве собственности и не быть обремененными другими обязательствами банка;
- срок их погашения должен наступать не раньше чем через семь календарных дней после наступления срока погашения предоставленного Банком России кредита;
- их выпуск допущен к обращению на ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» или ЗАО «Фондовая биржа».

Максимально возможная сумма кредитов (с учетом начисляемых процентов), которую банк может получить, — это рыночная стоимость вышеперечисленных ценных бумаг, скорректированная на поправочный коэффициент Банка России (от 0 до 1), который рассчитывается исходя из возможных колебаний цен этих бумаг. Этот коэффициент устанавливается Банком России в целях снижения своих рисков, связанных с возможным обесценением данных ценных бумаг.

Таблица 3.15

Основные характеристики межбанковских кредитов рынка МБК-1 по состоянию на 01.09.2011 г.

Виды кредитов	Срок	Возможность досрочного погашения	Ставка (в % годовых)	Вид обеспечения	Дата предоставления кредита (Т – дата обращения кредитной организации за кредитом Банка России)	Нормативный документ
Внутридневные	–	–	0	Блокировка ценных бумаг из ломбардного списка Банка России	В течение дня (Т + 0)	Положение № 236-П
				Векселя, права требования по кредитным договорам		Положение № 312-П
				Слитки золота, преданные банком в хранилище Банка России		Положение № 362-П
Овернайт	1 рабочий день	–	8,25%	Блокировка ценных бумаг из ломбардного списка Банка России	В конце дня (Т + 0)	Положение № 236-П
				Векселя, права требования по кредитным договорам		Положение № 312-П
				Слитки золота, преданные банком в хранилище Банка России		Положение № 362-П

Таблица 3.15 (окончание)

Виды кредитов	Срок	Возможность досрочного погашения	Ставка (в % годовых)	Вид обеспечения	Дата предоставления кредита (Т – дата обращения кредитной организации за кредитом Банка России)	Нормативный документ
Ломбардные кредиты	1 календарный день	–	6,5%	Залог ценных бумаг из Ломбардного списка БР	Т + 0	Положение № 236-П
	7 календарных дней	Нет	6,5%	Залог ценных бумаг из Ломбардного списка БР	Т + 0	Положение № 236-П
	7 календарных дней	Нет	Определяется на аукционе	Залог ценных бумаг из Ломбардного списка БР	Т + 1	Положение № 236-П
	3 месяца	Нет	Определяется на аукционе	Залог ценных бумаг из Ломбардного списка БР	Т + 1	Положение № 236-П
Кредиты, обеспеченные ипотечными активами или поручительствами	До 90 календарных дней	Да*	7%	Залог векселей, прав требования по кредитным договорам или поручительствам кредитных организаций	Т + 0	Положение № 312-П
Кредиты, обеспеченные золотом	До 90 календарных дней	Да*	6,75%	Залог слитков золота, находящихся в хранилище Банка России	Т + 0	Положение № 362-П

* С предварительным уведомлением Банка России.

Обеспечением кредитов Банка России II группы (для пополнения ресурсной базы) выступают так называемые нерыночные активы банков: кредитные требования к организациям-заемщикам сферы материального производства, а также векселя этих организаций. Кредиты этой группы могут выдаваться и под поручительства других коммерческих банков. Однако Банк России подходит избирательно к этим видам обеспечения и их первоначальным владельцам. Так, векселедатели и организации-заемщики, обязательства которых перед коммерческими банками передаются последними в залог по кредитам Банка России, должны: быть резидентами РФ; период их деятельности в сфере материального производства должен составлять не менее трех лет с момента государственной регистрации; доли в уставном капитале банка-заемщика должны быть не более 20% от его суммы; иметь рейтинг международной кредитоспособности определенного уровня или быть включенными в Перечень системообразующих предприятий России.

Обеспечительный вексель по кредиту Банка России, а также кредитный договор, право требования по которому передается в обеспечение кредитов Банка России, должны быть: оформлены с соблюдением законодательства Российской Федерации, составлены на русском языке, выписаны в рублях или в одной из иностранных валют (доллар США, евро, английский фунт стерлингов), отнесены к 1-й или 2-й категории кредитного риска, не обременены другими обязательствами банка-заемщика; предусматривают погашение суммы долга в срок не ранее чем через 60 календарных дней после наступления предполагаемого срока погашения кредита Банка России. При этом коммерческий банк до обращения в Банк России за получением кредита должен представить в территориальное управление Банка России отобранные им векселя и (или) кредитные договоры для проверки на предмет соответствия их предъявляемым требования для принятия в обеспечение кредитов.

Банки-поручители должны соответствовать критериям, которые Банк России предъявляет коммерческим банкам-заемщикам (см. с. 153); дополнительно они должны иметь рейтинг международной кредитоспособности соответствующего уровня и быть включены в специальный список банков-поручителей Банка России (т. е. быть финансово устойчивыми).

В конце 2010 г. в соответствии с Положением Банка России от 30.11.2010 г. № 362-П на межбанковском кредитном рынке 1-го уровня появились кредиты, обеспеченные золотом. Правда, возможность

получения таких кредитов Банка России пока предоставлена кредитным организациям только шести регионов России.

Получить кредиты Банка России, обеспеченные золотом, могут *кредитные организации, соответствующие стандартным требованиям*, предъявляемым Банком России к кредитным организациям-контрагентам по операциям денежно-кредитной политики (кредитная организация должна быть отнесена к 1-й или 2-й классификационной группе, выполнять обязательные резервные требования, не иметь просроченных денежных обязательств перед Банком России, в том числе по кредитам Банка России и процентам по ним). Кроме того, до заключения генерального кредитного договора кредитная организация должна предоставить Банку России право на безакцептное списание денежных средств в сумме требований по кредитам Банка России — с корреспондентского счета кредитной организации, открытого в Банке России, и в сумме просроченных требований по кредитам Банка России — с корреспондентского счета и всех корреспондентских субсчетов кредитной организации, открытых в Банке России.

Для получения кредитов Банком России, обеспеченных золотом, кредитной организации следует обратиться в территориальное учреждение Банка России, в котором открыт корреспондентский счет кредитной организации, с ходатайством в произвольной письменной форме о заключении генерального кредитного договора на предоставление кредитов Банка России, обеспеченных золотом.

В генеральном кредитном договоре кредитная организациям может предусмотреть получение следующих *видов кредитов*:

- внутридневные кредиты и кредиты «овернайт»;
- кредиты по фиксированной процентной ставке.

Если кредитная организация намерена пользоваться внутридневными кредитами и кредитами овернайт, то она должна предусмотреть в договоре корреспондентского счета условие об оплате документов, предъявленных к указанному счету, сверх остатка денежных средств на нем, а также о праве Банка России в безакцептном порядке списывать плату за право пользования внутридневными кредитами.

Лимиты кредитования устанавливаются только на получение внутридневных кредитов и кредитов овернайт. Порядок расчета указанных лимитов устанавливается генеральным кредитным договором. Сумма кредитов по фиксированной процентной ставке, которую может получить кредитная организация, определяется стоимостью слитков золота, переданных в хранилище Банка России, свободных от обеспечения других кредитов Банка России.

Предоставление *кредитов по фиксированной процентной ставке* осуществляется в день обращения кредитной организации в Банк России с заявлением на получение кредита Банка России по фиксированной процентной ставке (Т + 0).

Условия предоставления кредитов по фиксированной процентной ставке (срок и процентная ставка) см. в табл. 3.15. Не позднее первого рабочего дня, следующего за днем предоставления кредита овернайт или кредита по фиксированной процентной ставке, территориальное учреждение Банка России, в котором открыт корреспондентский счет кредитной организации, передает (направляет) кредитной организации извещение о предоставлении кредита Банка России, обеспеченного залогом золота, содержащее условия предоставленного кредита Банка России, в том числе перечень слитков золота, отобранных в залог по указанному кредиту. Возврат кредитов овернайт и кредитов по фиксированной процентной ставке и уплата процентов по указанным кредитам осуществляются путем предъявления Банком России инкассовых поручений к корреспондентскому счету кредитной организации.

После заключения генерального кредитного договора кредитная организация передает в одно из хранилищ Банка России золото в стандартных или мерных слитках, соответствующих международным стандартам качества или установленным в Российской Федерации стандартам. Порядок передачи слитков золота в хранилище Банка России установлен генеральным кредитным договором. Плата за нахождение слитков золота в хранилище Банка России не взимается.

Банк вправе в любой рабочий день обратиться в Банк России с ходатайством о возврате слитков золота, переданных Банку России. Возврат слитков золота осуществляется Банком России в случае, если возврат указанных слитков золота не приведет к нарушению обеспеченности предоставленных кредитов Банка России.

Стоимость слитков золота при принятии их в обеспечение по кредитам Банка России определяется исходя из учетной цены золота, установленной Банком России на дату передачи слитков в обеспечение по кредиту Банка России, скорректированной на поправочный коэффициент, который в настоящее время равен 0,9. Переоценка стоимости слитков золота в период их нахождения в залоге по кредиту Банка России не предусмотрена.

Механизм беззалогового *кредитования* коммерческих банков стал инновацией Банка России в деле рефинансирования банковского сектора России в период финансового кризиса 2007–2009 гг. Он осуществлялся на основании Положения от 16 октября 2008 г. № 323-П «О предо-

ставлении Банком России кредитным организациям кредитов без обеспечения», что требовало первоначально внесения изменений в ст. 46 и 76 Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». Беззалоговые кредиты стали предоставляться на срок до одного года (от 5 недель до 3–6 месяцев и более) с учетом наличия у банка-заемщика определенного уровня кредитоспособности, для чего Банк России стал применять рейтинги, присвоенные кредитным организациям Международными рейтинговыми агентствами *Fitch' ratings*, *Standard & Poor's* и *Moody's*, а также национальными рейтинговыми агентствами, определенными решением Совета директоров Банка России. Первоначально это были агентства «Рус-Рейтинг» и «Эксперт РА», а впоследствии НФА и AKSM. Выдача кредитов осуществлялась на аукционной основе с использованием биржевой инфраструктуры.

В соответствии с указанным Положением для каждой кредитной организации (КО), заключившей с Банком России генеральное соглашение, ЦБ РФ устанавливал:

- максимально допустимую сумму денежных средств, в пределах которой ЦБ РФ мог предоставлять КО заемные средства по кредитным договорам (лимит кредитного риска);
- максимально допустимую сумму денег, в пределах которой КО вправе была подавать заявки в ходе кредитного аукциона (лимит по заявкам). Устанавливался также объем одной заявки.

Необеспеченные кредиты Банка России стали решением как проблемы дефицита соответствующего обеспечения у целого ряда коммерческих банков для участия в системе рефинансирования, так и равноправного доступа к инструментам последней. В 2009 г. беззалоговые кредиты стали самым востребованным российскими банками инструментом рефинансирования, на который на отдельные даты приходилось до 70% всего объема рефинансирования банковского сектора со стороны ЦБ РФ. Вместе с тем следует отметить, что поскольку по беззалоговому кредитованию одним из основных критериев доступа к системе рефинансирования Банка России являлся относительно высокий уровень рейтинга коммерческого банка, то круг участников такого механизма кредитования был невелик: 150–160 банков, т. е. не более 10% их общего количества. С 1 января 2011 г. выдача беззалоговых кредитов была отменена. Как мера временного характера она исчерпала себя, но осталась в арсенале инструментов рефинансирования ЦБ РФ на случай возможных кризисных и других непредвиденных обстоятельств. В перспективе Банк России намерен предоставлять любой кредит рефинан-

сирования коммерческим банкам или их совокупность под любой вид обеспечения, утвержденного Советом директоров ЦБ РФ.

Раскрытие характерных особенностей рынка кредитов Банка России позволяет сделать вывод, что в основном они связаны с минимизацией уровня кредитного риска на этом рынке, что очень важно для кредитора последней инстанции, отвечающего за устойчивость всей банковской системы, учитывая ее роль в экономике страны. Можно отдельно выделить способы минимизации кредитного риска на рынке МБК первого уровня. Это, в частности:

- установление требований к финансовому положению коммерческих банков — приемлемых заемщиков центрального банка;
- предоставление центральному банку права бесспорного списания денежных средств с корреспондентского счета коммерческого банка-заемщика в случае возникновения просроченной задолженности по операциям рефинансирования;
- установление общих лимитов на определенную операцию рефинансирования и индивидуальных лимитов на каждого контрагента;
- использование определенных процедур оценки стоимости обеспечения;
- применение поправочных коэффициентов (дисконтов) к рыночной стоимости актива, являющегося обеспечением по операциям рефинансирования (величина дисконта зависит от типа актива, емкости его рынка, кредитного рейтинга эмитента, срока погашения);
- использование информации о кредитных рейтингах международных и национальных рейтинговых агентств, присвоенных коммерческим банкам и лицам, чьи обязательства или ценные бумаги принимаются в обеспечение по операциям рефинансирования;
- установление лимитов на эмитентов ценных бумаг, заемщиков, гарантов, поручителей и отрасли, чьи обязательства входят в залоговый перечень, с учетом связанности между собой;
- требование о внесении дополнительного обеспечения при снижении рыночной стоимости обеспечения до минимального уровня.

Использование таких способов минимизации кредитного риска и жесткое соблюдение прописанных в инструкциях Банка России правил и процедур совершения кредитных операций позволяют ему формировать свой кредитный портфель в основном из кредитов высокого качества.

Свои кредитные продукты Банк России предоставляет, используя следующие *кредитные технологии*: овердрафт (при выдаче внутридневного кредита), овернайт (при выдаче однодневного кредита), ра-

зовое зачисление средств на корреспондентский счет банка (при предоставлении ломбардных кредитов, кредитов под залог золота, векселей и прав требования по кредитным договорам или поручительств других кредитных организаций).

Для получения кредитов Банка России он должен заключить с ним Генеральный кредитный договор, в рамках которого выдача каждого кредита производится на основании отдельных кредитных договоров (кроме внутридневных кредитов и кредитов «овернайт») в пределах индивидуальных лимитов, устанавливаемых ЦБ РФ. Коммерческие банки должны также заключать договоры с Национальным депозитарным центром об открытии в нем счета «депо» с наличием нескольких разделов для учета прав на ценные бумаги и другие активы, передаваемые Банку России в залог по его кредитам, и отражения движения этих прав в связи со складывающимися ситуациями в процессе кредитования.

Об объеме операций рефинансирования ЦБ РФ в разрезе отдельных видов кредитов и в динамике за последние несколько лет дают представление данные табл. 3.16.

Таблица 3.16

Объемы операций рефинансирования Банка России

Месяц/ Год	Объем предоставленных внутридневных кредитов	Объем предоставленных кредитов овернайт	Объем предоставленных других кредитов	Объем предоставленных ломбардных кредитов	Общий объем предоставленных кредитов рефинансирования
2004	3 051 870,5	30 262,7	—	4540,8	3 086 674,00
2005	6 014 025,0	30 792,0	—	1359,0	6 046 176,00
2006	11 270 967,5	47 023,5	—	6121,4	9 132 850,00
2007	13 499 628,1	133 275,9	32 764,5	24 154,5	13 689 823,00
2008	17 324 352,8	230 236,1	445 526,2	212 677,6	18 212 792,70
2009	22 832 687,5	311 423,6	2 419 364,7	308 848,5	25 872 324,30
2010	28 359 579,5	229 939,6	334 557,0	74 993,0	28 999 069,1

Она подтверждает незначительность объема этих операций до банковского кризиса 2008–2009 гг. в России и свидетельствует о резком, значительном увеличении кредитной помощи коммерческим банкам в кризисные годы.

Как уже было отмечено нами ранее, рынок межбанковских кредитов предполагает не только размещение средств, но и их привлечение. Следует отметить, что если Банк России приступил к выдаче кредитов рефинансирования в 1995 г., то к осуществлению депозитных операций — лишь после финансового кризиса 1998 г. Причиной тому послужило наличие у банков на их корреспондентских счетах больших остатков свободных средств, которые им после падения рынка ГКО/ОФЗ некуда было выгодно разместить. Финансовое состояние реального сектора экономики было сложным, и банки не спешили вкладываться в него. Доверие между самими коммерческими банками также было подорвано, ибо многие из них обанкротились или находились в состоянии, близком к банкротству. 13 января 1999 г. Банк России утвердил Положение № 67 «О порядке проведения Центральным банком Российской Федерации депозитных операций с банками-резидентами в валюте Российской Федерации» и стал осуществлять следующие виды депозитных операций по изъятию излишней ликвидности: проведение депозитных аукционов и проведение депозитных операций по фиксированной ставке[1] на основе заключения с коммерческими банками Генерального депозитного соглашения на неопределенный срок. В рамках Генерального соглашения заключались отдельные соглашения по условиям конкретного депозита. При этом следует отметить, что за Банком России было закреплено право выбора банка-контрагента на заключение Генерального соглашения по поводу привлечения средств в депозиты. В частности, банки-контрагенты должны были отвечать следующим критериям:

- относиться не ниже чем к 3-й классификационной группе по финансовому состоянию на последние три отчетные даты;
- выполнять резервные требования на последние три отчетные даты либо по данным последней проверки;
- не иметь просроченной задолженности по кредитам Банка России и процентам по ним, а также других просроченных денежных обязательств перед Банком России в течение последних 90 дней;
- не иметь нарушений банковского законодательства и нормативных актов Банка России в течение последних 90 дней.

Банк России ежедневно по информационной системе «Рейтер» передавал сообщения об условиях привлечения средств в депозиты по

[1] Всего Центральный банк предлагал 9 видов депозитов с различными сроками и условиями.

фиксированной ставке и в «Вестнике Банка России» — об условиях проведения депозитных аукционов (процентная ставка, срок, сумма, количество заявок и т. п.).

В 2002 г. порядок привлечения средств от коммерческих банков в депозиты Банка России был несколько усовершенствован. В соответствии с Положением ЦБ РФ от 5 ноября 2002 г. № 203-П «О порядке проведения Центральным банком Российской Федерации депозитных операций с кредитными организациями в валюте РФ» Банк России стал осуществлять следующие виды депозитных операций:

- депозитные аукционы;
- депозитные операции по фиксированной процентной ставке;
- депозитные операции по фиксированной процентной ставке на стандартных условиях[1] с использованием программно-технических средств системы «Reuters Dealing» и (или) уполномоченной торговой системы (с 2004 г. это СЭТ ММВБ);
- депозитные операции по процентным ставкам, определенным на аукционах, проводимые с использованием программно-технических средств ранее перечисленных систем связи.

Новым положением Банк России закрепил действовавший ранее порядок привлечения свободных средств коммерческих банков в депозиты, а также депозитных операций и депозитных аукционов с использованием системы «Reuters Dealing» (или СЭТ ММВБ) для банков Московского региона — технически хорошо оснащенных, имеющих прямой выход в эти сети. Региональные банки могли осуществлять депозитные операции с использованием этих средств связи только через корреспондентский субсчет, открытый их филиалам в Москве (Московской области). Кроме того, Банк России ограничил себя заключением Генеральных соглашений на привлечение средств в депозиты только с финансовостабильными кредитными организациями, т. е. отнесенными к 1-й категории банков по финансовому состоянию, в то время как ранее принимал заявки и заключал соглашения с банками с 1-й по 3-й категорию. Таким образом, депозитная политика Банка России стала избирательной. Новый нормативный документ Банка России обозначил границы инструментов по регулированию излишней банковской ликвидности: депозитные операции по фиксированной ставке — для краткосрочного регулирования ликвидности, а депозитные аукционы — для среднесрочного.

[1] «Овернайт», «том-некст», «спот-некст», 1 неделя, 2 недели, 1 месяц и другие условия.

Дискриминация в отношении права участия в депозитных аукционах Банка России, если не имели филиала в Московском регионе, была устранена в 2003 г., когда региональным банкам было разрешено заключать договоры-заявки со своими территориальными учреждениями Банка России, которые по специальным каналам связи передавались в Сводный экономический департамент Банка России для включения их в общий список для заявок на участие в аукционах наравне с другими банками-участниками.

В 2004 г. Банк России приступил к проведению депозитных операций в валюте Российской Федерации с кредитными организациями с использованием системы электронных торгов ММВБ. Заключение депозитных сделок стало осуществляться посредством ввода и регистрации в СЭТ ММВБ заявок кредитных организаций-участников СЭТ ММВБ и встречных заявок Банка России, а перечисление денежных средств в депозиты Банка России — по всей территории РФ кредитными организациями со своих банковских счетов, открытых в расчетных центрах ОРЦБ, заключивших с Банком России соглашение о выполнении этим центром функций уполномоченного центра при осуществлении расчетов по депозитным сделкам, проводимым через СЭТ ММВБ. Современные условия проведения Банком России депозитных операций и их виды представлены в табл. 3.17.

Фактически коммерческие банки не столь активно принимают участие в депозитных аукционах ЦБ РФ, поскольку в большинстве случаев их не устраивают как сроки размещения, так и процентные ставки по ним.

Рынок межбанковских кредитов первого уровня (т. е. система рефинансирования Банка России) развивался вместе с банковской системой и прошел ряд этапов, несколько отличных по срокам и содержанию от межбанковского рынка второго уровня.

Анализ функционирования в России рынка МБК первого уровня (системы рефинансирования коммерческих банков) показал следующее:

- формирование системы рефинансирования рыночного типа началось намного позднее создания рынка межбанковских кредитов МБК-2 (а именно в 1995 г.);
- Банк России стремился использовать инструменты рефинансирования, оправдавшие себя на практике в экономике развитых стран;
- совершенствование действовавших инструментов рефинансирования и появление новых являлись результатом перехода рынка МБК-1

на следующий этап развития вследствие кризисных ситуаций в банковской сфере;

- на протяжении всего анализируемого периода доступность кредитов рефинансирования для большинства коммерческих банков, особенно второго и третьего эшелонов, была крайне низкой;
- в отличие от других стран в России система рефинансирования коммерческих банков не оказывала должного влияния на денежное предложение, а соответственно, и на развитие экономики;
- наибольшее влияние на формирование национальной системы рефинансирования оказывали: политические реформы в стране, состояние экономики государства в соответствующий период времени, кризисы ликвидности банковской системы. Однако, по мнению автора, эффективная система рефинансирования коммерческих банков в России до сегодняшнего дня не создана.

Рынок межбанковского кредитования второго уровня (МБК-2). Чаще всего, когда говорят о межбанковских кредитах, имеют в виду именно те кредиты, которые банки предоставляют друг другу, без участия в этом процессе Центрального банка, т. е. когда перераспределение свободных денежных средств осуществляется по горизонтали: от одного банка к другому в рамках второго уровня банковской системы.

Субъектами кредитных отношений в данном случае являются только коммерческие банки. Среди участников рынка МБК-2 можно выделить банки, участие которых в межбанковских сделках носит эпизодический характер, и банки, выступающие в качестве постоянных участников этого рынка. Так, на конец декабря 2009 г. из более тысячи российских банков, участвовавших в программе раскрытия информации[1], около 300 были неактивны как на внутреннем, так и на внешнем рынке МБК (т. е. сумма выданных или привлеченных межбанковских кредитов не превышала 1% сальдированных активов). Коммерческий банк может привлечь кредит другого банка напрямую или через посредников (другой банк, банк-дилер, фондовую биржу, брокерскую контору и др.). Таким образом, круг участников рынка МБК-2 расширяется. В качестве банков-дилеров, как правило, выступают крупные банки, имеющие развитые корреспондентские отношения. Последнее обстоятельство позволяет этим банкам расширить географию размещения средств и соответственно увеличить объемы межбанковского кредитования при

[1] В соответствии с Указанием Банка России от 20 января 2009 г. № 2172 «Об опубликовании и предоставлении информации о деятельности кредитных организаций и банковских (консолидированных) групп».

Таблица 3.17

Условия депозитных операций (ДО) Банка России и их виды (на 1 сентября 2011 г.)

Виды ДО	Способ подачи заявки			Сроки ДО (Т – дата заключения сделки)	% ставка	Мин. сумма, млн руб.			Нормативные акты
	ТУ	R – D	СЭТ ММВБ			ТУ	R – D	СЭТ ММВБ	
ДО по фиксированным %-ным ставкам	–	+	+	1 день на условиях «овернайт» (Т + 0)	3,75	–	100	1	Положение от 05.11.2002 г. № 203-П «О порядке проведения Центральным банком Российской Федерации депозитных операций с кредитными организациями в валюте Российской Федерации»
	–	+	+	1 день на условиях: tom-next (Т + 1), spot-next (Т + 2)	3,75	–	100	1	
	–	+	+	1 неделя (Т + 0), spot-неделя (Т + 2)	3,75	–	100	1	Указание Банка России от 14.09.2011 г. № 2688-У «О размере процентных ставок по депозитным операциям Банка России»
	–	+	+	До востребования (Т + 0)	3,75	–	100	1	
ДО по %-ным ставкам, определяемым на аукционной основе (депозитные аукционы)	+	+	+	1 месяц (28 календарных дней (Т + 1))	Устанавливается Банком России по итогам аукциона	10 (для КО Московского региона), 3 (для КО других регионов)	10	1	Правила заключения Банком России сделок с кредитными организациями с использованием Системы электронных торгов ЗАО ММВБ при проведении Банком России депозитных и кредитных операций, утвержденные Советом директоров ЗАО ММВБ 12.05.2006 г., согласованы с Банком России 29.05.2006 г.

Источник: http: //cbr.ru/dkp /standart _ system/print.aspx?file=deposit.htm.

снижении их риска. В состав участников рынка МБК-2 входят также рейтинговые агентства, которые присваивают банкам рейтинги платежеспособности и надежности на основании соответствующих методик; операционные системы, обеспечивающие технические возможности для оперативного совершения сделок (например, *Reuters Dealing*); система электронных торгов ММВБ; Центральный депозитарий (где учитываются ценные бумаги, являющиеся обеспечением межбанковских кредитов в отдельных случаях); информационная система «Рейтер» и другие службы.

Особенностью рынка МБК-2 является следующее: оперативность оформления на нем кредитно-депозитных сделок; их прозрачная информационность, а, следовательно, меньшая рискованность; более простая процедура их оформления по сравнению со сделками на рынке банковского корпоративного кредитования; возможность использования банком для доходных вложений всей суммы привлеченного кредита (депозита), так как на операции межбанковского кредитного рынка обязательные резервные требования Центрального банка не распространяются.

Кроме того, *одной из характерных особенностей российского* рынка МБК-2, на которую следует обратить особое внимание, является то, что этот рынок был и остается четко сегментированным, в него входят: банки первого круга, т. е. крупнейшие системообразующие банки и дочерние структуры крупных международных банков; банки второго круга, а именно средние банки Московского региона и крупнейшие региональные банки; банки третьего круга — это малые и средние региональные банки. Перелив ресурсов между этими уровнями крайне ограничен. Значительная часть операций по межбанковскому кредитованию совершается на каждом уровне и между ними в рамках так называемых клубов, т. е. между банками, связанными друг с другом общими деловыми интересами, что сдерживает полноценное развитие рынка МБК-2. В результате российский рынок МБК характеризуется высокой степенью концентрации, которая проявляется в ограниченности состава основных участников этого сегмента финансового рынка.

Рынок МБК в России традиционно считается неоднородным и неустойчивым сегментом кредитного рынка. Это очень персонифицированный, «разборчивый» и внутренне противоречивый рынок.

Каждый банк, во-первых, самостоятельно определяет ограниченный круг других банков, которым он готов в данный период времени выдавать кредиты, а во-вторых, на тот же период определяет индивидуаль-

ные лимиты кредитования и иные персональные условия взаимодействия с каждым из допущенных в данный круг банком.

Еще одной особенностью именно российского внутреннего рынка МБК-2 является то, что на нем обращаются в основном краткосрочные ресурсы, а это диктует и сроки кредитных сделок.

Большинство российских коммерческих банков для удовлетворения спроса на дополнительные ресурсы в качестве основного источника его удовлетворения используют внутрирегиональный рынок, а при размещении своих временно свободных ресурсов (излишков ликвидности) большая их часть (более 50%) уходит в Московский регион. Инструменты (кредитные продукты), используемые банками на рынке МБК-2, можно классифицировать следующим образом (табл. 3.18).

Таблица 3.18

Кредитные инструменты на рынке МБК-2

№ п/п	Классификационный признак	Характеристика МБК
1	По рынку заимствований	• на внутреннем рынке; • на внешних рынках
2	По валюте предоставления	• в рублях; • в иностранной валюте
3	По срокам предоставления	• краткосрочные (1–7 дней); • среднесрочные (от 1 до 3 недель); • долгосрочные (от 1 месяца и более)
4	По обеспеченности	• необеспеченные (бланковые); • обеспеченные
5	По способу предоставления	• в разовом порядке, от случая к случаю, одной суммой; • на постоянной основе в рамках открытой кредитной линии, несколькими траншами

Продолжение ▸

[1] Процентные ставки по размещению и привлечению МБК формируются на рынке под влиянием спроса и предложения. На их уровень влияют такие факторы, как: а) экономическая и политическая ситуация в стране; б) ситуация на валютном рынке и на рынке ценных бумаг, в) ставка рефинансирования Центрального банка; г) остатки на корреспондентских счетах кредитных организаций.

Таблица 3.18 (окончание)

№ п/п	Классификационный признак	Характеристика МБК
6	По форме погашения	• одной суммой в конце срока; • несколькими суммами по графику
7	По уровню процентных ставок[1] (по уровню доходности для КБ – кредиторов и уровню затратности для КБ – заемщиков)	• по рыночной процентной ставке; • выше рыночной процентной ставки; • ниже рыночной процентной ставки

Предметом сделок на рынке МБК-2 являются высоколиквидные краткосрочные денежные средства, находящиеся на корреспондентских счетах банков-участников рынка. Сделки оформляются отдельным кредитным или депозитным договором[1], если они носят разовый характер. А если межбанковские кредиты (депозиты) предоставляются на постоянной основе, то оформляются Генеральным соглашением об общих условиях совершения операций на внутреннем межбанковском валютном и денежном рынках, ибо межбанковское кредитование может осуществляться как в рублях, так и в иностранной валюте. Названное соглашение может носить и взаимный характер. Как правило, сделки по привлечению МБК совершают специально уполномоченные на это сотрудники банков — дилеры, которые по системам связи направляют друг другу оферты, т. е. предложения по купле-продаже ресурсов.

Кредитными технологиями, используемыми на межбанковском кредитном рынке (МБК-2), являются: овердрафт (при наличии разрешения на его получение в договоре о прямых корреспондентских отношениях), разовая выдача на конкретный срок, открытие возобновляемой кредитной линии с установлением лимита задолженности (на отдельные банки-заемщики).

Анализ развития рынка МБК второго уровня позволяет сделать ряд интересных выводов.

Во-первых, формирование этого сегмента рынка межбанковских кредитов началось практически одновременно с зарождением и становлением новейшей финансовой и банковской систем России.

[1] Как правило, межбанковские кредиты предоставляются по инициативе банка-дебитора, который обращается в банк-кредитор за их получением на условиях последнего, а межбанковские депозиты размещаются по инициативе банка-кредитора, который соглашается на заранее объявленные банком-дебитором условия привлечения средств.

Во-вторых, несмотря на экономические трудности, за сравнительно короткий отрезок времени (с 1991 по 1994 г.) Россия смогла создать открытый, цивилизованный, с высокоэффективной технологией привлечения и размещения денежных ресурсов, с развитой системой информационного обеспечения и системой индикаторов рынок межбанковских кредитов, ставший одним из ключевых сегментов российского финансового рынка.

В-третьих, судьба межбанковского кредитного рынка неотделима от развития банковской системы России в целом и финансового положения составляющих ее кредитных организаций. Свидетельством этому являются спады и подъемы рынка МБК как зеркальное отражение ситуации в банковском секторе экономики (кризисы 1998 и 2008 гг.).

В-четвертых, наличие тесной взаимосвязи банковского кредитного рынка с другими сегментами финансового рынка (валютным рынком, рынком ценных бумаг), что могло провоцировать при стечении определенных обстоятельств «кризис доверия» банков и, как следствие, кризис рынка МБК вне связи с банковским кризисом (например, кризис рынка МБК в 1993, 1994, 1995, 2004 гг.).

В-пятых, весь ход развития рынка МБК в России представляет собой непрерывную череду его кризисного состояния с возрождением (восстановлением) после кризиса и работой в относительно стабильном состоянии.

В-шестых, степень развития рынка МБК находится в непосредственной зависимости от мер регулирующего воздействия Банка России по укреплению банковской системы страны и от находящихся в его руках инструментов рефинансирования коммерческих банков, т. е. от межбанковского кредитного рынка 1-го уровня.

3.3.5. Инфраструктура банковского кредитного рынка и его регулирование

Предоставление кредитов банками на охарактеризованных ранее трех сегментах банковского кредитного рынка невозможно в современных условиях без использования институтов инфраструктуры, помогающих банкам в оценке кредитоспособности заемщиков, достоверности их отчетности, в оценке рыночной стоимости залога и страховании последнего, в работе по взысканию просроченной задолженности и т. п. Состав данных институтов не определен в нормативно-правовой базе РФ, ряд из них работает на рынке, не имея правовой основы.

К инфраструктурным институтам мы относим организации, представленные в табл. 3.18, где обозначены их текущие функции и буду-

щие, требующие развития в перспективе для оптимизации издержек и рисков банков. Инфраструктурные услуги также оказывают ЦБ РФ, как кредитор последней инстанции и организатор программы мониторинга предприятий, отраслей и регионов РФ, и Правительство РФ, администрации субъектов РФ и местные администрации, как уже отмечалось, по предоставлению гарантий и субсидированию процентных ставок по банковским кредитам.

По мере развития финансовых и технологических инноваций банков инфраструктура кредитного рынка имеет тенденции к расширению состава участников и перечня их услуг и к усилению их сотрудничества с банками в разных формах. В современных условиях банковской конкуренции, которая является конкуренцией кредитных продуктов, технологий их продаж и ценовых условий сильно возрастает значение передачи банками части своих функций на всех этапах кредитного процесса инфраструктурным институтам. Последние в современной литературе рассматриваются как неотъемлемые элементы информационной прозрачности кредитного рынка и управления кредитными рисками банков. Однако российские банки еще только начинают осознавать значение эффективно организованной инфраструктуры кредитного процесса.

На рынке банковских кредитов РФ уже представлены многие инфраструктурные элементы. В то же время их функционирование нельзя признать адекватным потребностям банков, что не стимулирует банки к сотрудничеству с ними. Рассмотрим основные инфраструктурные институты.

Институт бюро кредитных историй (далее — БКИ) был введен в РФ в 2005 г. для преодоления информационной асимметрии кредитного рынка. При двойном росте числа БКИ (за период с их создания) мы не можем говорить о существенном повышении качества их услуг, что обусловлено в большей степени несовершенством нормативно-правовой базы РФ и выражается в отсутствии для банков:

- серьезных экономических стимулов для обращения в БКИ, особенно в отношении крупных кредитных рисков, по причинам: возможного получения недостоверной информации (для кредиторов — обязанности передавать в БКИ сведения и права получать их из БКИ только с согласия заемщиков, а также отсутствия норм ответственности за непредставление информации и достоверность ее раскрытия БКИ; для БКИ — отсутствия норм ответственности за раскрытие банкам неполной или недостоверной информации); и преобладания в БКИ кредитных историй физических лиц (почти 100% кредитных историй всех заемщиков);

Таблица 3.19

Инфраструктура банковского кредитного рынка

№ п/п	Участники инфраструктуры	Регулирующий орган	Текущие функции участника рынка	№ п/п	Участники инфраструктуры	Регулирующий орган	Текущие функции участника рынка
1	Правительство РФ, администрации субъектов РФ и местные администрации	Государство	Предоставление гарантий и субсидирование процентных ставок по банковским кредитам	5	Центральный каталог кредитных историй (ЦККИ)	ЦККИ – подразделение ЦБ РФ	ЦККИ: ведение базы данных для поиска информации о БКИ, содержащих кредитные истории нужных заемщиков
2	ЦБ РФ	Государство	Кредитор последней инстанции для банков Реализация проекта мониторинга предприятий, отраслей и регионов РФ	6	Страховые компании	ФСФР	Страхование кредитов, залогов, жизни и здоровья заемщика, выдача банковских гарантий
3	Аудиторские и консалтинговые компании	Минфин России	Аудит бухгалтерской (финансовой) отчетности и консалтинг по вопросам бухгалтерского и налогового учета	7	Оценочные компании	МЭР РФ	Оценка рыночной стоимости залогов
4	Бюро кредитных историй (БКИ)	В отношении БКИ – ФСФР	БКИ: сбор, хранение и раскрытие информации о кредитной истории заемщиков по договорам займа (кредита)	8	Рейтинговые агентства	Нет	Присвоение кредитных рейтингов заемщикам банков и самим банкам

Таблица 3.19 (окончание)

№ п/п	Участники инфраструктуры	Регулирующий орган	Текущие функции участника рынка	№ п/п	Участники инфраструктуры	Регулирующий орган	Текущие функции участника рынка
9	Коллекторские агентства	Нет	Взыскание задолженности с длительным (год и более) сроком просрочки, ее реструктуризация	12	Компании социального назначения (SPV)	Нет	Покупка портфелей кредитов у банков для их секьюритизации
10	Кредитные брокеры	Нет	Помощь клиентам в выборе программы кредитования того или иного банка и в подготовке документов для получения кредита	13.	Прочие		Банковские ассоциации (союзы), юридические фирмы, нотариат, учреждения юстиции по государственной регистрации прав на недвижимость и сделок с ней, судебные органы и др.
11	IT-компании	Нет	Поставка программных продуктов и их обслуживание				

- возможности получения в конкретном БКИ информации по принципу «одного окна», поскольку для БКИ не предусмотрено право на обмен информацией с другими БКИ непосредственно или через ЦККИ, что способствовало бы перепроверке сведений данного БКИ.

Таким образом, банки не могут и не должны принимать решения о выдаче кредитов только на основе данных БКИ, стимулы к чему будут возрастать по мере роста объема кредитования — и прежде всего в отношении мелких заемщиков. В целом наиболее правильным в перспективе является переход к централизованной системе сбора кредитных историй.

Решению той же проблемы информационной асимметрии призваны способствовать и *рейтинговые агентства*, которые появились на российском рынке в начале 1990-х гг. и скорее были данью мировой моде; первоначально преобладали рейтинги банков. Постепенно пришло осознание регулирующими органами, банками и бизнесом их объективной необходимости, связанной с потребностью в комплексной оценке рисков стран, регионов, компаний, банков, финансовых инструментов. В настоящее время потенциал рейтингового бизнеса в РФ велик. Для банков он снижает вероятность неверной субъективной оценки кредитных рисков, способствует развитию внутренних рейтинговых систем — и прежде всего IRB-технологий, базирующихся на внутренних кредитных рейтингах заемщиков и соответствующей им вероятности их дефолта. Это крайне актуально в свете перехода к оценке достаточности капитала банков с учетом требований Базеля II и требует от банков значительных затрат. Кроме того, высокий кредитный рейтинг открывает банкам доступ к займам на отечественном и зарубежном рынках.

Однако деятельность рейтинговых агентств не регламентирована законодательством РФ, они не несут юридической ответственности за свои выводы, во многом опирающиеся на экспертное мнение, рискуя только деловой репутацией. Это снижает доверие к национальным агентствам, мешая официальному признанию их рейтингов. Для обеспечения качества и прозрачности рейтингового бизнеса необходимо ввести режим его государственного регулятивного надзора, включая регистрацию, аккредитацию, нормы этики и профессиональные стандарты, нормы ответственности без создания преимуществ иностранным агентствам. Для банков ЦБ РФ может определить перечень рейтинговых агентств, услугами которых им следует пользоваться для оценки кредитных рисков.

Защите интересов банков в случае неплатежеспособности должника служит деятельность страховых компаний и коллекторов. Передача части рисков *страховщикам* повышает качество активов банков. В практике РФ распространено страхование кредитов в виде страхования ответственности заемщиков за непогашение кредита, поскольку страхователем выступает заемщик (в сравнении со страхованием непогашения кредита, когда страхователь – банк), страхование коммерческих кредитов, т. е. рисков неполучения поставщиком-заемщиком средств от покупателя по поставке продукции на условиях отсрочки платежа, и страхование залогов. В то же время национальные страховые компании объективно не готовы активно заниматься страхованием банковских рисков — их совокупный капитал в шесть с лишним раз меньше капитала банков. Также следует отметить организационную неподготовленность большинства из них, связанную с отставанием их методик оценки кредитных рисков от банковских методик, что приводит к недооценке рисков страховщиками. Поэтому банки признают только определенных страховщиков и сотрудничают с ними в основном по некрупным кредитам.

Тем не менее услуги страховых компаний имеют высокий потенциал развития. Перспективным здесь представляется адаптация программ страховщиков под конкретные кредитные продукты банков. Для банков это снизит риски и затраты, страховщикам же позволит правильно определять размер страховых премий.

Деятельность *коллекторских агентств* в России (примерно с 2003 г.) была вызвана бурным развитием розничного кредитования. В настоящее время у банков возрастает потребность в услугах коллекторов по причинам экономии затрат по взысканию задолженности, особенно с длительным сроком просрочки, и повышения качества этой работы. Здесь коллекторы предлагают банкам: во-первых, покупку у них кредитов с дисконтом (в среднем 20–90% от суммы долга) на основе договора уступки права требования (цессии), для чего не требуется согласие заемщика, и тогда коллектор занимает место кредитора; во-вторых, взыскание долга по договору поручения или иному агентскому договору, получая за это вознаграждение (20–50% от возвращенного долга). Пока банки прибегают к услугам коллекторов, как правило, для взыскания кредитов с наименьшей вероятностью их возврата и чаще выбирают цессию, позволяющую быстро восстанавливать ликвидность и улучшать качество активов.

Развитие коллекторского бизнеса в РФ сдерживают такие причины, как: несовершенство законодательства РФ, в котором не определен статус коллектора, т. е. им может выступать любое лицо со значительными правами и без четких обязанностей; недостаточность средств у коллекторов для покупки кредитов у банков и отсутствие статистической информации о рынке спроса и предложения на услуги коллекторов, в том числе по видам услуг, которая позволила бы банкам оценивать их эффективность и выбирать оптимальные способы долгосрочного взаимодействия с коллекторами без ущерба для деловой репутации банков и их клиентов.

Относительно новым участником российского рынка являются *кредитные брокеры*. Они призваны выполнять поручения заемщиков и банков в сфере кредитования по тем видам деятельности, где нет установленных государством профессиональных требований к ее субъектам. В российской практике кредитные брокеры чаще обслуживают будущих заемщиков банков, консультируя их по выбору оптимальных условий кредитования, по подготовке документов для получения кредитов и по возникающим в последующем вопросам. В РФ пока отсутствуют правовое регулирование кредитного брокериджа и сложившиеся обычаи делового оборота, поэтому для кредитных брокеров не регламентированы какие-либо гарантии качества их услуг и существует возможность самостоятельного распоряжения полученной о клиентах информацией без обеспечения ее конфиденциальности. В силу этого банки и заемщики должны ответственно подходить к содержанию договора поручения с брокером, предусматривая для него нормы ответственности за неисполнение обязанностей и обязательное страхование его ответственности перед ними как клиентами. Привлечение брокеров представляется нам особо актуальным при кредитовании малого бизнеса и населения.

Таким образом, инфраструктура рынка банковских кредитов находится на начальной стадии развития, не обеспечивая механизма распределения рисков между его участниками и оптимизацию кредитных портфелей банков по затратам, рискам и доходам. В перспективе требуется совершенствование нормативно-правовой базы РФ, которая должна стать профессиональной основой деятельности инфраструктурных институтов и их тесного взаимодействия с банками. Перспективной для банков является консолидация их бизнеса с бизнесом инфраструктурных институтов в рамках политики совмещенных продаж, стратегических альянсов, дочерних компаний банков, а также долгосрочных соглашений на обслуживание банков.

Мы поддерживаем мнение С. А. Андрюшина и В. В. Кузнецовой[1], что полноценная инфраструктура рынка банковских кредитов требует создания ряда государственных институтов, которые будут выполнять функции единой регистрации залогов, управления имуществом, полученным банками в счет погашения задолженности, и мониторинга банковских кредитов. Институт по управлению имуществом позволит сохранить производственный потенциал российской экономики и гибко высвобождать ресурсы банков для новых кредитных вложений в него. Создание центра мониторинга кредитов (лучше всего при ЦБ РФ) обеспечит оперативное выявление проблем, возникающих у банков (на основе доли неработающих кредитов в их портфелях), и реализацию предупреждающих мер воздействия.

Регулирование кредитного рынка. Основным регулятором российского кредитного рынка является Центральный банк. Регулирующее воздействие на кредитный рынок Банк России оказывает, во-первых, в связи с проведением денежно-кредитной политики, во-вторых, путем установления пруденциальных норм и требований к банкам в части кредитной деятельности.

Наибольшее воздействие на кредитную активность банков оказывают процентная политика, политика рефинансирования и политика обязательного резервирования. Для сбалансированной кредитной деятельности существенное значение имеет низкий уровень инфляции в стране и стабильность валютного курса, которые также определяются проводимой денежно-кредитной политикой.

В рамках процентной политики Банк России устанавливает официальную ставку рефинансирования и ставки по своим операциям с кредитными организациями. Эти ставки непосредственно влияют на уровень процентных ставок по кредитам и депозитам. Повышение ставки рефинансирования, и особенно ставок по операциям Банка России, не только служит сигналом для рынка, но через межбанковский рынок реально воздействует на рыночные ставки в сторону их повышения. В среднесрочной перспективе денежно-кредитная политика Банка России направлена на создание условий для реализации эффективной процентной политики. По мере снижения темпов инфляции Банк России продолжит снижение уровня ставки рефинансирования и процентных ставок по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности.

---

[1] *Андрюшин С. А., Кузнецова В. В.* Проблема «плохих долгов» и способы ее решения в российских банках // Бизнес и банки. 2009. № 26. С. 3.

Политика рефинансирования определяет виды и условия предоставления Банком России кредитов кредитным организациям. Банк России сейчас предоставляет несколько видов кредитов, которые подробно были рассмотрены в подпункте 3.3.4 главы 3 настоящего издания. Объемы кредитов рефинансирования постоянно растут, их условия совершенствуются в направлении повышения оперативности и расширения доступа к ним региональных банков. Кредиты Банка России облегчают банкам управление ликвидностью и расширяют объем ресурсов, которые можно использовать для кредитования.

Политика обязательного резервирования влияет на общий объем ресурсов, которые коммерческие банки могут использовать для кредитования. При увеличении норм резервов возможности банков по расширению кредитования ограничиваются, а при их снижении — напротив, расширяются. В настоящее время нормы обязательных резервов установлены Банком России на достаточно низком уровне, что стимулирует рост кредитной активности банков.

Пруденциальные нормы и требования направлены на ограничение рисков, которые берут на себя коммерческие банки, предоставляя кредиты. Банк России устанавливает требования к организации кредитного процесса в банках, определяет критерии оценки качества кредитов, их обеспечения и порядок формирования резервов на возможные потери по ссудам. Он также устанавливает обязательные нормативы, ограничивающие размер кредитных рисков банков. В настоящее время банки обязаны выполнять следующие нормативы, влияющие на размер принимаемых ими кредитных рисков[1]:

Норматив достаточности собственных средств (капитала) банка (Н1) — определяет требования по минимальной величине собственных средств (капитала) банка, необходимых для покрытия кредитного, операционного и рыночного рисков; он определяется как отношение размера собственных средств (капитала) банка и суммы его активов, взвешенных по уровню риска;

Норматив максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (Н6) — определяет максимальное отношение совокупной суммы кредитных требований банка к заемщику или группе связанных заемщиков к собственным средствам (капиталу) банка;

[1] Инструкция Банка России от 16 января 2004 г. № 110-И «Об обязательных нормативах банков».

Норматив максимального размера крупных кредитных рисков (Н7) — определяет максимальное отношение совокупной величины крупных кредитных рисков и размера собственных средств (капитала) банка, при этом крупным кредитным риском является сумма кредитов, гарантий и поручительств в пользу одного клиента, превышающая 5% собственных средств (капитала) банка;

Норматив максимального размера кредитов, банковских гарантий и поручительств, предоставленных банком своим участникам (акционерам) (Н9.1) — определяет максимальное отношение размера кредитов, банковских гарантий и поручительств, предоставленных банком своим участникам (акционерам), к собственным средствам (капиталу) банка;

Норматив совокупной величины риска по инсайдерам банка (Н10.1) — определяет максимальное отношение совокупной суммы кредитных требований ко всем инсайдерам (к которым относятся физические лица, способные воздействовать на принятие решения о выдаче кредита банком) к собственным средствам (капиталу) банка.

3.4. Перспективы развития банковского кредитного рынка

О результатах деятельности банковского кредитного рынка можно судить на основании следующих макроэкономических показателей, взятых в динамике за последние пять лет в целом по банковскому сектору (табл. 3.20)[1].

Таблица 3.20

Показатели развития банковского сектора России и его кредитного рынка[2]

	1.01.07	1.01.08	1.01.09	1.01.10	1.01.11
Активы (пассивы) банковского сектора, млрд руб.	13 963,5	20 125,1	28 022,3	29 430,0	33 804,6
в % к ВВП	51,9	60,5	67,9	75,9	75,2

[1] Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 г. М.: Банк России, 2011. С. 98.

[2] Показатели по кредитному рынку выделены жирным шрифтом.

	1.01.07	1.01.08	1.01.09	1.01.10	1.01.11
Собственные средства (капитал) банковского сектора, млрд руб.	1692,7	2671,5	3811,1	4620,6	4732,3
в % к ВВП	6,3	8,0	9,2	11,9	10,5
в % к активам банковского сектора	12,1	13,3	13,6	15,7	14,0
Кредиты и прочие размещенные средства, предоставленным нефинансовым организациям и физическим лицам, включая просроченную задолженность, млрд руб.	8030,5	12 287,1	16 526,9	16 115,5	18 147,7
в % к ВВП	29,8	37,0	40,0	41,5	40,4
в % к активам банковского сектора	57,5	61,1	59,0	54,8	53,7
Ценные бумаги, приобретенные банками, млрд руб.	1745,4	2250,6	2365,2	4309,4	5829,0
в % к ВВП	6,5	6,8	5,7	11,1	13,0
в % к активам банковского сектора	12,5	11,2	8,4	14,6	17,2
Вклады физических лиц, млрд руб.	3809,7	5159,2	5907,0	7485,0	9818,0
в % к ВВП	14,2	15,5	14,3	19,3	21,8
в % к пассивам банковского сектора	27,3	25,6	21,1	25,4	29,0
в % денежным доходам населения	22,0	24,2	23,4	26,3	н/д
Средства, привлеченные от организаций*, млрд руб.	4790,3	7053,1	8774,6	9557,2	11 126,9
в % к ВВП	17,8	21,2	21,3	24,6	24,8
в % к пассивам банковского сектора	34,3	35,0	31,3	32,5	32,9

* Включая депозиты, средства государственных и других внебюджетных фондов, Минфина России, финансовых организаций, физических лиц — индивидуальных предпринимателей, клиентов по факторинговым и форфейтинговым операциям, депозитные сертификаты, средства в расчетах и списанные со счетов клиентов, но не проведенные по счетам кредитных организаций (без учета средств, привлеченных от кредитных организаций).

Можно отметить *абсолютный* рост всех показателей, а также — по отношению к валовому внутреннему продукту (ВВП). Однако эти показатели не идут ни в какое сравнение с развитыми странами, а также с отдельными развивающимися. По размеру капиталов и величине активов российские банки занимают очень скромные позиции в мире. Так, на 1 января 2009 г. отношение капитала банков к ВВП в России составило 9,1%, в то время как в Англии оно равнялось 26%, во Франции — 22%, в Германии — 14%. Активы российских банков на эту же дату по отношению к ВВП составили 67,3%, а в Англии, Германии, Франции соответственно 398, 317 и 281%. Совокупный собственный капитал 200 крупнейших по этому показателю российских банков менее собственного капитала любого банка из первой двадцатки крупнейших банков мира, в то время как активы *всей* российской банковской системы меньше активов любого банка из этой же группы банков. Таким образом, масштабы российского банковского сектора в настоящее время таковы, что не позволяют ему адекватно финансировать инвестиционные потребности реального сектора экономики.

Слабость национальной банковской системы подтвердил и мировой финансовый кризис 2007–2009 гг., который потребовал со стороны государства и Центрального банка России принятия экстренных мер по обеспечению ликвидности банковского сектора за счет усиления его капитальной базы и модернизации системы рефинансирования, по предотвращению банкротства целого ряда банков за счет их финансового оздоровления, а также показал необходимость изменения модели развития банковского бизнеса в России.

До 2011 г. российский банковский сектор развивался в основном в рамках экстенсивной модели, для которой характерны: ограниченный перечень и недостаточное количество предоставляемых банковских услуг, агрессивная политика на рынке активов и обязательств, их низкая диверсификация, высокая концентрация рисков, недостаточный уровень развития конкурентной среды и рыночной дисциплины, надежда на государственную помощь в стрессовых ситуациях.

Характерной особенностью современной российской модели банковского бизнеса прежде всего является высокая степень концентрации банковского капитала, депозитов населения и средств юридических лиц, а соответственно, и банковских активов в нескольких крупных банках. Тот факт, что банковский сектор России является высококонцентрированным и монополизированным, подтверждают данные табл. 3.21.

Таблица 3.21

Показатели концентрации банковского сектора России, %

Показатель	01.01. 2006	01.01. 2007	01.01. 2008	01.01. 2009	01.01. 2010	01.07. 2011
Доля 200 крупнейших банков в совокупных активах	89,6	90,6	91,6	93,9	94,4	94,0
Доля 200 крупнейших банков в совокупном капитале	85,1	84,7	89,7	91,7	92,3	92,0
Доля 5 крупнейших банков в совокупных активах	43,8	42,5	42,3	46,2	47,9	49,1
Доля 5 крупнейших банков в совокупном капитале	35,7	35,9	43,2	49,3	49,8	50,1

Источник: Составлено автором по данным отчета Банка России о развитии банковского сектора и банковского надзора за соответствующие годы.

Так, в 2010 г. доля двухсот крупнейших по величине активов кредитных организаций в совокупных активах банковского сектора составила 94,4% на начало года и 94,0% – на конец года. При этом доля пяти крупнейших банков по состоянию на 1 января 2011 г. увеличилась до 49,1% (против 46,2% на 1 января 2009 г.). На долю двухсот крупнейших по величине капитала кредитных организаций на 1 января 2011 г. приходилось 92,0% совокупного капитала банковского сектора (на 1 января 2009 г. – 91,7%), в том числе 50,1% (49,3%) – на пять крупнейших банков, которые к тому же являются банками с государственным участием в капитале, что также составляет отличительную черту современной российской банковской системы.

С одной стороны, преобладание государственной собственности в банковском секторе позволяет банкам с государственным участием выполнять стабилизирующую функцию, обеспечивая поддержание доверия к банковской системе и кредитование реального сектора в условиях неопределенности и высоких рисков, а также важные социальные и государственные функции в качестве посредников в реализации инновационных программ за счет бюджетных средств, конкурируя в этом деле с иностранными банками. Но, с другой стороны, доминирование государства в банковском секторе препятствует развитию внутренней равноправной конкуренции банков на рынке банковских услуг, что может стать тормозом его развития и повышения эффективности.

Вместе с тем в России имеется большое количество малых кредитных организаций (с капиталом до 150 млн руб.). По данным ЦБ РФ, на 1 января 2010 г. на их долю приходилось 43,1%; кроме того, распределение кредитных организаций по территории России весьма неравномерно и носит неоднородный характер. Наибольшее количество кредитных организаций (56,5% — на 1 января 2010 г.) сосредоточено в Центральном федеральном округе, в том числе в Москве и Московской области — 50,6%. Соответственно, в этом округе сконцентрирована и наибольшая часть активов банковского сектора: 69,2 и 65,1% в Московском регионе[1]. Территориальная характеристика кредитного рынка в целом представлена в табл. 3.22.

На основании данных табл. 3.22 можно сделать вывод как о неравномерном распределении кредитных организаций по территории страны, так и о непропорциональном размещении основных кредитных ресурсов и их вложении в экономику регионов, что является одной из характерных особенностей российского банковского кредитного рынка и свидетельствует о нарушении межтерриториального перелива ресурсов и капитала в стране (и, соответственно, межотраслевого перелива).

Таблица 3.22

Территориальная характеристика банковского кредитного рынка России

Наименование федеральных округов РФ	Доля в регионе (на 01.01.2011 г.)		
	Кредитных организаций и их филиалов в общем количестве КО по России	Кредитов в общей величине их по банковскому сектору	Вкладов физических лиц в общей сумме этих средств по банковскому сектору
Центральный	28,5	46,6	50,3
Северо-Западный	11,6	10,8	11,3
Южный	10,9	5,9	5,5
Северо-Кавказский	3,7	1,5	1,5
Приволжский	18,7	14,8	13,1
Уральский	8,6	8,4	7,5
Сибирский	13,2	8,8	7,0

[1] Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 г. М.: Банк России, 2010. С. 104–105.

Наименование федеральных округов РФ	Доля в регионе (на 01.01.2011 г.)		
	Кредитных организаций и их филиалов в общем количестве КО по России	Кредитов в общей величине их по банковскому сектору	Вкладов физических лиц в общей сумме этих средств по банковскому сектору
Дальневосточный	5,0	3,2	3,8
Всего	100	100	100

Источник: Рассчитано автором на основании Отчета о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 г. (М.: Банк России, 2011. С. 107–109).

К существенным признакам, характеризующим современную модель российского банковского бизнеса, относится также структурная слабость рынка межбанковского кредитования, которая создает высокие риски возникновения новых кризисов ликвидности в банковском секторе, а также незавершенность построения эффективной системы рефинансирования Банка России. Все вышесказанное еще раз подтверждает необходимость перехода к интенсивной модели банковского бизнеса. Для интенсивной модели развития банковского сектора характерны следующие признаки:

- высокий уровень конкуренции как на банковском рынке, так и на рынке финансовых услуг в целом;
- высокая степень транспарентности и рыночной дисциплины кредитных организаций и других участников рынка;
- наличие разветвленной современной инфраструктуры, обеспечивающей своевременное качественное предоставление банковских услуг потребителям;
- высокая степень капитализации банковского сектора;
- развитые системы корпоративного управления и управления рисками, обеспечивающие взвешенность управленческих решений и своевременную идентификацию всех рисков, а также консервативную оценку возможных последствий их реализации;
- ответственность владельцев, членов советов директоров (наблюдательных советов и топ-менеджеров банков) за качество принимаемых стратегических и операционных решений, за сбалансированное ведение и устойчивость бизнеса, за достоверность публикуемой и предоставляемой в органы контроля и надзора информации.

Смена модели развития банковского сектора России потребует проведения целого комплекса мероприятий, которые будут реализовываться в рамках «Стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 г.», подготовленной Правительством РФ и Банком России.

В этом документе, в частности, предусмотрено увеличение размера собственных средств (капитала) российских кредитных организаций в целях повышения устойчивости банковского сектора России, а следовательно, и его конкурентоспособности. Поправками к Федеральному закону «О банках и банковской деятельности» размер собственных средств (капитала) для всех банков с 1 января 2012 г. устанавливается в размере не менее 180 млн руб. С 1 января 2015 г. требования к размеру собственных средств (капитала) действующих банков повышаются до 300 млн руб. Одновременно будет усовершенствована система допуска капитала на рынок банковских услуг и контроля Банка России за крупными приобретениями акций (долей) кредитных организаций.

Усилению конкуренции на российском рынке банковских услуг способствует присутствие иностранного капитала в банковском секторе (на 01.01.2011 г. доля нерезидентов в совокупном зарегистрированном уставном капитале действующих кредитных организаций составила 28,1%[1]). Однако в целях поддержания справедливой конкуренции на российском рынке банковских услуг Правительство РФ и Банк России считают необходимым на обозримую перспективу сохранить запрет на присутствие филиалов иностранных банков в России и закрепить это в банковском законодательстве. В этих же целях в среднесрочной перспективе предполагается сократить участие государства в капиталах таких крупных кредитных организаций с высокой долей государственного участия, как ОАО «Сбербанк России», ОАО «Банк ВТБ» и ОАО «Россельхозбанк», до уровня 50% плюс одна голосующая акция.

Решению проблемы низкой доступности банковских услуг будет способствовать реализация в среднесрочной перспективе проекта по созданию Почтового банка Российской Федерации[2], а также Правительство РФ продолжит работу по созданию условий и стимулированию деятельности уже имеющихся форм небанковского финансового посредничества (прежде всего кредитной кооперации и микрофинан-

[1] Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 г. М.: Банк России, 2011. С. 65.

[2] С доведением участия государства в его капитале в течение 3 лет с момента его создания до уровня 50% плюс одна голосующая акция, с последующим снижением этой доли в течение 5 лет с момента создания.

совой деятельности) в регионах, где предложение банковских услуг недостаточно или вовсе отсутствует.

На повышение качества и расширение перечня банковских и иных финансовых услуг направлена проводимая Правительством РФ и Банком России работа по совершенствованию законодательства о потребительском кредитовании, о кредитной кооперации и микрофинансировании, а также внедрение современных информационных технологий в банковскую деятельность на основе электронных средств связи. Стабилизации ресурсной базы банковского сектора будет способствовать принятие поправок в законодательство, предусматривающих введение сберегательных (депозитных) сертификатов, а также срочных банковских вкладов, досрочное востребование которых целиком или частично возможно только при условии предварительного уведомления банка.

Огромная роль в обеспечении долгосрочного устойчивого роста российской экономики и ее инвестиционного и инновационного развития отводится банковскому кредиту. Однако механизм банковского кредитования нуждается в совершенствовании: необходима разработка и внедрение современных передовых систем кредитного риск-менеджмента, развитие проектного финансирования, совершенствование залогового законодательства и разработка закона о секьюритизации кредитов и других банковских активов, разумная минимизация пакета документов на получение кредита и сокращение сроков рассмотрения кредитных заявок при одновременном совершенствовании банками методик оценки кредитоспособности потенциальных заемщиков (применительно к конкретной отрасли народного хозяйства), а также методов работы бюро кредитных историй и прочих участников инфраструктуры кредитного рынка.

В целях наращивания конкурентных преимуществ для банков, на наш взгляд, важно взаимодействие с другими участниками кредитного рынка. Перспективными формами такой кооперации выступают:

1) консолидация банковского и небанковского кредитно-финансового бизнеса на основе участия банков в капитале страховых, инвестиционных, лизинговых, микрокредитных, микрофинансовых организаций, институтов кредитной кооперации и т. д., заключения с ними соглашений о сотрудничестве в рамках политики совмещенных продаж продуктов банка и его партнеров, об объединении с ними в стратегические альянсы или в финансовые конгломераты. В результате повысится устойчивость банковского бизнеса путем его трансформации в универсальный финансовый бизнес, работы по принципу финансового супер- или мегамаркета, диверсификации кредитного портфеля

по целевым группам клиентов, регионам, видам кредитных продуктов и расширения инструментов управления кредитными рисками, роста доходов от увеличения объема операций, экономии на масштабе и технологических инноваций;

2) рефинансирование кредитных продуктов прочих участников кредитного рынка. Здесь банкам следует оценивать соответствие этих продуктов потребностям заемщиков в поддержании непрерывности кругооборота их капитала. Так, наибольшей гибкостью обладает коммерческий кредит, который встроен в процесс управления оборотным капиталом предприятий. Соответственно, рефинансируя его в разных формах (учет векселей, факторинг, форфейтинг, кредиты под залог прав требований, векселей, двойных складских свидетельств и т. п.), банки за счет поддержания непрерывности оборота капитала заемщиков снижают свои кредитные риски[1]. В то же время запрет бездокументарных векселей снижает прозрачность вексельного рынка и увеличивает риск их подделки, поэтому в экономической литературе с учетом мирового опыта и глобальной информатизации предлагается разрешить их обращение в Российской Федерации. Преимущества для банков кредитных операций с двойными складскими свидетельствами связаны с возможностью отделения предмета залога от кредитной сделки и его независимого обращения отдельно от нее. Развитие данных операций сдерживает отсутствие Закона РФ «О складских свидетельствах».

Важным направлением повышения конкурентоспособности банков на рынке потребительских кредитов нам представляется развитие их сотрудничества с организациями розничной торговли, строительными (риелторскими) и прочими компаниями, предоставляющими населению кредиты в виде рассрочки платежа. Оно может идти по пути факторингового обслуживания, параметры которого будут изменяться автоматически в соответствии с ходом реализации товаров и услуг этих организаций;

3) государственно-частное партнерство, которое обусловлено целевыми ориентирами инновационного развития России при ограничен-

[1] Дополнительные преимущества вексельных кредитов для банков связаны со строгостью вексельного права при минимальных регулятивных требованиях, с солидарной ответственностью обязанных по векселю лиц, публичностью протеста векселя в неплатеже, упрощенными процедурами взыскания долга и получением возможности кредитования малых и вновь образованных предприятий на условиях покупки или залога принадлежащих им векселей надежных векселедателей.

ности финансовых возможностей федерального и прочих бюджетов и обеспечит банкам приемлемые условия кредитования стратегически важных крупных инвестиционных проектов.

Соответственно, повышение интеграции рынка банковских кредитов с другими сегментами кредитного рынка, которым присущи свои особенности и закономерности развития, повысит эффективность и инвестиционную привлекательность рынка банковских кредитов и кредитного рынка России в целом.

На развитие системы управления рисками банковской деятельности, корпоративного управления банками, на повышение степени транспарентности и рыночной дисциплины кредитных организаций, а также ответственности владельцев, топ-менеджеров банков и членов советов директоров последних за качество принимаемых стратегических решений, устойчивость бизнеса и достоверность отчетности о результатах своей деятельности направлен целый комплекс мероприятий по совершенствованию банковского регулирования и надзора в Российской Федерации.

В документе «Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 г.» отмечается, что российская банковская система по результатам реализации мероприятий, предусмотренных в этом документе, по всем основным аспектам (организация деятельности, качество управления банками, состояние конкурентной среды, учет и отчетность, рыночная дисциплина и транспарентность, банковское регулирование и надзор) будет соответствовать международным стандартам. При этом к 2015 г. российской банковской системой могут быть достигнуты следующие совокупные показатели деятельности, которые позволят ей подняться на более высокую ступень развития (см. табл. 3.23).

Таблица 3.23

Прогнозные макроэкономические показатели развития банковского сектора РФ

Показатели	2010 г.	2015 г.
Активы/ВВП	76%	более 90%
Капитал/ВВП	10,6%	14–15%
Кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам/ВВП	40,80%	55–60%

Источник: Стратегия развития банковского сектора Российской Федерации на период до 2015 г.

Несмотря на то что основная роль на российском кредитном рынке принадлежит банковским кредитным продуктам, рост рынка долговых ценных бумаг свидетельствует о нарастающей конкуренции со стороны этих продуктов финансового рынка, создавая тем самым предпосылки для сужения сферы деятельности коммерческих банков. Основной причиной расширения рынка долговых ценных бумаг является ограниченность доступа к долгосрочным кредитам коммерческих банков из-за нехватки у них длинных ресурсов, нежелания принимать на себя повышенные кредитные риски, неотработанности практики порядка выдачи и погашения инвестиционных кредитов и т. п.

3.5. Рынок ипотечного кредитования

3.5.1. Структура рынка ипотечного кредитования, особенности его функционирования

Ипотечное кредитование представляет собой целостный механизм реализации отношений, возникающих по поводу организации, продажи и обслуживания ипотечных кредитов.

Ипотечный кредит — это долгосрочное обязательство заемщика, исполнение которого обеспечивается залогом недвижимого имущества (ипотекой).

Особенности недвижимого имущества как предмета залога, с одной стороны, повышают надежность обеспечения, с другой стороны, вызывают определенные требования к оформлению договора залога. В частности, недвижимое имущество должно быть застраховано (банки могут рекомендовать застраховать не только само недвижимое имущество, но и право собственности на него, а также жизнь и здоровье заемщика)[1]; его оценка должна быть произведена независимым оценщиком; права на недвижимое имущество должны быть зарегистрированы в Едином государственном реестре прав на недвижимое имущество и сделок с ним (там же регистрируется и договор залога).

Более высокие затраты и более длительные сроки оформления ипотечного договора по сравнению с другими видами кредитов делают нецелесообразным его получение на короткий период. Поэтому ипотечные операции имеют долгосрочный характер, который предполагает создание различных инструментов ипотечного кредитования и определен-

[1] При наличии дополнительных страховок процентная ставка по кредиту ниже.

ную специфику формирования ресурсов. Договор кредитора и должника об установлении ипотеки может быть оформлен специальным документом — закладной.

Закладная — именная ценная бумага, удостоверяющая следующие права ее владельца: право на получение исполнения по денежному обязательству, обеспеченному ипотекой, без представления других доказательств существования этого обязательства; право залога на имущество, обремененное ипотекой[1]. Как и любая именная ценная бумага, закладная может переходить от одного владельца к другому и быть в достаточной мере оторванной от первоначального требования.

Рынок ипотечного кредитования, как и все финансовые рынки, делится на первичный и вторичный. Первичный рынок охватывает деятельность кредитных институтов по кредитованию юридических и физических лиц под залог объектов недвижимости. На вторичном рынке происходит возобновление кредитных ресурсов, с помощью которых потом можно выдать кредит следующему заемщику.

Закладная может храниться у кредитора как обеспечение обязательств должника, может быть реализована на вторичном рынке с целью привлечения ресурсов, на ее основе (точнее, на основе пула закладных) могут быть выпущены ипотечные ценные бумаги. Кроме того, ипотечный кредит может быть выдан в форме закладной[2]. Доля закладных, рефинансируемых на вторичном рынке, зависит от модели ипотечного кредитования, которая преимущественно используется в данной стране в определенный исторический период.

Рынок ипотечного кредитования — это совокупность экономических отношений, возникающих в процессе выдачи, обслуживания, рефинансирования ипотечных кредитов и обеспечения надежности проведения сделок. В качестве объекта купли-продажи на данном рынке выступают особые финансовые инструменты: обязательства, обеспеченные ипотекой, в том числе ипотечные кредиты, закладные, ипотечные ценные бумаги и их производные. Круг участников при ипотечном кредитовании значительно шире, чем при других видах кредитования.

---

[1] П. 2 ст. 13 Федерального закона «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ.

[2] Кредитные организации, выдававшие кредиты в форме закладных, существовали в VIII и XIX вв. в Германии, Дании, России и т. д. Закладывая недвижимое имущество, заемщик оформлял закладную, которую он в любой момент мог продать на вторичном рынке.

В процессе выдачи и обслуживания ипотечного кредита участвуют не только кредиторы и заемщики, но и страховые, риелторские компании, строительные организации, компании по оценке недвижимости, ипотечные брокеры, кредитные бюро, коллекторские агентства.

Страховые компании в рамках ипотечного кредитования предлагают следующие страховые продукты: страхование жизни и потери трудоспособности заемщика, страхование риска утраты и повреждения квартиры — предмета залога, страхование права собственности владельца квартиры, страхование ответственности[1]. Страховые компании на рынке ипотечного кредитования могут участвовать не только в качестве страховщика, но и в роли кредитора по схеме накопительного страхования[2].

Риелторские организации активно сотрудничают с коммерческими банками на рынке ипотечного кредитования: осуществляют подбор квартир для заемщика и юридическое сопровождения сделок, согласовывают сделки с недвижимостью в случае необходимости с органами опеки и попечительства; обеспечивают надежность и безопасность сделок. В случае невыполнения заемщиком своих обязательств они проводят рыночную и ликвидационную оценку недвижимого имущества; осуществляют реализацию залогов. Они также могут оказывать уполномоченным сотрудникам банка консультационные услуги по различным вопросам, связанным с недвижимым имуществом и сделками с ним; предоставлять информацию о динамике развития рынка недвижимости в регионе и т. п.

Сотрудничество со страховыми компаниями и риелторскими организациями позволяет снизить риски ипотечных операций. Усиление

---

[1] Страховой продукт рассчитан на случай получения ипотечного кредита с низким первоначальным взносом (от 10% от стоимости приобретаемой недвижимости) и применяется для страхования риска невозврата заемщиком ипотечного кредита.

[2] Страхователь заключает договор накопительного страхования жизни в целях накопления средств для покупки квартиры или дома. Накопив 30% от стоимости приобретаемой недвижимости, страхователь может получить ипотечный кредит. Квартира переходит в собственность страхователя-заемщика после выполнения всех условий договора накопительного страхования. Страховщик же при этом может рефинансировать выданный кредит на вторичном рынке. Страховая компания, решившая заняться таким бизнесом, может заключить договор с риелторской конторой или застройщиком о долевом финансировании строящихся объектов недвижимости, при этом стоимость квадратного метра жилья для страховщика, а затем и для страхователя-заемщика будет ниже.

их координации и консолидации содействует укреплению их позиций на ипотечном рынке.

Основными участниками вторичного рынка ипотечного кредитования являются организации, осуществляющие и (или) сопровождающие эмиссию ипотечных ценных бумаг или их производных: эмитенты, организаторы выпуска, организации, обслуживающие ипотечные кредиты[1], рейтинговые агентства[2], организации, осуществляющие кредитную поддержку секьюритизационой сделки[3], инвесторы и т. п.

Таким образом, рынок ипотечного кредитования следует рассматривать в рамках взаимодействия между рынком банковских услуг, рынком недвижимости, рынком страхования и рынком ценных бумаг и их производных. Уровень развития ипотечного рынка напрямую зависит от уровня развития данных рынков. Они являются взаимосвязанными и взаимозависимыми элементами единой ипотечной системы в стране. В свою очередь, рынок ипотечного кредитования также можно рассматривать как необходимый элемент вышеуказанных рынков.

Эффективное взаимодействие всех участников процесса ипотечного кредитования обеспечивает государство посредством создания благоприятных условий для проведения ипотечных операций, и прежде всего их правовой основы. Кроме того, органы государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним, нотариаты, паспортные службы, органы опеки и попечительства, юридические консультации и т. п. осуществляют государственную поддержку всех участников ипотечного рынка и контроль за их деятельностью. Для успешного функционирования ипотечного кредитования существенное значение

---

[1] В экономической литературе они обозначаются как сервисеры или агенты-исполнители. Как правило, обслуживанием кредита занимается организация, предоставившая кредит. При секьюритизации обязательно назначается резервный сервисер на случай ее неспособности обслуживания кредитов.

[2] Самыми популярными частными рейтинговыми компаниями являются: *Standard & Poor's* (ведущая корпорация по финансовому консультированию и установлению кредитных рейтингов ценных бумаг), *Moody's Investors Service* (ведущее агентство по установлению рейтингов, образовано в 1913 г.).

[3] Наиболее распространенными видами кредитной поддержки являются: выдача гарантий как организатором сделки, так и сторонней организацией; страхование непрерывности процентных платежей ипотечных ценных бумаг; страховое покрытие бондов (обязательство страховой компании покрыть 100% всех видов потерь по бондам независимо от причины таких потерь); гарантированный кредит; избыточное покрытие (стоимость секьюритизированных активов превышает номинальную стоимость эмитированных ценных бумаг) и т. п.

имеет существующая в стране система налоговых льгот, система подготовки квалифицированных кадров и т. д.

Только при взаимодействии всех элементов системы ипотечного кредитования появляется возможность, во-первых, снизить риски ипотечных кредиторов и тем самым повысить доступность ипотечных кредитов, во-вторых, повысить надежность ипотечных облигаций и благодаря этому привлечь дополнительные источники кредитования.

Рынок ипотечного кредитования также может быть классифицирован в зависимости от типа недвижимости, выступающей в качестве залогового обеспечения: земельные участки, жилая, доходная, коммерческая, промышленная недвижимость и т. п. Существуют определенные требования, предъявляемые к залогу отдельных видов недвижимого имущества.

3.5.2. Особенности залога отдельных видов недвижимого имущества в Российской Федерации

В качестве предмета залога по ипотечному кредиту могут выступать: земельные участки, предприятия, а также здания, сооружения и иное имущество, используемое в предпринимательской деятельности, которое прочно связано с землей; воздушные, морские суда и суда внутреннего плавания; космические объекты; жилые дома, отдельные квартиры и части жилых квартир, состоящие из одной или нескольких изолированных комнат; дачи, садовые дома, гаражи и другие строения потребительского назначения.

Предметом ипотеки может быть как готовое недвижимое имущество (созданное, находящееся или находившееся какое-то время в эксплуатации), так и строящееся (т. е. незаконченное строительством). Ипотечные кредиты предоставляются под залог как уже имеющейся недвижимости, так и под залог приобретаемой недвижимости.

Обеспечением ипотечного кредита могут служить: один объект недвижимости, его неделимая часть[1], несколько объектов или несколько частей одного и того же объекта недвижимости (общая закладная). Также вместе с недвижимым имуществом может быть заложено оборудование, являющееся частью недвижимости, или предметы личной собственности, прилагаемые к недвижимости (комплексная закладная).

---

[1] Самостоятельным предметом ипотеки часть имущества может быть только в случае, если она не является частью неделимой вещи (имущества, раздел которого в натуре невозможен без изменения его назначения).

Под один и тот же объект недвижимости может быть выдано несколько ипотечных кредитов. При этом общая сумма долга по всем кредитам, выданным под обеспечение одного объекта недвижимости, как правило, не должна превышать 70–80% его оценочной стоимости.

Недвижимое имущество способно выполнять различные функции, выступая и как предмет потребления, и как составная часть реальных активов, используемых в процессе хозяйственной деятельности. В зависимости от функционального назначения все объекты недвижимости могут быть разделены на два основных типа: жилая недвижимость и коммерческая недвижимость[1]. В свою очередь коммерческая недвижимость может быть также разделена на недвижимость, приносящую доход (собственно «коммерческая недвижимость»), и недвижимость, создающую условия для хозяйственной деятельности (так называемая индустриальная недвижимость, включая земельные участки сельскохозяйственного назначения). Объекты коммерческой недвижимости имеют более высокую ликвидность по сравнению с индустриальными объектами. Коммерческая недвижимость, как правило, арендуется, а индустриальная находится в собственности[2].

К залогу отдельных видов недвижимого имущества предъявляются определенные требования.

Земельный участок сельскохозяйственного назначения, передаваемый в залог, должен быть оборотоспособным[3], и его площадь не должна быть меньше минимального размера, установленного нормативными актами субъектов РФ и нормативными актами органов местного самоуправления для земель различного целевого назначения и разрешенных к использованию.

По договору ипотеки земельный участок закладывается как единое целое вместе со всеми принадлежностями (неотделимыми от участка

---

[1] *Максимов С. Н.* Основы предпринимательской деятельности на рынке недвижимости. СПб.: Питер, 2000. С. 66–67.

[2] При этом один и тот же объект может выполнять разные функции. Например, конторские помещения на предприятии — часть индустриальной недвижимости. Эти же конторские помещения, сдающиеся в аренду, рассматриваются как коммерческая недвижимость.

[3] В соответствии с нормами законодательства ограниченными в обороте являются: участки лесного фонда; земли сельскохозяйственного назначения; земли, загрязненные опасными отходами, радиоактивными веществами; иные земли, подвергшиеся деградации, и т. д. Не допускается залог имущества, находящегося в государственной или муниципальной собственности.

сооружениями и устройствами, обеспечивающими поддержание плодородия почвы и сам процесс сельскохозяйственного производства[1]).

Ипотека (залог) здания или сооружения допускается только с одновременной ипотекой по тому же договору земельного участка (или части этого участка, функционально обеспечивающей закладываемый объект), на котором находится это здание или сооружение, или принадлежащего залогодателю права аренды этого участка или его соответствующей части[2].

Предприятие как единый имущественный комплекс принимается в качестве объекта недвижимости как сложный и неделимый объект, составляющий единое экономическое целое, включающий в себя недвижимое имущество: здания, сооружения вместе с землей; неимущественные права, необходимые для осуществления определенной предпринимательской деятельности (права требования, патенты и другие исключительные права), а также долги предприятия. В состав заложенного имущества предприятия включаются: приобретенное им имущество; произведенные залогодателем улучшения имущества; а также приобретенные предприятием в период ипотеки долги[3].

Ипотекой предприятия может быть обеспечено денежное обязательство, сумма которого составляет не менее половины стоимости активов предприятия, подлежащее исполнению не ранее чем через год после заключения договора ипотеки. Передача предприятия в ипотеку допускается при наличии согласия собственника имущества предприятия или уполномоченного им органа либо на основании решения ор-

---

[1] Например, многолетние насаждения, внутрихозяйственные дороги, лесозащитные полосы, замкнутые водоемы, мелиоративные и ирригационные сооружения, противоэрозионные устройства, колодцы, скважины, заграждения и др.

[2] На принадлежащее залогодателю право постоянного пользования земельным участком, на котором находится предприятие, здание или сооружение, право залога не распространяется. При обращении взыскания на такое предприятие, здание или сооружение лицо, которое приобретает это имущество в собственность, приобретает право пользования земельным участком на тех же условиях и в том же объеме, что и прежний собственник (залогодатель) недвижимого имущества.

[3] Долги, которые образовались до момента передачи предприятия в ипотеку, не могут служить обеспечением имущественных обязательств залогодателя. Что касается долгов, возникших в период действия договора ипотеки, они не могут уменьшать общую стоимость имущества, переданного в ипотеку, и учитываются при определении общей стоимости предприятия при необходимости его реализации.

гана, уполномоченного учредительными документами предприятия. Не допускается передача в ипотеку предприятия, в отношении которого возбуждено дело о банкротстве или принято решение о ликвидации или реорганизации.

К ипотеке *жилых домов и квартир* законодательство предусматривает особые требования[1]:

- при ипотеке квартиры в многоквартирном жилом доме, части которого находятся в общей долевой собственности залогодателя и других лиц, заложенной наряду с жилым помещением считается соответствующая доля в праве общей собственности на жилой дом;
- ипотека жилого дома или квартиры, находящихся в собственности несовершеннолетних граждан, ограниченно дееспособных или недееспособных лиц, над которыми установлены опека или попечительство, не может быть совершена без предварительного разрешения органа опеки;
- обращение залогодержателем взыскания на заложенные жилой дом или квартиру и реализация этого имущества являются основанием для прекращения права пользования ими залогодателем и любыми иными лицами, проживающими в таком жилом доме или квартире.

При залоге недвижимого имущества (независимо от его функционального назначения) необходимо соблюдать следующие требования:

- недвижимое имущество, служащее в качестве залога, должно обладать такими характеристиками, как приемлемость и достаточность. Приемлемость залога характеризует долговременность его хранения, потребительский спрос на него и быстроту реализации. Достаточность залога характеризует возможность покрыть за счет него не только сумму основного долга по кредиту, но и процентов за его использование, а также расходов, связанных с судебными издержками;

[1] Правила, установленные для ипотеки жилых домов и квартир, распространяются на следующие виды недвижимого имущества: индивидуальные и многоквартирные жилые дома и квартиры, принадлежащие на праве собственности гражданам или юридическим лицам; часть жилого дома или часть квартиры, состоящая из одной или нескольких изолированных комнат. На гостиницы, дома отдыха, дачи, садовые домики и другие строения и помещения, которые не предназначены для постоянного проживания, правила, установленные для ипотеки жилых домов и квартир, не распространяются. Однако они также могут быть предметом ипотеки, но на общих основаниях.

- залогодателем может быть как сам должник по обязательству, обеспеченному ипотекой, так и лицо, не участвующее в этом обязательстве (третье лицо);
- предмет ипотеки (недвижимое имущество) должен принадлежать залогодателю на праве собственности или на праве хозяйственного ведения. Предметом ипотеки также может быть право аренды на недвижимое имущество.

3.5.3. Инструменты ипотечного кредитования и ипотечные технологии

При ипотечном кредитовании значительную роль играет выбор финансовых инструментов и технологий, применяемых на различных этапах кредитного процесса. Инструментами ипотечного кредитования принято считать кредиты, предполагающие определенный механизм расчета платежей заемщика по кредиту, который включает способы погашения основного долга и уплаты процентов по кредиту. Инструменты ипотечного кредитования определяют форму организации денежного потока по долгосрочному ипотечному кредиту[1].

Платежи по ипотечному кредиту могут осуществляться ежемесячно, ежеквартально, ежегодно и т. д., вплоть до одноразовых. Вид ипотечного инструмента в основном определяется схемой и структурой выплат. Их выбор определяется: общей экономической ситуацией, развитостью ипотечных операций в стране (в частности, объем ипотечных операций, наличие соответствующей инфраструктуры), финансовыми возможностями и желаниями участников сделок (кредиторов и заемщиков), видом операции (например, продажа жилого дома, отягощенного ипотекой, покупка недвижимости с целью дальнейшей продажи, субсидированные кредиты, а также более сложные схемы); целью, которую стараются достичь кредитор (максимально дешево рефинансировать кредит без привлечения дополнительных гарантий, снизить риск колебаний рыночных процентных ставок) или заемщик (снизить кредитную нагрузку в первые периоды кредитования, быстро погасить кредит, уменьшив при этом общие процентные выплаты).

Правильный выбор и применение инструментов ипотечного кредитования в значительной степени определяют эффективность ипотеч-

[1] Методические рекомендации по организации и порядку осуществления программ ипотечного жилищного кредитования / Под ред. Н. Б. Косаревой. М.: Фонд «Институт экономики города», 2002. С. 44–45.

ных операций, снижение рисков, повышение доступности ипотечных кредитов, их ликвидность.

Кредиты со стандартным аннуитентным (самоамортизирующимся) ипотечным платежом (fixed-rate, level-payment, fully-amortrized mortgage) были исторически первым видом ипотечных займов, самым распространенным в мировой практике до начала 90-х гг. прошлого столетия. График платежей построен таким образом, что заемщик в течение всего срока займа ежемесячно выплачивает равную сумму, которая зависит от срока кредитования, процентной ставки, количества платежных периодов и рассчитывается по следующей формуле:

$$П = \frac{Sk \times i}{1 - (1 + I)(-n)}, \quad (1)$$

где П — размер ежемесячного аннуитетного платежа по кредиту, включающего платежи по основному долгу и проценты; *Sk* — сумма кредита; *n* — число платежных периодов (месяцев при ежемесячном погашении); *i* — процентная ставка за соответствующий период (в месяц).

В первые годы большую часть долга составляют проценты, поскольку сумма долга еще очень велика. Постепенно доля процентов снижается, так как проценты начисляются на остаток невыплаченной суммы по кредиту.

Ипотечные кредиты с постоянными аннуитетными платежами называются стандартными, традиционными, базисными[1]. На основе данного инструмента построено множество ипотечных технологий, например ипотечные кредиты с увеличивающимися платежами, ипотечные кредиты с индексацией долга, которые будут рассмотрены ниже.

Кредиты с фиксированными выплатами основной суммы долга (дифференцированный платеж, пружинная ипотека) — ежемесячный платеж по данному виду ипотечного кредита также разбивается на две части, одна из которых идет на погашение кредита, а другая — на уплату начисленных за месяц процентов. При этом часть, идущая на погашение основного долга, остается неизменной, а идущая на уплату процентов — с каждым месяцем уменьшается. Соответственно уменьшается

[1] Рынок ипотечных кредитов в США до 90-х гг. прошлого столетия характеризовался высокой степенью стандартизации. До 80% от числа выдаваемых ипотечных кредитов отвечали так называемым стандартным условиям. Банки могли выпускать кредиты на любых приемлемых для них и заемщиков условиях. Но «стандартные» кредиты могли быть рефинансированы максимально дешево, без привлечения дополнительных гарантий и дополнительного обеспечения в виде страхования кредитных рисков.

и общий ежемесячный платеж по кредиту, что снижает нагрузку на заемщика. Соотношение платежей в счет основной суммы долга и процентов по аннуитетному и по дифференцированному платежам показано на рис. 3.4.

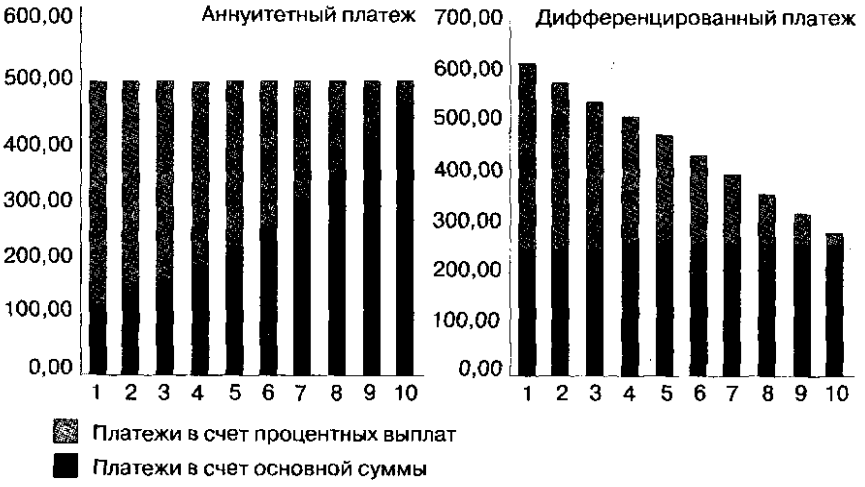

Рис. 3.4. Соотношение платежей в счет основной суммы долга и процентов по аннуитетному и дифференцированному платежам

Кредиты с «шаровыми» платежами» (balloon mortgage) — платежи по кредиту предусматривают крупный итоговый платеж по долгу. Возможен вариант разбивки разового платежа, когда итоговая выплата осуществляется несколькими крупными платежами, условно попадающими под общий платеж. Ипотечные кредиты с «шаровым» платежом могут быть структурированы различным образом в зависимости от времени выплаты процентов: в течение кредитного периода или в конце срока вместе с основной суммы долга. Кроме того, ежемесячный платеж может включать не только процентные платежи, но и часть платежа в счет основной суммы долга.

Ипотечные кредиты с нарастающими платежами имеют несколько разновидностей, которые можно разбить на две группы (в зависимости от задачи, которую они выполняют). Первая группа кредитов дает возможность заемщику снизить кредитную нагрузку в начальные периоды кредитования. В течение, например, первых трех лет платежи по ним остаются низкими, однако по окончании льготного периода они достигают уровня, позволяющего полностью амортизировать кредит. Вторая

группа кредитов дает возможность быстрее погасить кредит, уменьшив при этом процентные выплаты. Первоначальный платеж равен аннуитетному платежу, но через определенные периоды (например, раз в три месяца) он увеличивается в соответствии с условиями договора: либо на определенную величину (например, на 3,5% от ежемесячного платежа), либо на основании изменения определенного индекса.

Ипотечные кредиты с индексацией непогашенной суммы долга позволяют производить погашение кредита одинаковыми платежами в реальных суммах при изменении номинальных величин. Непогашенная сумма долга корректируется на основе выбранного индекса: потребительских цен, доллара США, стоимости потребительской корзины, минимальной заработной платы, других финансовых индексов, отражающих динамику инфляции. При этом корректировка остатка кредитного долга может проводиться ежемесячно, а корректировка ежемесячного платежа — ежегодно[1], после чего происходит перерасчет дальнейшего графика платежей (изменяется величина ежемесячного платежа в зависимости от изменения выбранного индекса).

Ипотечный кредит с двойной индексацией позволяет более равномерно распределить риски между заемщиком и кредитором, он используется для обеспечения доступности кредита и его возвратности. В данном случае индексации подлежит не только непогашенная сумма долга, но и ежемесячные платежи заемщика, которые могут корректироваться в соответствии с изменением выбранного показателя дохода, например средней величины заработной платы. В случае если финансовый индекс, отражающий динамику инфляции, будет расти быстрее, чем индекс дохода, срок кредита становится неопределенной величиной, и в некоторых случаях, несмотря на своевременные платежи заемщика, его долг будет увеличиваться.

Ипотечный кредит с переменной процентной ставкой[2] *(adjustable-rate mortgage, ARM, или variable rate mortgage, VRM)* — кредит с автоматически изменяющейся кредитной ставкой, отражающей движение выбранных и зафиксированных в договоре ставок финансового рынка или инфляционных индексов. Первоначально ставка устанавливается на более низком уровне, чем фиксированные ставки по аналогичным кредитам. В дальнейшем ставка может меняться в соответствии: с ба-

[1] Возможны и иные варианты. Интервал изменений может быть от 1 года до 5 лет.

[2] В литературе их также обозначают как кредиты с регулируемой, индексируемой, вариативной, пересматриваемой, изменяющейся ставкой, ставкой с гибким графиком платежей или закладную с переменным процентом (ЗПП).

зовыми рыночными ставками (например, со ставкой по краткосрочным кредитам); средней ставкой по жилищным кредитам[1]; со ставкой привлечения финансовых средств (например, с процентной ставкой по федеральным ценным бумагам и т. п.); с определенными экономическими индексами, непосредственно связанными с процентными ставками (инфляция, индекс цен, индекс заработной платы и т. п.).

Корректировка изменяющейся процентной ставки производится в определенный договором срок — 6, 12 или 24 месяца, а также в пределах от 1 месяца до 5 лет. Остаток долга по долгосрочному кредиту пересчитывается уже исходя из новой процентной ставки, в соответствии с чем новый график платежей всегда рассчитывается на основе необходимой положительной амортизации кредита.

Данный инструмент защищает кредитора от колебаний рыночных процентных ставок (риска процентной ставки), при этом всегда обеспечивая ему достаточный доход по данному виду операций. Вместе с тем при применении данного инструмента возникает опасность увеличения кредитного риска, так как будущие кредитные выплаты по ипотеке с переменными процентными ставками достаточно сложно предсказать. В связи с крайне опасным характером инструмента с переменной процентной ставкой существуют различные пути его модификации. В частности, введение процентного ограничителя, который может быть установлен в виде ограничения максимально (и (или) минимально) допустимой величины, которую может достичь переменная ставка, или максимального приращения процентных пунктов к первоначальной ставке, ограничивающих плавающую ставку в течение месяца, года, всего срока кредитования.

Ипотека с дисконтом (buy down permanent) — ипотека с пониженной ставкой по кредиту, выплачиваемой заемщиком в обмен на повышенный дисконт[2]. Сумма, которую в действительности получает заемщик, меньше суммы, указанной в договоре, на величину дисконта (ежемесячный платеж рассчитывается исходя из суммы кредита, которая превышает сумму, получаемую заемщиком, на величину дисконта). Дисконт может выражаться в пунктах (процентах) или в денежной сумме. Существует также двойной дисконт — определенные денежные средства суммируются с процентным дисконтом.

Ипотечные кредиты, предусматривающие финансовый интерес кредитора, предполагают компенсацию кредитору потерь при льготном креди-

[1] В США устанавливается Федеральным советом банков жилищного кредита.

[2] *Цылина Г. А.* Ипотека. Жилье в кредит. М.: Экономика, 2001. С. 161.

товании или предоставлении иных льгот для заемщика в форме отсрочки выплаты процентов или основного долга, увеличение или уменьшение сроков кредитования. Кредитор предоставляет кредит под более низкую процентную ставку в обмен на долю в возрастании стоимости недвижимости либо долю в текущем доходе, которая может быть определена в процентах от регулярных денежных поступлений. Возможно участие кредитора в получении доходов от недвижимости в течение как всего периода кредитования, так и иного определенного договором срока.

Ипотечные кредиты с обратным аннуитетом (reverse annuity mortgage) — предназначены в основном для пенсионеров как дополнительное финансирование жизни владельцев недвижимости (пожизненная рента). Заемщик получает кредит, который гасит последующей передачей прав на недвижимое имущество. Кредит может быть выдан единовременно или по частям (ежемесячно или в несколько приемов). В соответствии с договором рента может быть срочной и бессрочной. При повышении стоимости недвижимости, удостоверенной независимой оценкой, возможно внесение дополнительных платежей заемщику, что целесообразно оговорить в контракте.

Финансовая сделка по продаже недвижимости с правом пожизненного проживания (life estate transaction) — в отличие от ипотеки с обратным аннуитетом, право собственности на недвижимость переходит к кредитору не после окончания срока кредитования (или смерти собственника), а непосредственно в момент заключения договора.

Кредитные линии, обеспеченные жильем (home equity revolving loans), — залог недвижимости для обеспечения кредитной линии, действующей в течение длительного периода времени, которая используется на потребительские нужды заемщика. Процент выплачивается только на кредит, который используется. Обычно процентная ставка периодически пересматривается. Предоставляемый кредит хотя и не используется на финансирование недвижимости, все же обеспечен недвижимой собственностью, поэтому проценты по нему исключаются из налогооблагаемого дохода подобно ипотечным кредитам, только с некоторыми ограничениями.

В Российской Федерации практически все ипотечные кредиты предусматривают аннуитетные платежи. Примерно на каждые 20–25 ипотечных кредитов приходится лишь один с дифференцированной схемой погашения[1]. Выбор между аннуитетными и дифференцированными

[1] Спецрейтинг: ипотека с дифференцированными платежами // http://www.sravni.ru/novosti/stati/2012/1/31/specrejting-ipoteka-s-differencirovannymi-platezhami/.

платежами для заемщиков предлагают следующие банки: Газпромбанк, Санкт-Петербург, Сургутнефтегаз, Балтинвестбанк, Петрокоммерц, Россия. Ряд банков предлагают кредиты с переменной процентной ставкой (например, по ипотечному продукту АИЖК «Переменная процентная ставка» размер процентной ставки зависит от ставки рефинансирования Центрального банка РФ) и кредиты в иностранной валюте. Однако практика показала, что в кризисные периоды именно эти виды кредитов повышают кредитный риск банков. Если доля просроченных кредитов в общем объеме кредитов, выданных в рублях, по официальным данным, не превышала 3% с 2009 по 2012 г., то по кредитам в иностранной валюте она постоянно росла и на 1 января 2012 г. составила 11,8%[1].

3.5.4. Основные модели привлечения ресурсов на рынок ипотечного кредитования

В экономически развитых странах сложились высокоорганизованные системы ипотечного кредитования. Система ипотечного кредита в каждой стране имеет свои особенности. Изучая и анализируя мировой опыт ипотечного кредитования, большинство авторов отмечают, что модели организации ипотечного кредитования различаются прежде всего в принципах формирования общего портфеля кредитных ресурсов для ипотечного кредитования.

Под *моделью ипотечного кредитования* следует понимать систему организации ипотечного кредитования в масштабах страны или региона, которая включает совокупность кредитных и других институтов, действующих на рынке ипотечных кредитов, законодательство, регулирующее их деятельность (наличие или отсутствие специального закона, регулирующего деятельность кредитного института)[2], прин-

---

[1] Рассчитано на основе данных Агентства по ипотечному жилищному кредитованию. См.: http://www.rusipoteka.ru/ipoteka_statistika_ipotechnoe_kreditovanie_v_cifrah/.

[2] Например, в Германии действуют законы «Об ипотечных банках» и «О строй-сберкассах», где жестко зафиксированы основные принципы их деятельности. В США ввести единую систему ипотечного кредитования путем принятия единого федерального законодательства не представляется возможным, так как это затрагивало бы исключительную компетенцию штатов в области законотворчества. В Российской Федерации также подобных законов нет. Однако в Законе «Об ипотечных ценных бумагах» указано, что коммерческие банки имеют право выпускать ипотечные ценные бумаги при соблюдении определенных требований.

ципы государственного регулирования и контроля, механизм привлечения ресурсов.

В рамках *европейской одноуровневой модели ипотечного кредитования* кредитные организации (универсальные, ипотечные, сберегательные банки, стройсберкассы[1], строительные общества[2], ссудо-сберегательные ассоциации[3] и т. п.) самостоятельно привлекают ресурсы из разнообразных источников: собственные средства, депозиты, специализированные накопительные счета, выпуск обеспеченных ипотекой облигаций (закладных листов). Конкретные источники привлечения ресурсов зависят от вида кредитной организации. Поскольку данные кредитные институты не используют посредников в процессе привлечения средств, европейскую модель называют одноуровневой. Серьезный отпечаток на особенности развития модели накладывает консерватизм, формирующий высокий уровень надежности кредитных институтов и романо-германская система права[4].

Двухуровневая модель в США основана на особенностях англо-саксонской системы права, которая предполагает установление на одно и то же недвижимое имущество нескольких титулов собственности, а также разделение содержания права собственности между несколькими лицами. Объектом права собственности в данном случае может быть само право. Американская ипотечная модель заключается в обеспечении непрерывного рефинансирования ипотечных кредитов посредством создания и функционирования вторичного рынка ипотечных кредитов и рынка ипотечных ценных бумаг. Особенностью американской модели ипотечного кредитования является разделение функций по выдаче, обслуживанию ипотечных кредитов и выпуску ипотечных ценных бумаг между различными организациями.

Ипотечные кредиты в США предоставляют различные кредитные организации: ссудо-сберегательные ассоциации, ипотечные компании, ипо-

---

[1] Наибольшее развитие строительные сберегательные кассы (Bausparkasse) получили в Германии.

[2] Строительные общества (Building societies) распространены в Великобритании.

[3] Ссудо-сберегательные ассоциации (Saving and Loans associations) в США.

[4] Романо-германская правовая семья объединяет правовые системы всех стран континентальной Европы и противопоставляется англосаксонскому праву. Эта правовая семья возникла на основе римского права. Основной источник права — закон (нормативный акт). На первый план выдвинуты нормы и принципы права, которые рассматриваются как правила поведения, отвечающие требованиям морали, прежде всего справедливости.

течные банки, коммерческие банки, взаимосберегающие (кооперативные) банки и т. д. Крупные ипотечные банки могут самостоятельно выпускать ипотечные ценные бумаги[1]. Большинство же кредитных организаций осуществляют их продажу[2] специально созданным агентствам — операторам вторичного рынка. При этом даже после продажи ипотечного кредита банковские услуги по его обслуживанию в течение всего времени кредитования (а именно сбор ипотечных взносов у заемщиков и пересылку их конечным инвесторам) банки обычно оставляют за собой.

В США в качестве операторов вторичного рынка выступают: Правительственная Национальная ипотечная ассоциация (*Government National Mortgage Association — Ginnie Mae*), Федеральная национальная ипотечная ассоциация (*Federal National Mortgage Association — Fannie Mae*), Федеральная корпорация ипотечного кредитования (*Federal Home Loan Mortgage Corporation — Freddie Mac*). Данные агентства организуют на основе пулов ипотечных кредитов выпуски ипотечных ценных бумаг и продают их широкому кругу институциональных инвесторов — инвестиционным и пенсионным фондам, страховым и управляющим компаниям, банкам. Их роль заключается в перераспределении ресурсов и достижении единообразия ипотечных сделок, повышении ликвидности ипотечных кредитов, перераспределении рисков.

В отличие от европейской модели в модели американской выпуск ценных бумаг (секьюритизация[3]) осуществляется посредством создания специализированных организаций (SPV) независимо от того, кто является организатором выпуска — ипотечный (коммерческий) банк или специализированные агентства. Секьюритизации подвергаются средне- и долгосрочные долговые обязательства, возникшие в результате предшествующих кредитных операций и находящиеся в портфелях банков и других кредитно-финансовых институтов. Не все типы активов могут быть пе-

---

[1] Первоначально ипотечные ценные бумаги выпускались только специализированными агентствами. Первый выпуск «неагентских» ипотечных облигаций осуществил *Bank of America* в 1977 г.

[2] Продажа ипотечных кредитов на вторичном рынке производится в нескольких формах. Первая форма — это простая продажа индивидуального кредита, которая известна под названием «продажа целиком». Вторая форма — продажа доли (долей) кредита — называется «продажей участия».

[3] Механизм секьюритизации (от англ. *securities* — ценные бумаги) был разработан в США и представляет собой форму финансового инжиниринга, т. е. управления активами и пассивами баланса с целью изменения структуры портфеля и перевода его в более защищенную форму с лучшими стоимостными и рисковыми характеристиками.

реведены в ценные бумаги. Под секьюритизацию подпадают ссуды, обладающие стандартными характеристиками срока погашения, размера, стоимости, гарантии и использования получаемой прибыли[1].

Рассмотрим особенности организации деятельности ипотечных кредитных институтов: ссудо-сберегательных организаций и ипотечных банков.

Ссудо-сберегательные организации. Первые ссудо-сберегательные организации возникли еще в конце XVIII столетия в шахтерских поселках. Граждане, не имевшие возможность получить кредит на строительство жилья в каком-либо кредитном учреждении, объединяли для этих целей свои денежные средства. За счет собранных средств они имели возможность поочередно приобретать жилье. Таким образом, в выигрыше оказывались все, кроме последнего.

Деятельность ссудо-сберегательных организаций основана на ссудо-сберегательном принципе, когда портфель кредитных ресурсов не заимствуется на открытом рынке капиталов, а целенаправленно формируется за счет привлечения сбережений будущих заемщиков. В качестве источника предоставления кредитов используются средства, поступающие от вкладчиков по жилищным накопительным контрактам, от заемщиков в виде платежей по ссудам.

В мировой практике известны различные виды кредитных организаций, работающих по ссудо-сберегательному принципу: строительные сберегательные кассы (Bausparkasse — Германия, Австрия, Чехия, Словакия и т. д.); строительные общества (Building societies — Великобритания); сберегательные учреждения (Caisse d'epargne logement — Франция); ссудо-сберегательные ассоциации (Saving and Loans associations) и банки взаимных сбережений (mutual savings banks) в США.

Степень замкнутости[2] ссудо-сберегательных организаций зависит от уровня государственной поддержки их деятельности. Это хорошо

---

[1] В России сегодня могут быть секьюритизированы только ипотечные жилищные кредиты. В мировой практике секьютиризации подлежат различные виды кредитов: под персональные и коммерческие автомобили, на покупку промышленного оборудования, бытовой техники и электроники; студенческие кредиты; кредиты мелкому бизнесу; задолженность по кредитным карточкам; «дебитовка» или права требований платежей (каких угодно, начиная с авиационных билетов и кончая месячными телефонными счетами); выигрыши в лотерею; даже доходы от будущих продаж музыкальных записей (Дэвид Боуи и Паваротти) и т. п.

[2] Многие авторы выделяют ссудо-сберегательную, или замкнутую, модель ипотечного кредитования, которая в силу своей автономности не зависит от общего состояния финансово-кредитного рынка, а также от колебаний рыночной цены заемных денег.

прослеживается на примере развития стройсберкасс в Германии, где в рамках системы стройсбережений приняты две формы субсидирования: программа премирования по жилищным сбережениям и программа налоговых льгот.

В 80-е гг. прошлого столетия программа государственных премий была значительно сокращена. Размер премии был уменьшен с 18 до 14% в 1982 г. и до 10% в 1989 г. До 1989 г. семьи с детьми получали дополнительные 2% на ребенка[1]. Сокращение государственной поддержки привело к расширению деятельности стройсберкасс. У клиентов стройсберкасс появилась возможность получить кредит на коммерческих условиях до момента предоставления целевой долгосрочной ссуды для нужд жилищного строительства. Эти ссуды могут быть двух видов: промежуточный и предварительный кредиты.

Промежуточный кредит — краткосрочный кредит, предоставляемый клиентам стройсберкассы, которые, накопив минимально установленную контрактом сумму вклада, еще не достигли установленного размера оценочного показателя для получения кредита, однако нуждаются в финансировании покупки или строительства жилья.

Предварительный кредит (кредит предварительного финансирования) — краткосрочный кредит, предоставляемый клиентам стройсберкассы, не накопившим минимально установленную контрактом сумму вклада, но нуждающимся в финансировании покупки или строительства жилья.

Предварительные и промежуточные кредиты финансируются стройсберкассами за счет источников, получаемых извне системы стройсбережений на открытом финансовом рынке. Эти кредиты предоставляются на срок не более 3 лет. Их суммарное количество не может превышать 60% от заключаемых новых сделок. Как показала практика, примерно 30% клиентов стройсберкасс получают промежуточные кредиты. Большая маржа по таким кредитам является важным источником прибыли для банков.

В 1989 г. стройсберкассам был разрешен выход на рынок капиталов путем эмиссии облигаций со сроком погашения пять лет. Так, в начале 90-х гг. около 14% пассивов стройсберкасс было получено в виде банковских кредитов или выпуска облигаций. В 1990 г. стройсберкассы по-

[1] *Пастухова Н. С., Рогожина И. Н.* Зарубежный опыт жилищных сберегательных программ. Рекомендации по использованию жилищных сберегательных программ в работе банков. М.: Фонд «Институт экономики города», 2002. С. 15.

лучили возможность действовать за пределами Германии. В настоящее время филиалы немецких строительных сберегательных касс работают в Италии, Бельгии, Франции, Люксембурге, Нидерландах. Немецкие строительные сберегательные кассы активно участвовали в создании ссудо-сберегательных учреждений в Чехии, Словакии, Венгрии, Хорватии. В 2000 г. крупная немецкая строительная сберегательная касса BHW начала осуществлять инвестиции в жилищное строительство Индии. В конце 2003 г. был подписан договор между строительной сберегательной кассой Гамбурга и Китайским банком реконструкции о создании после принятия в Китае соответствующих нормативных актов стройсберкассы в форме совместного предприятия. Таким образом, немецкие стройсберкассы становятся крупным финансовым институтом с целевым финансированием и специальными условиями деятельности.

В Российской Федерации с 1993 г. на рассмотрении Госдумы находится законопроект «О стройсберкассах». Однако и в настоящее время вопрос о его принятии остается открытым[1].

Ипотечные банки. Ипотечный банк – кредитная организация, специализирующаяся на предоставлении кредитов под залог недвижимого имущества. Формирование ресурсов в ипотечных банках происходит путем выпуска собственных долговых обязательств на длительные сроки, обеспеченных заложенным заемщиками имуществом (закладных листов). В качестве инвесторов могут выступать другие кредитные и финансовые организации, страховые компании, пенсионные фонды, а также население.

Ипотечные облигации обращаются и на внутренних, и на международных рынках, котируются на ведущих биржах. Ипотечные облигации составляют значительную долю в инвестиционных портфелях страховых компаний и других финансовых институтов.

В большинстве европейских стран заниматься ипотечным кредитованием за счет выпуска ипотечных облигаций могут только ипотечные банки. Единственное исключение – Испания, в которой любой банк имеет право выпускать ипотечные облигации. Наибольшее развитие данные кредитные институты получили в Германии. Надежность ипотечных банков обеспечивается за счет жесткой регламентации их деятельности

[1] В 1993 г. совместный проект немецких стройсберкасс и Сбербанка был отвергнут на том основании, что стройсберкассы будто бы не могут функционировать в условиях инфляции. В 2003 г. проект закона о стройсберкассах не прошел третье чтение в Государственной думе. В марте 2010 г. законопроект также был отклонен.

(определение понятия ипотечное кредитование[1]); законодательно установленных требований к формированию ипотечного покрытия[2], служащего обеспечением выпущенных ценных бумаг; особенностями расчета залоговой стоимости[3]; установления предельной суммы кредитования — 60% от залоговой стоимости недвижимости[4]; государственного контроля за их деятельностью[5]. Кроме того, масса ипотечного покрытия рассматривается как обособленное имущество, которое при банкротстве банка не включается в общую конкурсную массу, а служит для удовлетворения требований владельцев закладных листов.

В отличие от немецких ипотечных банков ипотечные банки в США (mortgage bank, mortgage company), как уже было отмечено, — это специализированные финансовые институты, которые являются не депозитными или кредитными институтами, а только посредниками. Основная их функция — предоставление заемщикам ипотечных кредитов с последующей их продажей или выпуском на их основе ценных бумаг путем создания специализированных организаций (SPV)[6].

---

[1] Ипотечное кредитование — кредитование под залог недвижимого имущества с оформлением ипотеки на это имущество и последующим рефинансированием путем выпуска ипотечных закладных листов.

[2] Все находящиеся в обращении ипотечные закладные листы одного и того же ипотечного банка имеют обеспечение в виде общей для всех ипотечных закладных листов массе покрытия независимо от вида заложенного недвижимого имущества. Данная масса динамична, так как в нее постоянно включаются новые объекты залога под выдаваемые кредиты и исключается обеспечение погашенных ссуд. Ипотечный банк обязан соблюдать соответствие кредитных требований и обязательств по закладным листам (по объемам, величине процентных ставок, сроков и валюте).

[3] Факторы, которые должны учитываться при оценке залоговой стоимости, требуют тщательного отбора. Они не должны быть слишком индивидуальными или неустойчивыми. При этом требуется точное и четкое описание того, в чем состоит общее и типичное воздействие каждого из этих факторов на залоговую стоимость. Это необходимо для того, чтобы они могли быть пересмотрены по мере накопления новой информации.

[4] Лимит устанавливается в виде законодательного норматива на длительный срок.

[5] Согласно немецкому Закону об ипотечных банках контроль и надзор за деятельность ипотечного банка осуществляет независимое доверенное лицо, назначаемое органом государственного надзора для контроля за деятельностью банков. В 2004 г. был введен институт поверенных (управляющих делами), который призван упорядоченно обеспечить требования держателей закладных листов.

[6] В Российской Федерации данная организация называется «Ипотечный агент».

В Российской Федерации ипотечных банков в классическом понимании не существует. Одним из принципов построения современной российской банковской системы является принцип универсальности российских банков, который означает, что все действующие на территории РФ банки являются универсальными. Универсальный статус не исключает возможности добровольной специализации банков на отдельных операциях или видах деятельности, в частности на ипотечном кредитовании[1]. Для кредитных организаций, осуществляющих эмиссию ипотечных облигаций, установлены дополнительные требования и обязательные нормативы[2].

3.5.5. Рынок ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации

Возрождение системы ипотечного кредитования в Российской Федерации началось в начале 90-х гг. минувшего столетия. Необходимость ее создания была связана со следующими факторами: острота жилищной проблемы, снижение объемов бюджетного финансирования жилищного строительства, неспособность большинства населения за счет своих средств приобрести жилплощадь. В связи с этим получило развитие ипотечное жилищное кредитование.

С 1993 г. ипотечное жилищное кредитование становится составной частью государственной жилищной политики[3]. Взаимосвязь жилищной политики государства и развития законодательства в области ипотечного кредитования показана на рис. 3.5.

После 2005 г. совершенствование ипотечного законодательства продолжалось. Неоднократно вносились изменения в Федеральные законы «Об ипотеке» и «Об ипотечных ценных бумагах» и другие законодательные акты. Разрабатываются и совершенствуются льготные программы ипотечного кредитования как на федеральном, так и на региональном уровнях. На рассмотрении Государственной думы находятся законопроекты «О стройсберкассах» (с 1993 г.) и «О секьюритизации».

---

[1] Добровольная специализация предполагает, что всю ответственность за решения по выбору сфер деловой активности несут сами банки и их учредители.

[2] Инструкция Банка России от 31 марта 2004 г. № 112-И «Об обязательных нормативах кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием».

[3] Это нашло свое отражение в Государственной целевой программе «Жилище», одобренной Постановлением Совета Министров — Правительства Российской Федерации от 20 июня 1993 г. № 595.

Июнь 1993 г. Государственная целевая программа «Жилище»

«О залоге» № 2878-I от **29.05.1992 г.**;
Указ Президента РФ № 1180 от **10.06.1994 г.** «О жилищных кредитах»
Указ Президента РФ № 1182 от **10.06.1994 г.** «О выпуске и обращении жилищных сертификатов»
Часть I ГК РФ **№ 51-ФЗ** от 30.11.1994 г.

Март 1996 г. Основные направления нового этапа реализации Государственной целевой программы «Жилище»

Часть II ГК РФ **№ 14-ФЗ** от 26.01.1996 г.
1996 г. — создано Агентство по ипотечному жилищному кредитованию принят ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» № 102-ФЗ от **16.07.1998 г.**

Июнь 1996 г. Федеральная программа «Свой дом»

Январь 2000 г. Концепция развития системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации

Сентябрь 2001 г. Федеральная целевая программа «Жилище» на 2002–2010 гг.

ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах» № 152-ФЗ от **11.11.2003 г.**
Жилищный Кодекс № 188-ФЗ РФ от **29.12.2004 г.**
«О кредитных историях» № 218-ФЗ от **30.12.2004 г.**
«Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» 3 214-ФЗ от **30.12.2004 г.**
Инструкция Центрального банка «Об обязательных нормативах кредитных организаций, осуществляющих эмиссию облигаций с ипотечным покрытием» № 112-И от **31.03.2004 г.**
Март 2004 г. Концепция ипотечного страхования

2003 г. Проект «Доступное и комфортное жилье — гражданам России»

Март 2005 г. Концепция развития унифицированной системы рефинансирования ипотечных жилищных кредитов в России

Март 2007 г. Концепция системы земельно-ипотечного кредитования

Июль 2010 г. Долгосрочная стратегия развития ипотечного жилищного кредитования до 2030 года

Рис. 3.5. Взаимосвязь жилищной политики государства и ипотечного законодательства

При построении системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации за основу была принята двухуровневая модель (американская). С целью создания вторичного рынка ипотечных кредитов Правительством Российской Федерации в 1996 г. было создано Агентство по ипотечному жилищному кредитованию.

Агентство по ипотечному жилищному кредитованию является открытым акционерным обществом со 100%-ным государственным капиталом. Его единственным акционером является Правительство РФ в лице Федерального агентства по управлению федеральным имуществом. С 2003 г. агентство было включено в список 18 «приоритетных» компаний с государственным участием.

Целью деятельности агентства является формирование системы рефинансирования долгосрочных ипотечных жилищных кредитов; разработка и внедрение стандартизации на различных уровнях и в различных сегментах ипотечного рынка; создание инфраструктуры ипотечного рынка, стимулирование его роста и распространения во всех регионах России; извлечение (получение) прибыли от коммерческой деятельности[1].

Агентство по ипотечному жилищному кредитованию ведет свою деятельность во всех регионах страны через своих региональных партнеров — участников системы рефинансирования ипотечных жилищных кредитов[2]. Это:

- региональные операторы агентства[3];
- сервисные агенты;
- банки — первичные кредиторы;
- страховые компании;
- оценочные компании.

Система рефинансирования АИЖК включает 81 регионального оператора и 75 сервисных агентов. Ипотечные кредиты по стандартам АИЖК выдаются в 80 регионах России[4].

---

[1] Устав ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию» // http://www.ahml.ru/.

[2] См.: http://www.ahml.ru/ru/participants/.

[3] Региональные операторы — юридические лица, созданные органами региональной государственной власти, основной деятельностью которых является организация и развитие ипотечного жилищного кредитования и привлечение инвестиций в сферу ипотечного кредитования.

[4] По состоянию на 26 октября 2010 г.

Банки — первичные кредиторы осуществляют выдачу ипотечных кредитов и являются первичными владельцами стандартных закладных.

Региональные операторы выкупают стандартные закладные у банков — первичных кредиторов и формируют пулы закладных для передачи агентству.

Сервисные агенты осуществляют выдачу ипотечных кредитов (кредитные организации) или, если это не кредитная организация, выкупают стандартные закладные у банков и формируют пулы закладных для передачи агентству.

Агентство выкупает пулы стандартных закладных у региональных операторов, сервисных агентов и первичных кредиторов, обеспеченные страховым покрытием и произведенной оценкой предмета ипотеки, с целью последующей секьюритизации, т. е. выпуска эмиссионных ипотечных ценных бумаг.

Операции на рынке ипотечного жилищного кредитования можно разделить на три группы:

- выдача и обслуживание ипотечных кредитов на приобретение жилой недвижимости;
- переуступка прав требований по ипотечным кредитам коммерческими банками — первичными кредиторами;
- выпуск ипотечных ценных бумаг.

Выдача и обслуживание ипотечных кредитов на приобретение жилой недвижимости. Выдачей ипотечных кредитов занимаются коммерческие банки. Общая картина предложения ипотечных кредитов в нашей стране в последние три года в разрезе количества кредитных организаций представлена в табл. 3.24.

Таблица 3.24

Количество кредитных организаций — участников рынка ипотечного кредитования, 2009–2011 гг.[1]

	Количество действующих кредитных организаций	Количество кредитных организаций, предоставляющих ипотечные жилищные кредиты
01.01.2009 г.	1108	602
01.07.2009 г.	1083	571
01.01.2010 г.	1058	584

[1] www.cbr.ru — официальный сайт Центрального банка Российской Федерации.

	Количество действующих кредитных организаций	Количество кредитных организаций, предоставляющих ипотечные жилищные кредиты
01.07.2010 г.	1038	588
01.01.2011 г.	1012	631
01.07.2011 г.	1000	638

Очевидно, что количество кредитных организаций за три анализируемых года постепенно снижалось, что отражает процесс укрупнения банковской системы в нашей стране. В то же время количество кредитных организаций, предоставляющих ипотечные жилищные кредиты, по данным Центрального банка Российской Федерации, интенсивно росло.

Сумма ипотечного кредита определяется двумя критериями: платежеспособностью заемщика[1] и стоимостью приобретаемой недвижимости[2]. Сумма кредита может быть повышена за счет увеличения срока кредитования. Однако увеличение срока кредита становится целесообразным только до определенного момента. Далее незначительное снижение ежемесячного платежа приводит к значительному увеличению переплаты по кредиту. Как правило, оптимальным является срок 15–20 лет, что видно из табл. 3.25.

Таблица 3.25

Влияние срока кредита на стоимость ипотечного кредита для заемщика (условия кредита: 2 500 000 руб. под 15% годовых)

Срок кредита	60 мес.	120 мес.	180 мес.	240 мес.	300 мес.	600 мес.
Величина ежемесячного платежа, руб.	54 474,83	40 333,74	34 989,68	32 919,74	32 020,77	31 268
Общая сумма процентных выплат по кредиту, руб.	768 489,8	2 340 048,8	3 798 142,4	5 400 737,6	7 106 231	16 260 800

[1] Как правило, ежемесячный платеж по кредиту не должен превышать 30–40% дохода заемщика. Могут учитываться совокупные доходы заемщика и его (ее) супруги (супруга).

[2] Сумма кредита обычно не превышает 70–80% от стоимости недвижимости, предоставляемой в обеспечение.

В течение кредитного периода кредитор следит за своевременностью выполнения заемщиком своих обязательств, а также имеет право контролировать состояние недвижимого имущества, служащего обеспечением по кредиту даже в случае продажи закладной (переуступки прав требования по ипотечному кредиту).

Несмотря на высокие темпы развития ипотечного кредитования, ипотечные кредиты остаются недоступными для большинства российских граждан. Процентные ставки по ипотечным кредитам в 2012 г. составили от 10,4 до 16,25% годовых[1]. По уровню доступности ипотеки Россия занимает сегодня 47-ю позицию в международном рейтинге, будучи окруженной такими странами, как Никарагуа, Албания и Гондурас[2]. Низкая доступность ипотечных кредитов обусловлена не только уровнем процентных ставок, но и низким уровнем доходов населения, необоснованно высокими ценами на рынке недвижимости, высоким уровнем риска ипотечных операций, отсутствием дешевых источников финансирования, высокими темпами инфляции.

С целью повышения доступности ипотечных кредитов Агентство по ипотечному жилищному кредитованию разработало ряд ипотечных программ: «Стандартный», «Новостройка», «Переменная ставка», «Малоэтажное жилье», «Военная ипотека», «Материнский капитал», «Залоговое жилье»[3].

Процентные ставки по ипотечным продуктам АИЖК составляют от 7,9 до 10,4%[4] в зависимости от срока кредита (от 60 до 360 месяцев), размера первоначального взноса (от 20 до 50%) и суммы кредита[5]. В случае отсутствия личного страхования процентные ставки повышаются на 0,7%. Процентная ставка снижается для покупателей жилья эконом-класса, получателей материнского (семейного) капи-

---

[1] См.: http://www.ng.ru/economics/2012-01-18/5_ipoteka.html.

[2] Ипотека в России и уровень ее доступности в сравнении с другими странами // http://www.bankru.info/articles/ipoteka/447-ipoteka-v-rossii-i-uroven-ee-dostupnosti-v-sravnenii-s-drugimi-stranami.html.

[3] Условия программ представлены на сайте Агентства по ипотечному жилищному кредитованию http://www.ahml.ru/ru/borrower/ipProg/.

[4] По состоянию на март 2012 г.

[5] В Стандартах выдачи закреплена максимальная сумма выдачи кредита (займа) для соответствующего региона. Процентная ставка зависит от того, какую долю составляет сумма кредита от максимально возможной (от 50 до 150%).

тала, молодых семей и владельцев государственных жилищных сертификатов[1].

Агентство реализует ряд пилотных проектов, направленных на повышение доступности кредитования для различных категорий граждан. Сроки проведения пилотных проектов различны и составляют от трех месяцев до одного года, в зависимости от типа продукта и особенностей целевой аудитории. По итогам их проведения Агентством принимается решение о корректировке условий и дальнейшем массовом внедрении продуктов/услуг.

В 2011–2012 гг. реализовывались следующие пилотные проекты:

- Молодые ученые (ноябрь 2011 г. — март 2012);
- «Военная ипотека — долевое строительство» (октябрь 2011 г. — март 2012);
- опция «Лояльная ипотека» для ипотечных заемщиков, выбравших кредитование по стандартам АИЖК. Это возможность воспользоваться «платежными каникулами» несколько раз за время «жизни ипотечного кредита»[2] (*в течение 2012 г.*).

Существуют целевые программы льготного ипотечного кредитования для отдельных категорий заемщиков (военнослужащие, молодые семьи, работники бюджетной сферы и т. д.)[3].

---

[1] Наибольший размер вычета (0,5%) предоставляется гражданам при условии, что стоимость 1 кв. м общей площади приобретаемого жилья не превышает норматива, установленного Министерством регионального развития России для данного региона. Стоимость 1 кв. м общей площади жилья по Санкт-Петербургу составляет 48 550 руб. на 1 января 2012 г. (Приложение к Приказу заместителя генерального директора ОАО «АИЖК» от 1 января 2012 г. № 1-од). См.: http://www.ahml.ru/common/img/uploaded/files/participants/product_n1/pril_prikaz_1od_11012012.pdf).

[2] Опция представляет собой возможность оперативного снижения ежемесячного платежа на 45–60% в случае возникновения у заемщика финансовых трудностей. Общая длительность **«платежных каникул» составит 2 года.** При этом минимальный срок, на который будет предоставляться сниженный платеж, — 6 мес., максимальный разовый срок использования опции — 12 мес. В случае рождения ребенка максимальный срок удлиняется до 1,5 лет. Воспользоваться услугой заемщик сможет не раньше чем через год после получения ипотечного кредита. Плата за «подключение к программе лояльности» агентства в пилотном проекте составит 0,3 п.п. к ежегодной процентной ставке.

[3] Основным критерием возможности участия в целевых программах для граждан является признание их в установленном порядке нуждающимися в улучшении жилищных условий (они должны стоять в очереди на получение жилья).

Согласно переписи 2010 г. в России насчитывается 54,6 млн домохозяйств. Федеральная целевая программа «Жилищс» на 2011–2015 гг. предполагала оказание какой-либо помощи в 2011 г. 57,38 тыс. российских семей. Отсюда получаем, что в 2011 г. лишь 0,1% населения могли рассчитывать на улучшение жилищных условий с помощью государства, что не оказывает существенного влияния повышение доступности ипотечных кредитов. В то время как, согласно социологическим опросам, 60% российских граждан желают улучшить свои жилищные условия[1].

Переуступка прав требований по ипотечным кредитам коммерческими банками — первичными кредиторами (продажа закладных). Закладные могут быть приобретены как агентством, так и коммерческими банками, специализирующимися на ипотечных операциях. Количество банков, рефинансирующих ипотечные кредиты (продающих закладные) на вторичном рынке, на 1 января 2011 г. составило 175, приобретающих права требования по ипотечным жилищным кредитам — 134[2].

В случае приобретения закладных агентством процедура рефинансирования ипотечных кредитов (займов, закладных), как правило, состоит из двух этапов:

- выкуп ипотечных кредитов (займов, закладных) региональным оператором у коммерческих банков;
- выкуп ипотечных кредитов (займов, закладных) Агентством по ипотечному жилищному кредитованию.

В свою очередь, агентство может выкупать закладные непосредственно у коммерческих банков, но в большинстве случаев рефинансирование осуществляется через сеть региональных операторов. Доля кредитов, рефинансируемых агентством, в общем объеме выдачи ипотечных кредитов не превышала 20% (табл. 3.26).

Выпуск ипотечных ценных бумаг. В Российской Федерации могут быть выпущены следующие виды ипотечных ценных бумаг: облигации с ипотечным покрытием, ипотечные сертификаты участия, жилищные облигации с ипотечным покрытием.

Облигация с ипотечным покрытием — облигация, исполнение обязательств по которой обеспечивается полностью или в части залогом ипотечного покрытия.

---

[1] Интернет-портал «Международные инвестиционные проекты» // http://www.iip.ru/news/udovletvorenie-potrebnostey-naseleniya-rf-v-jile-trebuet-200-mlrddoll-investiciy-v-stroitelstvo/).

[2] Источник: ЦБ РФ.

Таблица 3.26

Доля кредитов, рефинансируемых агентством, в общем объеме выдачи ипотечных кредитов[1]

Год	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	II кв. 2011
В количественном выражении, %	—	20	19	11	8	22	16	9
В стоимостном выражении, %	50	14	10	7	4	20	14	8

Ипотечный сертификат участия — именная ценная бумага, удостоверяющая долю ее владельца в праве общей собственности на ипотечное покрытие, право требовать от выдавшего ее лица надлежащего доверительного управления ипотечным покрытием, право на получение денежных средств, полученных во исполнение обязательств, требования по которым составляют ипотечное покрытие.

Жилищная облигация с ипотечным покрытием — облигация с ипотечным покрытием, в состав которого входят только права требования, обеспеченные залогом жилых помещений. Жилищная облигация с ипотечным покрытием является разновидностью ипотечной облигации.

Эмитентами облигаций с ипотечным покрытием могут быть только кредитные организации и ипотечные агенты. Агентство не является кредитной организацией, и поэтому выпуск ипотечных ценных бумаг осуществляется посредством создания ипотечного агента. Кредитные организации могут самостоятельно выпускать облигации с ипотечным покрытием (в данном случае к их деятельности предъявляются дополнительные требования). Однако большинство выпусков все же осуществляется посредством создания ипотечного агента.

Ипотечный агент представляет собой специализированную коммерческую организацию, к деятельности которой предъявляются определенные требования[2]:

- ипотечный агент может осуществлять свою деятельность только в форме акционерного общества;

---

[1] Официальный сайт Агентства по ипотечному жилищному кредитованию http://www.rusipoteka.ru/ipoteka_statistika_ipotechnoe_kreditovanie_v_cifrah/.

[2] Требования к ипотечным агентам описаны в ст. 8 Федерального закона № 152-ФЗ от 11 ноября 2003 г. «Об ипотечных ценных бумагах».

- ипотечный агент может совершать ограниченное количество операций: приобретать права требования по кредитам, обеспеченным ипотекой, и (или) закладных, осуществлять эмиссию облигаций с ипотечным покрытием, нести обязанности перед третьими лицами, связанные с осуществлением эмиссии и исполнением обязательств по облигациям с ипотечным покрытием, а также с обеспечением деятельности ипотечного агента;
- в учредительных документах ипотечного агента должно быть указано общее количество выпусков облигаций с ипотечным покрытием, для эмиссии которых он создается. После исполнения обязательств по облигациям с ипотечным покрытием всех выпусков ипотечный агент подлежит ликвидации;
- ипотечный агент не может иметь штат сотрудников. Полномочия единоличного исполнительного органа ипотечного агента должны быть переданы коммерческой организации. Ведение бухгалтерского учета ипотечного агента должно быть передано специализированной организации. При этом ни одна из этих организаций не может совмещать соответствующие виды деятельности.

Первый выпуск ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации был осуществлен в мае 2007 г. До этого времени агентство производило выпуск корпоративных облигаций. Выпуск ипотечных ценных бумаг осуществлялся при помощи создания специализированных организаций — ипотечных агентов: ЗАО «Первый ипотечный агент АИЖК» (май 2007 г.), ЗАО «Второй ипотечный агент АИЖК» (февраль 2008 г.), ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2008-1» (декабрь 2008 г.), ЗАО «Ипотечный агент АИЖК 2010-1» (июль 2010 г.)[1].

Агентство является не единственной организацией, осуществляющей выпуск ипотечных ценных бумаг. В рамках внутренней секьюритизации[2] выпуски производили Совфинтрейд (ноябрь 2006 г. — раньше, чем агентство), КБ МИА (октябрь 2007 г.), МБРР (август 2009 г.), ВТБ24 (июнь, декабрь 2009 г.). В рамках внешней (трансграничной) секьюритизации[3] выпусков ипотечных ценных бумаг было больше. Их осуществляли следующие кредитные организации: Внешторгбанк, Городской ипотечный банк, Совфинтрейд, Москоммерцбанк, ДельтаКре-

[1] См.: http://www.rusipoteka.ru/issue.htm.

[2] Когда ипотечный агент создается на территории Российской Федерации.

[3] Когда ипотечный агент создается за пределами Российской Федерации, на территории страны, где созданы наиболее благоприятные условия для секьюритизации.

дит, УРСА Банк, КИТ Финанс, Русский ипотечный банк, Евротраст и ВТБ 24. Ипотечные агенты (SPV) создавались на территории Ирландии, Люксембурга, Нидерландов[1].

С 2010 г. у банков появилась возможность продавать агентству ипотечные облигации, выпущенные на основе ипотечных кредитов (в том числе выданные не по стандартам агентства). Кроме того, ипотечные облигации банков могут быть заложены ими в Центральном банке РФ[2] в обеспечение его кредитов для пополнения текущей ликвидности.

Однако выпуск ипотечных ценных бумаг сегодня невыгоден для банков из-за высоких затрат. Вознаграждение за оказание услуг по сопровождению портфеля — 0,7%, вознаграждение резервного ипотечного администратора — 0,2%, комиссия спецдепозитария за хранение и учет закладных — 0,18%, вознаграждение спецдепозитария за осуществление контрольных функций и ведение реестра — 0,125%. Кроме того, необходимо выплатить вознаграждение рейтинговому агентству, аудитору, ММВБ, расчетному и платежному агенту, управляющей и бухгалтерской организации и т. д. Независимые расчеты нескольких участников рынка показывают, что нагрузка на финансовый результат выпуска всех *единовременных и ежегодных расходов составляет не менее 3,5%*, а ближе к погашению выпуска может достигать 5,5–6%[3]. Низкие темпы развития системы рефинансирования ипотечных кредитов не способствуют повышению доступности ипотечного кредитования.

В июне 2010 г. была принята Долгосрочная стратегия развития ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации. В 2011 г. закончился первый этап ее реализации. Целью данного этапа было восстановление доверия заемщиков к ипотеке. Предполагалось, что доля семей, которым будет доступна ипотека, достигнет 19% (по различным

---

[1] Все эмиссии ипотечных ценных бумаг и корпоративных облигаций ипотечными компаниями, фондами и банками представлены на сайте: http://www.rusipoteka.ru/issue.htm.

[2] Для включения в ломбардный список выпуску бумаг с ипотечным покрытием должен быть присвоен международный рейтинг не ниже «BBB» (по классификации агентств *Standard & Poor's* или *Fitch Ratings*) или «Baa3» (по классификации *Moody's Investors Service*). Облигации должны быть допущены к обращению на организованном рынке ценных бумаг.

[3] Андрей Крысин: «В России фактически отсутствует рынок ипотечных ценных бумаг как действующий механизм рефинансирования». См.: http://bankir.ru/publikacii/s/andrei-krysin-v-rossii-faktichcski-otsutstvuet-rynok-ipotechnykh-tsennykh-bumag-kak-deistvuyushchii-mekhanizm-refinansirovaniya-i-eto-odno-iz-glavnykh-prepyatstvii-dlya-razvitiya-ipoteki-10001315/#ixzz1pyUcn9.

источникам, на конец 2011 г. эта доля составила от 7[1] до 25%). Средняя процентная ставка по ипотечному кредиту должна была снизиться до 13%. По данным на 1 сентября 2011 г., средневзвешенная ставка выдачи ипотечных кредитов в рублях накопленным итогом с начала года составила 12,1%[2]. Объемы выдачи ипотечных кредитов должны были составить 230 тыс. кредитов в год (в 2009 г. — 130,1 тыс. кредитов; в 2010 г. — 301,4 тыс. кредитов; в 2011 г. — 520,8 тыс. кредитов).

Согласно данной стратегии на втором этапе (2012–2020) ипотечные кредиты будут доступны половине российских семей, нуждающихся в жилье. Средневзвешенная ставка по кредитам снизится до 6% годовых (если инфляция достигнет 4% годовых). Половина всех выданных кредитов будет фондироваться за счет выпуска ипотечных ценных бумаг.

По прогнозам авторов программы, к концу третьего этапа (2021–2030) доля семей, имеющих возможность взять кредит, достигнет 60%. Половина сделок на рынке жилья будет совершаться с помощью ипотеки, при этом средний срок ипотечного кредита составит 25 лет; 60% ипотечных кредитов банки будут финансировать выпусками ипотечных ценных бумаг. Планируется, что в год банки будут выдавать примерно 1,6 млрд ипотечных кредитов.

3.6. Рынок микрокредитования (микрофинансирования)

Микрофинансирование является инструментом экономического развития, доказавшим свою эффективность во многих странах мира. На данный момент нет единственного определения микрофинансирования. Во многих случаях различие между микрофинансированием и другими формами финансирования проводится в зависимости от максимального размера ссуды (или другой финансовой услуги) конечным клиентам. Так как единого стандарта не существует, в соответствии со спецификой рынка и страновым признаком необходимо отметить следующее: в развивающихся странах в качестве максимальной суммы обычно называют сумму в $500 США (но на практике она нередко достигает $1 тыс. и выше), а в промышленно развитых — от 5 тыс. до 10 тыс. обычно считается микрозаймом. В России под микрозаймом понимают заем в размере до 1 млн руб.

---

[1] Рост доступности ипотеки в России — это миф. См.: http://www.nr2.ru/ekb/324746.html.

[2] www.cbr.ru — официальный сайт Центрального банка Российской Федерации.

Как правило, программы микрофинансирования направлены на решение следующих задач:

- финансирование стартующих предпринимателей;
- венчурное кредитование как стартующего бизнеса, так и рискованных проектов уже функционирующего бизнеса;
- расширение доступа к внешним источникам финансирования предпринимателей — собственников небольшого бизнеса и не имеющих возможности воспользоваться традиционным банковским кредитованием. В качестве причин, ограничивающих доступ к традиционному кредитованию, могут выступать различные обстоятельства: общая ориентированность банковской системы на работу с крупными клиентами, отсутствие залогового, гарантийного обеспечения у потенциального клиента, недостаточная для банков прозрачность бизнеса, неприемлемые условия по оформлению и получению кредита и т. д.;
- финансирование социально незащищенных слоев населения, желающих открыть свой бизнес, но не имеющих доступа к традиционным источникам получения денежных средств. Речь прежде всего идет о женщинах, безработных, о населении с низким уровнем дохода.

Под услугами микрофинансовых институтов (МФИ) в узкой трактовке понимается только выдача небольших денежных займов (ссуд), а в более широкой — «микрофинансовая услуга» включает в себя, помимо кредитования, операции по привлечению сбережений, страхование, осуществление платежей и ряд других финансовых услуг, а также некоторые социальные услуги, по сути выступающие услугами-комплементами, добавочным продуктом к финансовым услугам. Речь идет о развитии управленческих навыков у клиентов, обучении их правилам и условиям бизнеса, организации и ведению отчетности, в том числе касающейся использования полученных средств. Помимо общественного эффекта, социальные услуги МФИ позволяют добиваться высокой возвратности размещенных средств, в том числе за счет установления доверительных отношений с клиентами.

В макроэкономическом контексте микрофинансирование призвано сгладить социальную напряженность в обществе, повысить уровень жизни населения путем развития и поддержания микро- и малого предпринимательства. В зависимости от социально-экономического уровня страны задачи программ микрофинансирования варьируются. В частности, в беднейших странах Латинской Америки, Африки и Азии микрофинансирование направлено на снижение уровня бедности. В стра-

нах с лучшим состоянием экономики — на обеспечение самозанятости и поддержку предпринимателей, не имеющих доступа к банковскому кредитованию. В развитых странах культивирование микрофинансирования не является проблемой «жизни и смерти», здесь оно выступает как сегмент финансирования, дополняющий традиционную систему кредитования, создающий альтернативное пространство и стимулирующий развитие предпринимательства. В том числе и в контексте России представляется, что микрофинансирование имеет направленность не на устранение бедности, а скорее на удовлетворение нужд мелких предприятий, небольших бизнесов.

Функции микрофинансирования следует рассматривать с двух точек зрения: экономической и социальной. Микрофинансирование — это бизнес, призванный решать социальные задачи; он функционирует на стыке социального развития и коммерческой деятельности. Таким образом, функции микрофинансирования можно разделить на две группы: социальные и экономические.

Социальными функциями микрофинансирования являются следующие:

- сокращение бедности и поддержка предпринимательской инициативы;
- расширение потенциала самозанятости населения;
- декриминализация бизнеса и бизнес-отношений — развитие легальных МФИ, как показывает зарубежная практика, заставляет сокращаться сектор неформального кредитования, в свою очередь получение финансовой услуги означает «повышение прозрачности» деятельности получателя и обучение финансовой дисциплине.

К экономическим функциям микрофинансирования можно отнести:

- повышение устойчивости развития мелкого бизнеса и расширение сектора малого предпринимательства — микрофинансирование через повышение доступности финансовых услуг может способствовать созданию финансово независимых, свободно финансируемых, локальных организаций в сфере малого бизнеса;
- повышение качества имеющихся на национальном рынке финансовых услуг, поскольку важной чертой МФИ является восприимчивость к инновациям в части предоставления финансовых услуг. В целом это качество МФИ при адекватном распространении лучшего опыта ведет к общему положительному вектору развития финансовой системы;

- укрепление и расширение всей финансовой системы — микрофинансирование может укрепить существующую систему финансовых институтов как в целом, так и такие ее сегменты, как банковское кредитование, расширяя рынки сбережений и кредита, повышая их рентабельность;
- формирование кредитной истории мелких заемщиков для последующего получения кредитов в банках;
- микрофинансирование само по себе может быть видом бизнеса, способного приносить доход учредителям МФИ и обеспечивать занятость.

По признаку институтов, предоставляющих финансовые услуги для малого и микро-бизнеса, можно выделить три основных сегмента: сегмент неформального финансирования (неформальные группы взаимопомощи, «черные ростовщики» и т. п.), сегмент специализированного микрофинансирования (специальные микрофинансовые институты), сегмент банковского микрокредитования (банки). Каждому из институтов, формирующих данные сегменты, присущи свои особенности ведения бизнеса и свои требования к заемщику.

Наименьшие формальности возникают при обращении за займом к неформальному ростовщику: он может предоставить кредит даже без письменного соглашения — на основании устной договоренности и даже без четкого залогового обеспечения. Неформальный заем подразумевает, что отношения между ростовщиком и заемщиком лежат фактически за гранью правового поля, а значит, могут регулироваться не правом, а некими обычаями, в связи с чем они в большей степени присущи развивающимся, нежели развитым рынкам.

Значительный сегмент на рынке микрофинансирования занимают специализированные микрофинансовые институты (МФИ). Микрофинансовым институтом называется небанковская государственная, частная или общественная организация, предоставляющая населению и предпринимателям микрофинансовые услуги в соответствии с действующим законодательством. К основным принципам деятельности МФИ можно отнести следующие:

- предоставление займов на условиях срочности и возвратности в целях обеспечения финансовой стабильности;
- предоставление займов на условиях платности для покрытия расходов некоммерческих и получения прибыли коммерческими организациями;

- соблюдение законности при взыскании просроченной задолженности;
- обеспечение прозрачности в учете и отчетности сделок по микрофинансированию.

Деятельность коммерческих банков на рынке микрофинансирования отличается от других его участников. Банки имеют более высокий, по сравнению с МФИ, «порог рентабельности», связанный с формальным регулированием и структурой затрат, у них выше минимальный размер кредита, который они могут предоставить с выгодой для себя. Исходя из этого, клиентами банков не могут являться мелкие клиенты, предприниматели, начинающие свой бизнес, не обладающие достаточным залоговым обеспечением, а также планирующие рискованные инвестиции.

Из вышесказанного можно сделать вывод, что коммерческие банки и МФИ имеют разную целевую аудиторию; следовательно, они не являются конкурентами, а лишь дополняют друг друга на рынке кредитования. Однако граница между двумя этими сегментами, выраженная прежде всего в размере кредита, имеет вид не линии, а полосы, в пределах которой они могут как конкурировать за предпринимателей, так и сотрудничать между собой. Нижний предел данной границы определяется наименьшим размером кредита, который может предоставить коммерческий банк в соответствии со своей нормой рентабельности. Верхний предел данной границы зависит от максимального размера кредита, который могут предоставить МФИ без повышенного риска нарушения их устойчивости. Границы такой полосы могут расширяться.

Зарубежный опыт микрофинансирования. Свой современный облик система микрофинансирования начала приобретать в 1970-е гг. в ходе экспериментов по предоставлению финансовых услуг малоимущему населению в развивающихся странах. Особую роль в этом процессе сыграл Бангладешский проект банка «Грамин» (*Grameen Bank*), инициированный профессором Мухаммадом Юнусом в 1976 г. в ответ на голод 1974 г. в этой стране. В рамках данного проекта предоставлялись ссуды в размере всего $25 для разведения домашнего скота, торговли, всякого рода домашних ремесел, а также услуг. Те, кто смог вернуть эту сумму, получали возможность брать более крупную ссуду. К 1983 г. был накоплен достаточный опыт и выявлены перспективы для преобразования банка «Грамин» в независимый банк, специализирующийся на предоставлении финансовых услуг безземельной бедноте, особенно женщинам. Во времена экспериментальной стадии (1976–1983) число

клиентов банка, первоначально не достигавшее и 100 человек, составило более 45 тыс. человек. После создания банка наступил период стабильного роста, в результате чего количество клиентов выросло от 850 тыс. в 1990 г. до более 3 млн человек на сегодняшний день. В 2006 г. за свои успехи на поприще борьбы с бедностью профессор Юнус получил Нобелевскую премию мира.

В настоящее время аналогичная система действует в 28 странах мира — как в развивающихся (Индия, Вьетнам, Мексика, Боливия и др.), так и в индустриальных (Германия, США, Польша, Франция и т. д.). В целом же на сегодняшний момент в мире существует более 36,9 тыс. кредитных союзов, в которых обслуживаются более 112 млн человек. Активы кредитных союзов 91 страны, объединенных Всемирным советом кредитных союзов (WOCCU), составили $532 млрд. WOCCU был создан в 1971 г. национальными и международными федерациями кредитных союзов из многих стран и имеет координирующие функции. Проекты WOCCU по развитию кредитных союзов осуществляются в странах Африки, Азии, Карибского региона, Центральной и Южной Америки, Европы. С 1990 г. WOCCU реализовал более 300 краткосрочных консультативных проектов, охватывающих широкий спектр операционных потребностей кредитных союзов.

Согласно Грамин-методологии профессора М. Юнуса основой микрофинансирования является группа из 30 человек, которая делится на заемные группы по 5–6 человек. Процентная ставка по займам обычно на 2–10% выше, чем банковская. Заемные группы состоят из людей, знавших друг друга прежде, но исключают участие родственников в одной группе, поскольку это может привести к конфликтной ситуации. Заемщики не предоставляют залог, так как в качестве залога выступает поддержка заемной группы из 5 человек. Успех программ микрофинансирования по Грамин-методологии базируется на доверии к клиентам, а не на отношении к ним как к потенциальным нарушителям. Опыт банка «Грамин» показывает, что процент ссуд, не погашенных в срок, составляет менее чем 1%. В случаях когда заемщики не выполняют своих обязательств по ссудам, банк «Грамин» полагает, что это не злой умысел, но персональные обстоятельства не позволяют заемщикам возместить деньги.

Но следует отметить, что действующая правовая система в Бангладеш является откровенно протекционистской по отношению к крупным государственным и афиллированным государству МФИ (*Grameen Bank, PKSF*) и практически игнорирует особенности становления и развития малых МФИ. Таким образом, монополизируется положение банка «Гра-

мин», а малые МФИ как бы выводятся за рамки правового пространства и развиваются в неформальном секторе. Следовательно, несмотря на весьма впечатляющие показатели банка «Грамин», микрофинансовый сектор в Бангладеш является скорее директивным, нежели конкурентным и рыночно ориентированным.

Политика развития микрофинансового сектора в Индонезии строится на государственном стимулировании официальных институтов банковского сектора, развивающих микрофинансовые услуги. В 1970 г. Министерство финансов поручило коммерческому *Bank Rakyat* (*BRI*), находящемуся в государственной собственности, сформировать сервисную сеть на всей территории страны в рамках «программы взаимного кредитования».

В соответствии с этой программой в структуре *Bank Rakyat* была создана сеть «деревенских банков», состоящая из 3600 региональных подразделений. Осуществляемая программа взаимного кредитования относится к разряду успешных, а сам банк является одним из крупнейших поставщиков микрокредитов в мире. Портфель микрозаймов *Bank Rakyat* формируется в основном за счет добровольных сбережений, аккумулируемых сетью региональных представительств («деревенских банков»). Благодаря разнице между ставками по займам и доходностью, выплачиваемой на сбережения, это наряду с регулярным притоком финансовых ресурсов в качестве сбережений создаст существенный ресурс собственных доходов *Bank Rakyat*, реинвестируемых в пополнение кредитного портфеля.

Ключевым МФИ в Боливии является *BancoSol*, осуществляющий операции с 1992 г. Это первый в мире частный коммерческий банк, специализирующийся на предоставлении микрозаймов и обслуживающий исключительно микропредпринимателей. По объему операций *BancoSol* значительно уступает *Bank Rakyat* и *Grameen Bank*, но по принадлежащей ему 40%-ной доле кредитного рынка в Боливии (75 тыс. заемщиков) и 99%-ному уровню погашения обязательств представляет несомненный интерес.

BancoSol был сформирован в рамках исследовательской пилотной программы «PRODEM», доказавшей экономическую и социальную эффективность финансовых услуг для микропредпринимателей. В настоящее время он работает исключительно за счет средств, привлеченных в депозиты и сбережения. *BancoSol* имеет 26 региональных отделений, 70% регулярных клиентов банка составляют женщины. Он размещает свои кредиты исключительно в группах солидарной ответственности. Каждый соискатель кредита должен сформировать группу, состоящую

из 4–5 человек, занимающихся бизнесом и также заинтересованных в получении микрокредитов. Члены группы обязуются принять на себя ответственность за часть кредита, выданного группе, и представить гарантии 3–6 друзей, партнеров по бизнесу или соседей (не состоящих в родственных отношениях с заемщиком), которые могут гарантировать исполнение обязательств по кредиту. Процедура предоставления кредитов минимизирована по формальностям и затратам заемщика на оформление сопроводительной документации. Кредиты выдаются в сумме от $80, максимальный размер кредита ограничен $5000.

В конце XX в. организации микрофинансирования стали формироваться и в развитых странах Северной Америки, Восточной Европы и бывших республиках Советского Союза. Данные тенденции были обусловлены отсутствием доступа к банковским услугам значительной части населения.

Программы микрофинансирования в странах с переходной экономикой существенно отличаются от рассмотренных выше программ в странах «третьего мира». Они не столь масштабны и главной своей целью рассматривают не борьбу с бедностью, а поддержку предпринимательских инициатив, выражаемых экономически активными категориями населения. Поэтому следствием таких программ является не преодоление нищеты и обеспечение прожиточного минимума, а оживление предпринимательской активности, развитие локальных рынков и, в долговременной перспективе, — формирование так называемого среднего класса.

Главной особенностью, отличающей программы микрофинансирования в странах с переходной экономикой, является высокий образовательный уровень, профессиональный опыт представителей адресных целевых групп клиентов, развивающих собственные малые и микробизнесы с тем, чтобы повысить уровень семейных доходов, социально адаптироваться и экономически преуспеть в новой для себя ситуации. Поэтому финансовые услуги здесь переплетаются с широким комплексом услуг прикладного бизнес-образования и консалтинга, а стратегия деятельности МФИ направляется на обеспечение успеха деловых начинаний заемщиков.

Во многих развивающихся странах законодательство в области микрофинансирования не является окончательно сформированным, условия предоставления микрокредитов существенно варьируются. В совокупности с потенциальной неустойчивостью кредитного портфеля данные обстоятельства обусловливают значительную рискованность данного вида кредитования.

В странах с развитой экономикой микрофинансирование встроено в систему банковского кредитования при участии государства и является важным фактором поддержки предпринимательства.

Хотя специалисты по микрофинансированию в странах с переходной экономикой могут использовать опыт, накопленный в этой области в менее и более развитых странах, использование микрофинансирования применительно к Соединенным Штатам и Канаде, пожалуй, имеет к ним самое непосредственное отношение: в этих странах рынки отличаются большей конкурентоспособностью; целями экономического развития нередко являются создание малого бизнеса и рабочих мест; государственная система обеспечения экономической безопасности безработных снижает интерес к предпринимательству; и микрофинансирование является одним из многих методов стимулирования экономического развития.

Становление рынка микрофинансирования в России. Развитие микрофинансирования в России началось в конце XIX в. с появления первых ссудо-сберегательных обществ. В 1895 г. в России был введен новый тип кредитных учреждений — кредитные товарищества. Будучи, как и ссудо-сберегательные товарищества, всесословными, они имели то важное отличие, что основной капитал их составлялся из ссуд Государственного банка. К началу XX в. кооперативное движение насчитывало более 16 тыс. сообществ с общим числом пайщиков свыше 10 млн человек. Однако деятельность обществ взаимного кредита и других кооперативных кредитных организаций была прекращена в начале 30-х гг., а их функции переданы Государственному банку.

Дальнейшее развитие микрофинансовый сектор в России получил благодаря возрождению кредитных кооперативов (кредитных союзов) в начале 90-х гг. прошлого века. Современную историю развития микрофинансирования в России можно условно разделить на этапы, при этом четкие границы между ними установить достаточно сложно. Рассмотрим *три основных этапа развития микрофинансирования в России.*

1. С начала 1990-х по 1994/95 г. — доминирование неформальной системы микрофинансирования, в том числе неформальных операций взаимного заимствования среди отдельных групп предпринимателей, при практически полном отсутствии формальных институтов, зарождение системы кредитных кооперативов, изучение концептуальных основ микрофинансирования, заключавшееся в визитах российских специалистов за рубеж в рамках международных проектов по поддержке малого предпринимательства. В целом это период, когда *нормативно-*

правовое поле для деятельности самостоятельных, небанковских МФИ отсутствовало.

2. С 1994 по 1998 г. — *пилотный период первых опытов микрофинансирования*, заключавшийся в практическом освоении микрофинансовой деятельности самостоятельными небанковскими МФИ, в том числе за счет реализации международных программ (USAID, TACIS, ЕБРР, Общество международного развития Дежарден), при стабильно невысоком росте объема рынка формальных микрофинансовых услуг. Несмотря на существование спроса на финансы, период с начала реализации программ микрофинансирования с участием международных организаций до августовского кризиса 1998 г. в целом можно характеризовать как этап стабильного, но незначительного роста объема рынка оказываемых микрофинансовых услуг. В равной степени это касалось и различных типов представленных в России МФИ. На данном этапе созданные небанковские МФИ нарабатывали опыт осуществления микрофинансовых операций, вырабатывали продукты, востребованные рынком.

3. С 1999/2000 г. до настоящего времени — стабильный, относительно высокий рост объема рынка микрофинансовых услуг, а также числа МФИ, появление интереса у отдельных банков к рынку микрофинансирования, активное развитие кредитной кооперации и ее частичная переориентация на рынок микрозаймов, на малый бизнес. Это *период официального признания микрофинансирования*. Включение его как инструмента поддержки малого предпринимательства в федеральную программу, развитие микрофинансирования государственными фондами поддержки малого предпринимательства за счет средств Федерального фонда поддержки малого предпринимательства и методической поддержки Фонда «Евразия», активизация донорских программ. В это время произошло завершение формирования базового нормативно-правового поля для деятельности МФИ.

Некоторые эксперты выделяют еще один — четвертый этап, начинающийся в настоящее время: этап *институционального оформления микрофинансового сектора*, характеризующийся интенсивным информационным освещением микрофинансирования, тиражированием передового опыта, активным распространением концепции самоокупаемости МФИ. Главное — начинает формироваться инфраструктура сектора (консалтинговые, обучающие, маркетинговые услуги, экспертиза, лоббистская деятельность), проводятся исследования перспектив взаимодействия с другими секторами экономики (банками, госсектором, промышленностью, общественными и профсоюзными объедине-

ниями, научно-образовательными учреждениями), реализуется и освещается в СМИ пилотная практика такого взаимодействия.

Развитие микрофинансирования и институтов микрофинансирования в России имеет ряд схожих черт с общемировыми тенденциями. Вместе с тем имеется и ряд особенностей, обусловленных общеэкономическим российским контекстом и страновой спецификой. Многие современные черты обусловлены тем, что в целом микрофинансирование как финансовый институт находится в Российской Федерации на стадии становления. Можно выделить основные отличительные черты, которыми характеризуется развитие микрофинансирования в России.

1. *Существенный разрыв между спросом и предложением на рынке микрофинансовых услуг.* Несмотря на довольно высокие темпы роста рынка микрофинансовых услуг, существующие в последние годы, еще рано говорить о том, что специализированные микрофинансовые организации способны покрыть потребности предпринимателей в микрозаймах. Оценочный размер рынка микрофинансирования только в зоне предпринимательского кредитования (т. е. без учета потребности в потребительских займах) для индивидуальных предпринимателей и юридических лиц составляет около 300 млрд руб.[1] По данным Российского микрофинансового центра, существующее предложение микрокредитов территории России составляет не более 10% от спроса на них. Однако потенциальное предложение со стороны населения в целом по России могло бы составить гораздо больший объем денежных средств, если иметь в виду средства, находящиеся «на руках» у населения, которые при определенных экономических условиях могут быть размещены на депозитах различных организаций — банков, МФИ, вложены в другие инструменты. Эти средства, в свою очередь, могут превратиться в микрокредиты.

Существующие МФИ самостоятельно без привлечения крупного капитала не в состоянии обеспечить весь спрос соответствующим предложением. В связи с этим значительный сегмент рынка остается заполненным неформальными кредитами либо не удовлетворяется вообще. Во многом подобная ситуация связана с не очень продолжительной историей развития микрофинансирования в России, выражающейся в недостаточно высокой степени развития всех МФИ. С учетом того, что размер удовлетворенного спроса на микрофинансовые услуги составляет не более 10% от потребности, у формальных институтов микрофинансирования достаточно хорошие долгосрочные перспективы развития.

[1] Согласно данным Российского микрофинансового центра.

2. *Некоммерческая ориентация микрофинансовой деятельности и значительная роль международных и зарубежных программ.* Одной из главных особенностей развития микрофинансирования является его некоммерческий характер, т. е. большинство микрофинансовых институтов в Российской Федерации не преследуют цель получить прибыль в ходе своей деятельности: условия кредитования определяются таким образом, чтобы обеспечить самоокупаемость организации. В этой связи необходимо отметить, что становление большинства организаций происходило при непосредственном содействии международных организаций; предоставляемые при этом ресурсы носили, как правило, донорский характер. Влияние данных институтов на функционирование микрофинансовых организаций шло по нескольким направлениям:

- оказание микрофинансовых услуг напрямую;
- оказание микрофинансовых услуг опосредованно, за счет распределения средств через российские организации;
- содействие развитию рынка микрофинансовых услуг в России за счет реализации образовательных, консультационных и других программ в отношении различных МФИ в России;
- внедрение и распространение в России передовых методик микрофинансирования, операционных стандартов и др.

3. *Высокая роль неформального сектора и собственных средств в обеспечении финансирования малого бизнеса.* Отличительной чертой российской практики является существование наравне с двумя традиционными системами (банковской и специализированной микрофинансовой) крупного неформального сектора финансирования малого бизнеса. Наличие данного сектора связано с высокими «теневыми» оборотами в сфере малого бизнеса, которые, во-первых, идут на финансирование собственной деятельности, а во-вторых, предоставляются в качестве «партнерских» займов, кредитов. О высокой доле собственных средств в структуре источников финансирования субъектов малого предпринимательства в России свидетельствуют результаты различных проводимых исследований, демонстрирующие, что в среднем для порядка 80–90% представителей малого бизнеса этот источник финансирования является основным.

Неформальный сектор начал формироваться в России еще до появления цивилизованного рынка микрофинансирования. И сейчас роль неформального сектора остается очень значимой, хотя оценить его объем крайне затруднительно.

4. *Практически полное отсутствие собственных микрофинансовых программ у российских банков.* Российские банки, несмотря на растущую заинтересованность в охвате собственными услугами сектора малого предпринимательства, в настоящее время практически не развивают собственные программы микрофинансирования на предпринимательские цели. Это связано как с объективными, так и с субъективными факторами. Одним из основных моментов в данном случае является несоответствие существующего банковского законодательства особенностям микрофинансирования. Но есть и другие причины. Российские банки традиционно привыкли работать с более крупными клиентами, что связано с предпочтением экономии на издержках за счет эффекта масштаба. Для банков микрокредит — это кредит не менее $5 тыс., что заведомо больше, чем средний размер кредита, который выдают МФИ. Кроме того, банки пока не согласны использовать схемы обеспечения кредита, которые используются МФИ, считая их «серыми». Также представляется неприемлемой для банков групповая ответственность при кредитовании, часто используемая МФИ. В этом отношении следует отметить, что некоторые представители банковского сообщества полагают: использование механизмов микрофинансирования, которые практикуются небанковскими МФИ, может привести к серьезным имиджевым (репутационным) потерям, которые не смогут быть компенсированы даже супердоходами на микрофинансовом рынке. Однако отношение банков к микрофинансированию начинает постепенно меняться.

5. *Особенности правовой среды развития микрофинансирования в России.* В качестве еще одной особенности развития рынка микрофинансирования можно привести отсутствие единого правового поля развития микрофинансирования: регулирование деятельности организаций, занимающихся микрофинансированием, осуществляется исходя из организационно-правовых форм.

6. *Специфика размещения микрофинансовых институтов по территории России.* В Российской Федерации нет единого рынка микрофинансирования. В одной трети регионов России вообще нет ни одного известного МФИ, за исключением региональных и муниципальных фондов поддержки малого предпринимательства. Наиболее развито микрофинансирование в Сибирском федеральном округе, Северо-Западном федеральном округе, Южном федеральном округе, Поволжском федеральном округе, в Центральном федеральном округе и на Дальнем Востоке. В целом по разным типам МФИ характерна различная степень их концентрации по территории России. Наибольшая территориальная кон-

центрация в европейской части России характерна для частных МФИ (в первую очередь работающих за счет средств международных и зарубежных программ), а также специализированных банков.

Территориальное размещение МФИ можно объяснить следующими факторами:

- основными регионами развертывания микрофинансовых программ, финансируемых или поддерживаемых международными донорами, стали северо-западная и центральная часть России;
- география распространения МФИ связана с общим уровнем развития региона, активности малого предпринимательства, формирующего клиентскую базу микрофинансирования;
- также территориальное распределение МФИ может обусловливаться уровнем развития регионального законодательства, взаимоотношениями МФИ с региональными и местными властями.

7. *Отсутствие льготного режима для развития рынка.* Исходя из того что МФИ в большинстве своем выполняют социальную функцию, для них может быть предусмотрено определенное льготное положение. Вместе с тем в России никаких льгот для МФИ в отличие от многих других стран с переходной экономикой (Киргизия, Армения, Грузия, Таджикистан, Узбекистан) не предусмотрено.

8. *Большая мобильность МФИ по сравнению с банками и более оперативный поиск новых (коммерческих) источников финансирования.* В России по сравнению с другими странами МФИ легче принимают концепцию самоокупаемости и стремятся активно взаимодействовать с коммерческими источниками финансирования, тогда как зарубежный опыт развития микрофинансирования характеризуется более длительным, некоммерческим финансовым сопровождением этого сектора — МФИ всегда поддерживались национальными и международными донорскими программами, не всегда заинтересованными в развитии рыночных начал в микрофинансировании.

Участники рынка микрофинансовых услуг. К основным потребителям микрофинансовых услуг относятся наиболее значимые в социальном и экономическом контексте группы — это субъекты микро- и малого предпринимательства, индивидуальные предприниматели, малообеспеченное и сельское население.

Существующие МФИ, предоставляющие услуги микрофинансирования, в соответствии с действующим законодательством могут легитимно функционировать в различных организационно-правовых формах (табл. 3.27).

Таблица 3.27

Основные типы микрофинансовых институтов в России

№ п/п	Тип организации	Законодательство	Основные источники финансирования
Не регулируются Центральным банком Российской Федерации			
1	Кредитный потребительский кооператив	Федеральный закон «О кредитной кооперации» № 190-ФЗ от 18 июля 2009 г.	Сбережения пайщиков (физических и юридических лиц)
2	Сельскохозяйственный кредитный потребительский кооператив (СКПК)	Федеральный закон «О сельскохозяйственной кооперации» № 193-ФЗ от 8 декабря1995 г.	Сбережения пайщиков (физических и юридических лиц – сельхозпроизводителей). Внешние заимствования
3	Микрофинансовая организация (МФО)	Федеральный закон «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях» № 151-ФЗ от 2 июля 2010 г.	Собственный капитал. Внешние заимствования
4	Государственные (муниципальные и региональные) фонды поддержки малого предпринимательства (ФПММП)	Федеральный закон «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации» № 209-ФЗ от 24 июля 2007 г.	Субсидии муниципального и (или) регионального бюджетов. Внешние заимствования
5	Частный фонд (ЧФ)	Федеральный закон «О некоммерческих организациях» № 7-ФЗ от 12 января 1996 г.	Пожертвования. Внешние заимствования
Регулируются Центральным банком Российской Федерации			
6	Небанковская депозитно-кредитная организация	Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» № 395-1 от 2 декабря 1990 г.	Собственный капитал. Внешние заимствования. Депозиты юридических лиц
7	Коммерческий банк	Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» № 395-1 от 2 декабря 1990 г.	Собственный капитал. Внешние заимствования. Депозиты физических и юридических лиц

Наиболее многочисленную группу составляют кредитные потребительские кооперативы. Кроме того, микрофинансированием занимаются мирофинансовые организации, частные, государственные и муниципальные фонды поддержки предпринимательства и организации других форм, а также банки, реализующие микрофинансовые программы.

Кредитный потребительский кооператив — добровольное объединение физических и (или) юридических лиц на основе членства и по территориальному, профессиональному и (или) иному принципу в целях удовлетворения финансовых потребностей членов кредитного кооператива. Кредитный кооператив может быть создан не менее чем 15 физическими лицами или 5 юридическими лицами. Кредитный кооператив, членами которого являются физические и юридические лица, может быть создан не менее чем 7 указанными лицами.

Деятельность кредитного кооператива состоит в организации финансовой взаимопомощи членов кредитного кооператива посредством:

- объединения паенакоплений и привлечения денежных средств членов кредитного кооператива и иных денежных средств;
- предоставления займов членам кредитного кооператива для удовлетворения их финансовых потребностей.

Кредитный потребительский кооператив не вправе выдавать и привлекать денежные средства в виде займов юридическим и физическим лицам, не являющимся его членами.

Для кредитных кооперативов установлены следующие обязательные экономические нормативы:

- величина резервного фонда должна составлять не менее 5% (не менее 2% — для кредитного кооператива, срок деятельности которого составляет менее двух лет со дня его создания) суммы денежных средств, привлеченных кредитным кооперативом от членов кредитного кооператива и отраженных в финансовой (бухгалтерской) отчетности на конец предыдущего отчетного периода;
- максимальная сумма денежных средств, привлеченных от одного члена кредитного кооператива или от нескольких членов кредитного кооператива, являющихся аффилированными лицами, должна составлять не более 20% (не более 30% — для кредитного кооператива, срок деятельности которого составляет менее двух лет со дня его создания) общей суммы денежных средств, привлеченных кредитным кооперативом от членов кредитного кооператива на момент принятия решения о привлечении средств;

- максимальная сумма займа, предоставляемого одному члену кредитного кооператива, должна составлять не более 10% (не более 20% — для кредитного кооператива, срок деятельности которого составляет менее двух лет со дня его создания) общей суммы задолженности по займам, выданным кредитным кооперативом на момент принятия решения о предоставлении займа;
- максимальная сумма займа, предоставляемого нескольким членам кредитного кооператива, являющимся аффилированными лицами, не может превышать 20% (30% — для кредитного кооператива, срок деятельности которого составляет менее двух лет со дня его создания) общей суммы задолженности по займам, выданным кредитным кооперативом на момент принятия решения о предоставлении займа;
- минимальная величина паевого фонда кредитного кооператива должна составлять не менее 8% суммы денежных средств, привлеченных кредитным кооперативом от членов кредитного кооператива и отраженных в финансовой (бухгалтерской) отчетности на конец предыдущего отчетного года;
- максимальная сумма денежных средств, привлеченных кредитным кооперативом от юридических лиц, не являющихся его членами, должна составлять не более 50% общей суммы привлеченных денежных средств членов кредитного кооператива;
- общая сумма денежных средств, направляемых кредитным кооперативом в течение отчетного периода на цели, не связанные с выдачей займов членам кредитного кооператива, не может составлять более 50% общей суммы средств, привлеченных кредитным кооперативом от его членов в течение соответствующего отчетного периода.

В настоящее время в России функционирует более 1800 сельских кредитных кооперативов, а также около 3600 кредитных потребительских кооперативов граждан[1].

Микрофинансовая организация — юридическое лицо, зарегистрированное в форме фонда, автономной некоммерческой организации, учреждения (за исключением бюджетного учреждения), некоммерческого партнерства, хозяйственного общества или товарищества, осуществляющее микрофинансовую деятельность (предоставление микрозаймов).

[1] Согласно данным Федеральной службы по финансовым рынкам по состоянию на 1 января 2012 г.

Под микрозаймом понимается заем, предоставляемый займодавцем заемщику в валюте Российской Федерации на условиях, предусмотренных договором микрозайма, в сумме, не превышающей 1 млн руб.

Микрофинансовая организация также вправе осуществлять вместе с микрофинансовой деятельностью иную деятельность, не противоречащую законодательству Российской Федерации, в том числе привлекать денежные средства юридических лиц в виде займов и (или) кредитов, добровольных взносов, пожертвований и в иных формах. Микрофинансовая организация не вправе привлекать денежные средства физических лиц, за исключением физических лиц, являющихся учредителями (членами, участниками, акционерами) микрофинансовой организации; предоставляющих денежные средства микрофинансовой организации на основании договора займа в сумме 1,5 млн руб. или более по одному договору займа с одним займодавцем.

Для микрофинансовых организаций, привлекающих денежные средства клиентов в виде займов, установлены следующие обязательные экономические нормативы.

1. Норматив достаточности собственных средств микрофинансовой организации (НМО1), который определяет требования к минимальной величине собственных средств микрофинансовой организации, необходимых для выполнения микрофинансовой организацией обязательств по привлеченным займам физических лиц и юридических лиц.

Числовое значение норматива НМО1:

- для микрофинансовых организаций, зарегистрированных в форме фонда, автономной некоммерческой организации, учреждения, хозяйственного общества или товарищества, составляет не менее 5%;
- для микрофинансовых организаций, зарегистрированных в форме некоммерческого партнерства, составляет не менее 50%.

2. Норматив ликвидности микрофинансовой организации (НМО2) — отношение суммы ликвидных активов микрофинансовой организации к сумме краткосрочных обязательств микрофинансовой организации.

Числовое значение норматива НМО2 составляет не менее 70%.

В настоящее время в России зарегистрировано около 1200 микрофинансовых организаций, из них более 120 государственных фонда поддержки предпринимательства[1].

Деятельность кредитных потребительских кооперативов и микрофинансовых организаций в основном направлена на предоставление

[1] Согласно данным Федеральной службы по финансовым рынкам по состоянию на 1 января 2012 г.

финансовых услуг тем слоям населения, которые не имеют доступа к традиционным банковским услугам, чаще всего они находятся в небольших городах и населенных пунктах России. В таких местах предложение банковских услуг крайне ограничено, что способствует формированию спроса на услуги небанковских организаций и создает условия для их локального развития. Тем не менее даже в Москве, Санкт-Петербурге и других крупных городах успешно работают микрофинансовые организации в различных формах. Наибольшая концентрация кредитных потребительских кооперативов и микрофинансовых организаций наблюдается в Сибирском федеральном округе, Северо-Западном федеральном округе, Южном федеральном округе, Поволжском федеральном округе, в Центральном федеральном округе и на Дальнем Востоке.

Банки, реализующие микрофинансовые программы, в последнее время значительно активизировали свою деятельность. Вместе с тем существуют естественные ограничения по глубине проникновения банков на микрофинансовый рынок, такие как минимальный размер рентабельного кредита и освоение сельских территорий. Другим более эффективным методом достижения микропредприятий для банков является взаимодействие с МФИ, которые уже имеют определенный опыт в работе с этим целевым сегментом и обладают специальными технологиями.

Существуют следующие три модели взаимодействия банков и МФИ.

1. *Организация банком дочерней микрофинансовой организации,* аффилированной с ним, но имеющей собственную политику, самостоятельный штат и информационную систему. Дочерняя микрофинансовая организация регулируется администрацией банка и должна соответствовать предъявляемым ей со стороны банка требованиям. К преимуществам данной модели относятся:

- независимость микрофинансовой организации от банка в принятии оперативных решений;
- возможность создания более гибкой штатной структуры и использования отличных от банковских специальных технологий микрофинансирования.

Основным недостатком является дублирование функций между головным банком-учредителем и дочерней микрофинансовой организацией.

2. *Стратегический договор банка с действующей микрофинансовой организацией, которая используется в качестве «розничного продавца».*

Самой простой формой при данной модели являются обычные кредитные отношения между банком и микрофинансовой организацией, при которых банки выступают в качестве оптовых посредников, а микрофинансовые организации выполняют функции розничного продавца микрофинансовых услуг. При более сложных формах альянсов некоторые функции банков перекладываются на микрофинансовые организации. Преимуществом для микрофинансовых организаций является возможность использования мощностей банка по обработке операций. А от банка не требуется делать значительных инвестиций. Однако бывает довольно сложно заключить взаимовыгодное соглашение между банком и микрофинансовым институтом: нередко стороны не равны.

3. *Модель обслуживающей компании,* в качестве которой выступает нефинансовая компания, занимающаяся предоставлением банку услуг по управлению кредитами и выдаче займов, в то время как сами заемные средства находятся на счетах банка. Обслуживающая компания относительно автономна в управлении, ее операции более прозрачны. В то же время, являясь организацией, обслуживающей только единственный банк, обслуживающая компания, как и внутреннее подразделение, может полностью воспользоваться его преимуществами.

Литература

1. *Андрюшин С. А., Кузнецова В. В.* Проблема «плохих долгов» и способы ее решения в российских банках // Бизнес и банки. 2009. № 26.
2. *Бельзецкий А. И.* Финансы и финансовый рынок: Учебно-методический комплекс. Минск: Изд-во МИУ, 2010.
3. *Дворецкая А. Е.* Долгосрочное банковское кредитование как фактор эффективного финансирования экономического роста // Деньги и кредит. 2007. № 11.
4. *Депутатова Е. И.* Особенности структурирования сделок при кредитовании инвестиционных проектов // Банковское дело. 2009. № 10.
5. *Захарченко С. А.* Кредитные гарантии как форма господдержки малого бизнеса // Финансы. 2008. № 7.
6. *Иванов В. В., Канаев А. В., Соколов Б. И., Топровер И. В.* Теории кредита. СПб.: Изд-во СПбГУ, 2007.
7. *Коркин В. М.* Ссудный рынок России. М.: Экзамен, 2001.
8. *Кроливецкая В. Э.* Межбанковский кредитный рынок в системе финансового рынка России. СПб.: Студия «НП-Принт», 2011.

9. *Кроливецкая В. Э., Тихомирова Е. В.* Банки в системе инвестиционного финансирования реального сектора экономики России // Деньги и кредит. 2008. № 11.
10. *Кузнецова Л. Г.* Структура и операции финансового рынка: Теоретический и институциональный анализ. Хабаровск: Изд-во «РИОТ-ПИ» Хабаровской краевой типографии, 2005.
11. *Милюков А. И.* Финансово-кредитный механизм развития регионов // Деньги и кредит. 2011. № 10. С. 6–9.
12. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2009 г. М.: Банк России, 2010.
13. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2010 г. М.: Банк России, 2011.
14. *Спицын С. Ф.* О роли кредитных организаций в развитии экономики // Деньги и кредит. 2010. № 11. С. 18–20.
15. *Тихомирова Е. В.* Банковский рынок корпоративных кредитов России. — СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2011.
16. Финансовые рынки и экономическая политика России. М.: Научный эксперт, 2007.
17. Финансы и финансовый рынок: Учебное пособие / Под ред. О. А. Пузанкевич. Минск: БГЭУ, 2010.

Глава 4
РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

4.1. Понятие рынка ценных бумаг и его функции

Общая характеристика финансового рынка позволяет рассматривать его как механизм перераспределения денежных средств между субъектами экономических отношений. Рынок ценных бумаг охватывает те отношения, в рамках которых превращение накоплений и сбережений в инвестиции происходит с помощью ценных бумаг. Рынок ценных бумаг является самостоятельным, отдельным сегментом финансового рынка, его структура представлена на рис. 4.1.

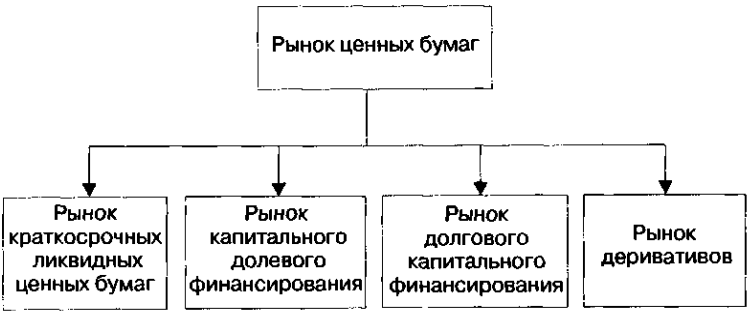

Рис. 4.1. Структура рынка ценных бумаг

Рынок краткосрочных ликвидных ценных бумаг следует относить к денежному сегменту финансового рынка, так как на нем совершаются сделки с финансовыми инструментами в ликвидной форме. Высокой ликвидностью обладают казначейские облигации, чеки, векселя, банковские сертификаты, коммерческие ценные бумаги и др.

Рынок капитального долевого финансирования и рынок долгового капитального финансирования являются частью рынка капитала, где

совершаются относительно долгосрочные операции, обеспечивающие формирование собственного (акционерного) капитала фирм и корпораций, привлечение инвестиций и перераспределение корпоративного контроля. Здесь обращаются акции, инвестиционные паи, ипотечные сертификаты участия (рынок капитального долевого финансирования) и долгосрочные корпоративные облигации, ипотечные облигации и др. (рынок долгового капитального финансирования).

В современных условиях неопределенности экономических процессов, когда необходимо страховаться от потерь, появляются новые формы движения денежных средств и капитала, оформленные в финансовые инструменты второго, третьего и далее порядков, которые называются производными финансовыми инструментами, т. е. сформировался новый сектор финансового рынка, который объединяет в себе совокупность экономических отношений в сфере срочной торговли финансовыми инструментами, удостоверяющими права на ресурсы или права на их получение. Этот рынок называется рынком срочных контрактов или рынком производных финансовых инструментов (деривативов).

Выделение срочного рынка фондовых ценностей в отдельный сегмент оправдано тем, что в качестве базового актива (предмет купли-продажи) этих финансовых инструментов выступают, во-первых, как финансовые, так и реальные активы, а во-вторых, здесь действуют особые правила торговли и оформления имущественных прав. С помощью деривативов продаются не собственно активы, а права на операции с ними.

Таким образом, рынок ценных бумаг охватывает как кредитные отношения, так и отношения совладения, выражающиеся через выпуск ценных бумаг, которые имеют собственную стоимость, в связи с чем могут продаваться, покупаться и погашаться.

По своему экономическому содержанию рынок ценных бумаг представляет собой систему, обеспечивающую условия для обмена финансовыми активами посредством выпуска и обращения ценных бумаг.

С учетом того, что в течение последних десятилетий нарастает тенденция замещения многих форм привлечения финансовых ресурсов, таких как банковский кредит и др., выпуском ценных бумаг, фондовый рынок становится важнейшим сегментом финансового рынка.

Данный процесс называется секьюритизацией и проявляется в том, что в мировом масштабе преобладающая доля финансовых активов существует в виде ценных бумаг. К концу первого десятилетия XXI в. величина ресурсов в виде наличных денег и средств на текущих и срочных

счетах банков равнялась почти $54 трлн, размер мирового ВВП достигал примерно 62 трлн, а объем мировых рынков ценных бумаг составлял около $154 трлн[1].

Подобная ситуация объясняется той ролью, какую рынок ценных бумаг играет в условиях рыночной экономики. Он предоставляет экономическим субъектам широкий набор инструментов для привлечения денежных ресурсов или для их выгодного размещения на самых разных условиях, что позволяет учитывать все многообразие интересов и возможностей как тех, кто эмитирует (т. е. выпускает) ценные бумаги, так и тех, кто инвестирует (т. е. вкладывает) в них свои средства.

Рынок ценных бумаг является уникальным механизмом привлечения финансовых ресурсов, обеспечивающим выбор оптимально-эффективных направлений применения инвестиционных ресурсов в экономической системе. Главным предназначением рынка ценных бумаг является аккумуляция и перераспределение финансовых ресурсов между участниками экономических отношений, т. е. посредничество в движении временно свободных денежных средств от инвесторов к эмитентам ценных бумаг. Это предназначение выражается в процессе выполнения множества экономических задач. Среди них отметим главные:

- аккумулирование временно свободных денежных ресурсов и направление их на развитие перспективных отраслей экономики;
- обслуживание государственного долга;
- трансформацию отношений собственности;
- обеспечение корпоративного и реального контроля над фондовым капиталом на основе государственного регулирования;
- формирование рыночной инфраструктуры, отвечающей мировым стандартам;
- прогнозирование перспективных направлений развития экономики в целом и рынка ценных бумаг в частности.

В процессе решения вышеназванных задач рынок ценных бумаг выполняет множество функций, которые условно можно разделить на две группы: общерыночные функции, т. е. присущие любому рынку, и специфические, которые выполняет только рынок ценных бумаг (табл. 4.1).

[1] McKinsey Global Institute; World Federation of Exchanges, BIS, Bankscope, IMF. 2011.

Таблица 4.1

Функции, выполняемые рынком ценных бумаг

<table>
<tr><th>№ п/п</th><th>Общерыночные</th><th>№ п/п</th><th colspan="3">Специфические</th></tr>
<tr><td rowspan="2">1</td><td rowspan="2">*Коммерческая функция* — получение прибыли от операций на данном рынке</td><td rowspan="2">1</td><td colspan="3">*Перераспределительная функция*</td></tr>
<tr><td>Перераспределение денежных средств между отраслями и сферами рыночной деятельности</td><td>Финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе</td><td>Передел собственности</td></tr>
<tr><td>2</td><td>*Ценовая функция* — обеспечение процесса ценообразования под воздействием спроса и предложения на товар</td><td>2</td><td colspan="3">*Инвестиционная функция* — перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной формы в инвестиционные ресурсы</td></tr>
<tr><td>3</td><td>*Информационная функция* — рынок производит и доводит до своих субъектов рыночную информация об объектах торговли и ее участниках</td><td>3</td><td colspan="3">*Функция страхования* ценовых, финансовых и инвестиционных рисков (хеджирование при помощи производных финансовых инструментов)</td></tr>
<tr><td>4</td><td>*Регулирующая функция* — рынок создает правила торговли и участия в ней, порядок разрешения споров между участниками, устанавливает приоритеты, определяет органы контроля и управления и т. д.</td><td>4</td><td colspan="3">*Спекулятивная функция* — вложение средств в недооцененные ценные бумаги с целью получения большего дохода. Эта функция обеспечивает повышение ликвидности фондового рынка</td></tr>
</table>

Как видим, значение рынка ценных бумаг для функционирования экономической системы очень велико, так как именно здесь происходят основные процессы, обеспечивающие сбалансированный и эффективный экономический рост.

Таким образом, *рынок ценных бумаг* можно определить с двух позиций. Во-первых, это совокупность социально-экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Во-вторых, это функционально-институциональный механизм перераспределения свободных денежных средств и капиталов между субъектами экономиче-

ской системы, способствующий трансформации сбережений в инвестиции посредством купли-продажи финансовых активов, оформленных в различные ценные бумаги.

Существуют различные классификации рынков ценных бумаг. В табл. 4.2 представлены основные виды и подвиды рынков ценных бумаг в зависимости от классификационного критерия.

Таблица 4.2

Классификация рынка ценных бумаг[1]

№ п/п	Классификационный признак	Вид рынка		
1	По эмитентам ценных бумаг	Рынок государственных и муниципальных ценных бумаг		
		Рынок ценных бумаг федерального правительства	Рынок ценных бумаг субъектов Федерации	Рынок ценных бумаг органов местного самоуправления
		Рынок корпоративных ценных бумаг		
		Рынок ценных бумаг предприятий и корпораций	Рынок банковских ценных бумаг	Рынок ценных бумаг инвестиционных институтов и т. д.
		Рынок ценных бумаг нерезидентов		
2	По виду ценной бумаги	Рынок акций		
		Рынок облигаций		
		Рынок векселей и т. д.		
3	По виду сделок с ценными бумагами	Кассовый рынок		
		Срочный рынок		
4	По территориальному принципу	Международный рынок ценных бумаг		
		Национальный рынок ценных бумаг		
		Региональный рынок ценных бумаг		
5	По отраслевому признаку	Рынок ценных бумаг нефтегазового комплекса		
		Рынок ценных бумаг пищевой промышленности и т. д.		
6	По способу организации торговли	Организованный рынок ценных бумаг		
		Неорганизованный рынок ценных бумаг		
		Компьютеризированный рынок ценных бумаг		

[1] Число классификационных признаков не является исчерпывающим. Эту классификацию можно продолжить в зависимости от целей.

Специфика ценных бумаг как товара заключается в порядке их обращения, т. е. в цепочке сделок по купле-продаже ценной бумаги одна всегда является первой (первичной), обеспечивающей поступление фондовой ценности на рынок. Все остальные сделки носят вторичный характер, поскольку они связаны с перепродажей уже поступившего на рынок финансового инструмента другим субъектам рынка. Учитывая существующие различия в способах первоначального размещения ценных бумаг и их последующего обращения, выделяют *первичный* и *вторичный* рынки ценных бумаг.

Реализация экономических интересов эмитентов происходит на первичном рынке. Здесь эмитенты привлекают инвестиционные ресурсы путем выпуска (эмиссии) ценных бумаг. Таким образом, *первичный рынок ценных бумаг* — это рынок новых и повторных эмиссий (выпусков) ценных бумаг, на котором происходит их первоначальное размещение среди первых инвесторов.

В странах с развитой экономикой доля первичного рынка не превышает 5–15%, его ресурсы используются для регулирования структуры капитала корпораций и для размещения бумаг в ходе слияний и поглощений. Все последующие перепродажи ценных бумаг будут осуществляться на вторичном рынке ценных бумаг.

Вторичный рынок ценных бумаг — это рынок, на котором осуществляется обращение ценных бумаг. На этом рынке уже не происходит аккумулирования новых финансовых ресурсов для эмитента, а наблюдается лишь перераспределение ресурсов среди последующих инвесторов. Следовательно, вторичный рынок является механизмом обращения ценных бумаг, позволяет инвесторам свободно покупать и продавать ценные бумаги, осуществлять свои цели на рынке (получение дохода, снижение риска, увеличение собственности). Отсутствие вторичного рынка ценных бумаг или слабая его организация сделали бы невозможным последующую перепродажу ценных бумаг инвесторами, что снизило бы активность их участия в инвестиционном процессе, а предприятия, нуждающиеся в новых капиталах, остались бы без финансовой поддержки.

В структуре вторичного рынка выделяют *биржевой и внебиржевой* рынки.

Биржевой рынок представлен обращением ценных бумаг на биржах. *Фондовая биржа* является механизмом, гарантирующим самую высокую ликвидность фондового рынка. По российскому законодательству фондовой биржей признается организатор торговли на рынке ценных бумаг, организующий торговлю между своими членами путем предо-

ставления места для торговли, определения времени и правил торговли. В ходе биржевых торгов происходит *котировка* — установление рыночной цены обращающихся на бирже бумаг. На биржу допускаются бумаги крупных и надежных эмитентов, прошедшие *листинг*, т. е. процедуру включения в список торгующихся на данной бирже бумаг в соответствии с ее требованиями к эмитенту. Поэтому биржевые цены являются индикатором общеэкономической конъюнктуры. *Внебиржевой рынок* охватывает обращение ценных бумаг вне бирж.

В зависимости от общего уровня развития рынка ценных бумаг различают *развитые* и *формирующиеся* (развивающиеся) рынки. По классификации Международной финансовой корпорации (МФК) в основу деления фондовых рынков по степени зрелости положены многие показатели: объем, риск, степень регулируемости, насыщенность финансовыми инструментами и финансовыми посредниками, в том числе принимается во внимание и уровень развития рынка акций (рис. 4.2).

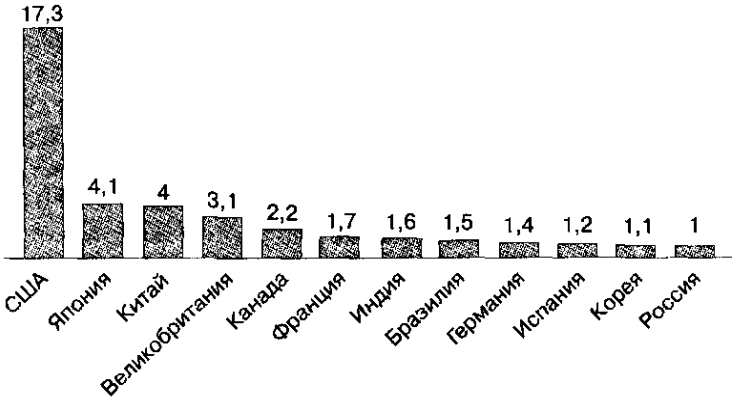

Рис. 4.2. Капитализация национальных рынков акций на конец 2010 г., $трлн[1]

Развитых рынков по классификации МФК насчитывается 23, это фондовые рынки Австралии, Австрии, Бельгии, Великобритании, Германии, Дании, Ирландии, Исландии, Италии, Испании, Канады, Люксембурга, Нидерландов, Новой Зеландии, Норвегии, Сингапура, США, Сянгана (Гонконга), Финляндии, Франции, Швейцарии, Швеции, Японии. В этот список не попали такие развитые страны, как Греция, Португалия, Израиль, где рынки ценных бумаг развиты недостаточно. Эти

[1] McKinsey Global Institute; World Federation of Exchanges, BIS, Bankscope, IMF. 2011.

страны вместе со многими развивающимися странами составили формирующиеся рынки ценных бумаг[1]. К ним же по степени развитости финансового рынка относят и Россию.

Представленную выше классификацию рынков ценных бумаг не следует считать исчерпывающей ввиду многообразия операций и многогранности функций, которые выполняются различными участниками рынка ценных бумаг. По мере дальнейшего развития фондового рынка могут возникнуть новые классификационные признаки, адекватные современным условиям.

4.2. Виды и классификация ценных бумаг

На фондовом рынке обращается специфический объект купли-продажи, товар особого рода — ценные бумаги. Ценная бумага служит представителем реального капитала, подтверждает право ее держателя на собственность в виде имущества или денежной суммы. Она является титулом собственности, особой формой капитала. Капитал, выраженный в ценных бумагах, называют фиктивным. Его движение обособлено от движения реального капитала. Это проявляется в динамике курсовой стоимости (рыночной цены) бумаг, складывающейся под воздействием спроса и предложения и испытывающей влияние множества факторов, никак не связанных с движением реального капитала. В настоящее время в ряде стран обращаются акции, не имеющие номинальной стоимости, что наиболее наглядно свидетельствует о самостоятельном существовании фиктивного капитала.

Юридическое определение ценной бумаги дается в ст. 142 Гражданского кодекса РФ (ГК РФ), где она определяется как «документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. С подачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности».

С экономической точки зрения ценная бумага — это совокупность имущественных прав на те или иные материальные объекты, которые обособились от своей материальной основы и получили собственную материальную форму в виде документов или записи по счетам.

Ценной бумагой признается только та, которая обладает следующими фундаментальными свойствами (рис. 4.3).

[1] *Миркин Я. М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011.

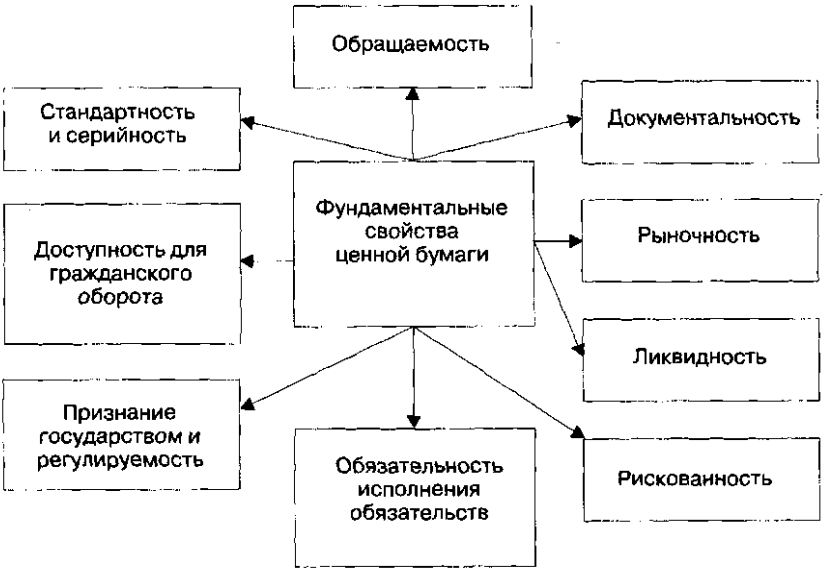

Рис. 4.3. Фундаментальные свойства ценных бумаг

Обращаемость характеризуется способностью ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, выступать в качестве платежного документа. *Стандартность и серийность* предусматривают: стандартизацию всех параметров ценных бумаг и сделок с ними, что делает ценную бумагу товаром; осуществление их выпуска отдельными однородными партиями (сериями). *Документальность* определяет обязательную форму ценной бумаги в виде документа. *Рыночность* предусматривает наличие своего рынка для ценных бумаг как особого вида товара. *Ликвидность* характеризует способность ценной бумаги к реализации, степень ее обратимости в денежные средства, возможность быстро, без потерь, с минимальными транзакционными издержками реализовать ценную бумагу на фондовом рынке. *Рискованность* означает возможность получения убытков либо минимизации прибыли от финансовой операции в силу специфических факторов. *Обязательность исполнения обязательств* гарантирует инвесторам выполнение долговых обязательств эмитентами ценных бумаг. *Признание государством и регулируемость* означают, что выпускаемые эмитентами ценные бумаги должны соответствовать национальному законодательству, быть признанными государством и регулироваться им. *Доступность для гражданского оборота* предуматривает возможность использования ценной бумаги не только

в качестве объекта купли-продажи, но и как объекта других гражданских отношения (дарения, хранения, поручительства и др.).

Ценными бумагами на территории РФ являются[1]:

- гособлигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, сберкнижки на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги (ст. 143 ГК РФ);
- простое складское свидетельство, двойное складское свидетельство, складское свидетельство (как часть двойного), залоговое свидетельство — варрант (как часть двойного) (ст. 912 ГК РФ);
- закладные (ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)»);
- опцион эмитента, российская депозитарная расписка, биржевые облигации (ФЗ «О рынке ценных бумаг»);
- инвестиционный пай (ФЗ «Об инвестиционных фондах»);
- ипотечные облигации, ипотечные сертификаты участия (ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах»).

Ценные бумаги как рыночный товар весьма многообразны. Как в отечественной, так и в зарубежной практике они классифицируются по различным признакам[2]: предназначение и цель выпуска; содержание экономических отношений между эмитентом и инвестором; по экономической природе; тип эмитента; нормативная база и способ размещения; форма существования; по правам владельца и порядку поддержания этих прав; срок обращения; по способу выплаты дохода; по степени надежности; по национальной принадлежности и валюте номинала; по характеру обращения и пр.

Представим классификацию по некоторым из вышеназванных признаков.

1. Прежде всего следует рассмотреть разновидности ценной бумаги исходя *из цели выпуска и типа использования на финансовом рынке* ценных бумаг в качестве финансовых инструментов.

Ценные бумаги как финансовые инструменты обращаются на всех сегментах рынка, поэтому их целесообразно делить на три категории:

- ценные бумаги денежного рынка, или коммерческие ценные бумаги;

---

[1] Необходимо отметить, что к разряду ценных бумаг относятся финансовые инструменты, которым этот статус присваивается законодательством.

[2] Классификационные признаки не являются исчерпывающими; существует множество других признаков, по которым можно систематизировать виды ценных бумаг исходя из поставленной цели.

- ценные бумаги рынка капитала, или инвестиционные ценные бумаги;
- ценные бумаги срочного рынка, или производные ценные бумаги.

2. *По экономическому предназначению* ценные бумаги можно подразделить на:

- долевые;
- долговые;
- производные;
- товарораспорядительные ценные бумаги.

Долевые ценные бумаги — это бумаги, удостоверяющие долевое участие, т. е. право собственности инвестора на акционерный капитал или в имущественном комплексе. Приобретая долевые (капитальные) ценные бумаги, инвестор ожидает не столько дивидендов, сколько приращения инвестированного капитала за счет роста рыночной стоимости ценных бумаг. К таким ценным бумагам относятся акции и инвестиционные паи.

Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» определяет *акцию* как эмиссионную ценную бумагу, закрепляющую права ее владельца (акционера):

- на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов;
- на участие в управлении акционерным обществом;
- на часть имущества, остающегося после ликвидации АО.

Акция является именной ценной бумагой. Выделяют обыкновенные и привилегированные акции.

Инвестиционные паи в России появились в 1995 г., когда стали создаваться паевые инвестиционные фонды (ПИФ) как имущественные комплексы без образования юридического лица под управлением инвестиционной компании или банка. ПИФы функционируют путем выпуска и реализации инвестиционных паев. Инвестиционный пай[1] является именной ценной бумагой, удостоверяющей:

- долю его владельца в праве собственности на имущество, составляющее паевой инвестиционный фонд;
- право требовать от управляющей компании надлежащего доверительного управления паевым инвестиционным фондом;

[1] Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (с изм. от 23 июля 2008 г.). Ст. 14.

- право на получение денежной компенсации при прекращении договора доверительного управления паевым инвестиционным фондом со всеми владельцами инвестиционных паев этого паевого инвестиционного фонда (прекращении паевого инвестиционного фонда).

Долговые ценные бумаги — это бумаги, удостоверяющие факт займа денег эмитентом у инвестора на определенный срок за определенное вознаграждение в виде процентов или дисконта. Цель покупки долевых ценных бумаг заключается в получении потока текущих платежей в виде процентов (купонных валют) или единовременного дохода в виде дисконта. Инвестор, приобретающий долевые ценные бумаги, рассчитывает на будущий рост вложенного капитала. Долговые ценные бумаги представлены облигациями, депозитными и сберегательными сертификатами банков, векселями. Имея одинаковую экономическую сущность, перечисленные бумаги отличаются по эмитентам, сроку обращения, порядку выпуска, способу выплаты дохода, нормативно-правовому обеспечению.

В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» *облигация* определяется как эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента.

В российском законодательстве *сберегательный (депозитный) сертификат* определяется как ценная бумага, удостоверяющая сумму вклада, внесенного в кредитную организацию, и право вкладчика (держателя сертификата) на получение по истечении установленного срока суммы вклада и обусловленных в сертификате процентов в кредитной организации, выдавшей сертификат, или в любом ее филиале[1].

Вексель — составленное по установленной форме безусловное письменное долговое денежное обязательство, выданное одной стороной (векселедателем) другой стороне (векселедержателю). Векселя в зависимости от условий возникновения долга и выполняемых функций подразделяются на коммерческие, финансовые и обеспечительские. Выпуск и обращение векселей в России регулируется специальным Федеральным законом «О переводном и простом векселе».

К *производным финансовым инструментам* относятся опционы эмитента, фьючерсы, свопы, форварды. Из них по российскому законода-

[1] Гражданский кодекс РФ (ст. 844); Письмо Центрального банка России от 10 февраля 1992 г. № 14-3-20; Положение «О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций» от 29 ноября 2000 г. № 857-У.

тельству ценной бумагой признается опцион эмитента. *Опцион эмитента* — это ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и (или) при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного количества акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента.

К производным ценным бумагам в экономической литературе часто относят и депозитарные расписки на ценные бумаги. Часто также их называют вторичными ценными бумагами.

Товараспорядительные ценные бумаги — бумаги, которые опосредуют движение товаров в товарно-платежном обороте. К ним относят коносамент, складские свидетельства.

Коносамент — это ценная бумага стандартной формы, принятой в международной практике, удостоверяющая права владения перевозимым грузом, товаром. Используется при перевозке грузов в международном морском сообщении.

Складское свидетельство — ценная бумага, выпущенная складом в бумажной форме и подтверждающая факт нахождения на нем товара. Обращение двойных и простых складских свидетельств в России регламентируется только Гражданским кодексом РФ (ст. 912–917). Специальный закон, регламентирующий обращение этих ценных бумаг, находится в стадии разработки.

3. *По порядку выпуска и организации обращения* все ценные бумаги подразделяются на:

- эмиссионные;
- неэмиссионные.

Нормативной базой, регламентирующей обращение эмиссионных ценных бумаг, выступает ФЗ «О рынке ценных бумаг», где *эмиссионная ценная бумага* определена как любая ценная бумага, в том числе и бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных федеральным законом формы и порядка;
- размещается выпусками;
- имеет равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

В дополнение к перечисленным признакам к эмиссионным ценным бумагам относятся те, которые подлежат обязательной государственной

регистрации в ФСФР, а их выпуск, как правило, сопровождается разработкой и регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг.

К эмиссионным ценным бумагам относятся: акция, облигация, опцион эмитента, российская депозитарная расписка.

Соответственно, все остальные виды ценных бумаг (а их большинство) являются *неэмиссионными*. Эмиссия, размещение, обращение и погашение неэмиссионных ценных бумаг производятся в соответствии со специальными условиями и нормативными актами, разрабатываемыми для определенного вида или выпуска ценных бумаг. Неэмиссионные ценные бумаги выпускаются небольшими партиями или даже поштучно и обязательной регистрации в ФСФР не подлежат, а ФЗ «О рынке ценных бумаг» на них распространяется.

3. *По эмитентам* различают ценные бумаги:

- государственные;
- муниципальные;
- корпоративные.

В соответствии с законом *государственные* ценные бумаги делятся на федеральные государственные ценные бумаги и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации (в литературе можно встретить иное их название — субфедеральные ценные бумаги). Федеральные государственные ценные бумаги выпускаются от имени Российской Федерации, эмитентом их является федеральный орган исполнительной власти, к функциям которого относится составление и (или) исполнение федерального бюджета, или Министерство финансов РФ. Федеральными государственными ценными бумагами являются (назовем те, которые в настоящее время входят в состав государственного долга Российской Федерации): облигации федеральных займов (ОФЗ), государственные сберегательные облигации (ГСО), облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ), облигации внешних облигационных займов Российской Федерации (ОВОЗ РФ).

Государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации выпускаются от имени субъекта РФ; эмитентом их является орган исполнительной власти субъекта РФ, ответственный за составление и (или) исполнение бюджета субъекта Российской Федерации.

Муниципальные ценные бумаги выпускаются от имени муниципального самообразования; эмитентом их является исполнительный орган местного самоуправления, ответственный за составление и (или) исполнение местного бюджета.

И государственные, и муниципальные ценные бумаги могут выпускаться в настоящее время только как облигации, различными их видами.

Корпоративные ценные бумаги выпускаются юридическими лицами, коммерческими и некоммерческими организациями любой сферы деятельности: корпорациями, компаниями, организациями, коммерческими банками, профессиональными участниками рынка ценных бумаг и т. д. Виды выпускаемых ими ценных бумаг могут быть самыми разными. Но отдельные их виды могут выпускаться конкретными эмитентами: например, акции — только коммерческой организацией, созданной в форме акционерного общества; чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские сберегательные книжки на предъявителя — только коммерческим банком; простое и двойное складские свидетельства — только товарным складом; коносамент — только морским перевозчиком; инвестиционные паи — только управляющей компанией паевым инвестиционным фондом; российские депозитарные расписки — только депозитарием; ипотечные сертификаты участия — коммерческим банком и управляющим ипотечным покрытием; облигации с ипотечным покрытием — коммерческим банком и ипотечным агентом.

4. *По способу регистрации перехода прав на ценные бумаги* они делятся на три группы:

- предъявительские;
- именные;
- ордерные.

Предъявительские ценные бумаги — это ценные бумаги, которые не фиксируют имени владельца, и их обращение осуществляется путем простой их передачи от одного лица другому. Передача прав по ним переходит путем простого вручения сертификата (бланка) ценной бумаги новому владельцу. Права и обязательства по ценной бумаге переходят в момент вручения. Эмитент не регистрирует эти бумаги на имя держателя. Выпуск предъявительских ценных бумаг — это самый простой и быстрый способ развития рынка ценных бумаг, так как права по ним переходят мгновенно, однако в то же время выпуск таких бумаг должен производиться в документарной форме, а это имеет свои недостатки (дорого, трудоемко).

Права по *именным* ценным бумагам переходят другому лицу в порядке цессии, т. е. составления специального договора об уступке права требования, либо специальной надписи на оборотной стороне докумен-

та двусторонним соглашением (цессией) лица, уступающего свои права (цедента), и лица, приобретающего эти права (цессионария).

Ордерные ценные бумаги — это бумаги, права по которым передаются в порядке специальной передаточной надписи — индоссамента. Следует заметить, что по ордерным ценным бумагам права переходят, а обязательства остаются у индоссанта. Индоссант, передающий право по ценным бумагам, например по векселю, несет ответственность не только за осуществление права, но и за его осуществление. То есть в ордерной бумаге имеется солидарная ответственность на индоссантов по выплате означенной в бумаге суммы.

5. Важнейшим признаком ценной бумаги является *срок ее обращения*. По данному признаку различают ценные бумаги:

- срочные;
- бессрочные.

Срочные ценные бумаги имеют конкретный срок действия, определенный эмитентом. В свою очередь, срочные ценные бумаги в зависимости от срока, на который они выпущены, делятся на краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные.

Российское законодательство, а именно Бюджетный кодекс РФ, устанавливает градацию ценных бумаг по срочности только для государственных и муниципальных ценных бумаг (учитывая, что эти ценные бумаги могут выпускаться только как облигации, то имеется в виду установление законодательством градации только для срочных ценных бумаг, поскольку облигации не могут быть бессрочными, т. е. негасимыми ценными бумагами). Будем применять ее ко всем долговым ценным бумагам, в том числе корпоративным.

Краткосрочными признаются ценные бумаги, выпущенные на срок до одного года, среднесрочными — на срок свыше одного года до пяти лет, долгосрочными — на срок свыше пяти лет. При этом для государственных и муниципальных ценных бумаг Бюджетный кодекс РФ предусматривает максимальный срок, на который они могут быть выпущены: для государственных ценных бумаг он составляет 30 лет, для муниципальных — 10 лет. Для корпоративных долговых ценных бумаг законодательство не устанавливает предельные, максимально допустимые, сроки действия — их определяет сам эмитент по своему усмотрению (исключение есть лишь у чеков: в зависимости от территории использования сроки их действия варьируют от 10 до 90 дней).

Срочными ценными бумагами являются все виды ценных бумаг, относящиеся к долговым.

Бессрочные ценные бумаги не имеют конкретного, установленного эмитентом срока действия. Срок бессрочной ценной бумаги определяется: или сроком существования эмитента, как по акциям — сроком существования акционерного общества; или сроком функционирования фонда, как по инвестиционным паям (их срок определяется сроком, на который создается паевой инвестиционный фонд, — он не может превышать 15 лет); или сроком действия договора, в течение которого эмитент будет осуществлять деятельность по доверительному управлению имуществом, как по ипотечным сертификатам участия (их срок определяется сроком, на который заключен договор доверительного управления ипотечным покрытием — он не может превышать 40 лет); или зависит от наступления указанных в ценной бумаге обстоятельств (если оно наступит, инвестор может реализовать право, удостоверяемое ценной бумагой), как по опционам эмитента.

6. *Доход по ценным бумагам* может выплачиваться в виде процентов, исчисленных на основании годовой процентной ставки, и как дисконт, т. е. разницы между ценой погашения и размещения ценной бумаги. В первом случае бумаги называются процентными, во втором — дисконтными.

7. С точки зрения *ликвидности* инвестиционные ценные бумаги важно делить на рыночные и нерыночные.

Рыночные ценные бумаги включаются в котировальные листы бирж и торговых систем на основе анализа финансового состояния эмитента, по нерыночным ценным бумагам оценка их надежности никем не производится, к организованным торгам такие бумаги не допускаются.

Мы рассмотрели далеко не весь перечень классификационных признаков, по которым возможно выделять различные виды ценных бумаг как финансовых инструментов[1].

4.3. Ипотечные ценные бумаги

Ипотечные ценные бумаги — ценные бумаги, обеспеченные ипотечными активами[2] и включающие механизмы защиты инвестора от банкротства или дефолта эмитента. Выпуск ипотечных ценных бумаг осу-

[1] Существуют различия в классификациях ценных бумаг, приводимых в учебниках и учебных пособиях, что определяется авторской позицией.

[2] Ипотечный пул или ипотечное покрытие в зависимости от вида ценных бумаг, обеспечением которых они служат.

ществляется с целью привлечения долгосрочных ресурсов в систему ипотечного кредитования.

Можно выделить две модели функционирования рынка ипотечных ценных бумаг: одноуровневая (европейская или франко-скандинавская) и двухуровневая (американская).

В рамках одноуровневой модели ипотечные ценные бумаги выпускает кредитная организация, выдавшая ипотечные кредиты и сформировавшая ипотечное покрытие. При этом закладные (права требования по ипотечным кредитам) остаются на балансе данной кредитной организации.

Двухуровневая модель ипотечного кредитования предполагает разделение функций по выдаче, обслуживанию ипотечных кредитов и выпуску ипотечных ценных бумаг между различными организациями. Выпуск ипотечных ценных бумаг осуществляется посредством создания специализированных организаций (SPV).

Рассмотрим отличительные черты европейских и американских ипотечных ценных бумаг.

Основу европейского ипотечного рынка составляют облигации с ипотечным покрытием (*covered bonds*). Условия выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг в европейской модели устанавливаются в законодательном порядке. Например, деятельность немецких ипотечных банков полностью основывается на Законе об ипотечных банках[1], принятом 1 января 1900 г., в котором закреплены определенные ограничения, обеспечивающие системе стабильность, ликвидность и, как следствие, доверие инвесторов.

Облигации с ипотечным покрытием (covered bonds) — долговые ценные бумаги, в основе которых лежат денежные потоки по ипотечным кредитам и кредитам государственному сектору. Определенным стандартом для ипотечных облигаций во всем мире являются немецкие закладные листы (Pfandbriefe)[2].

Выпуск ипотечных закладных листов и формирование ипотечного покрытия находится под жестким контролем государства.

---

[1] Hypothekenbankengesetz = Закон об ипотечных банках Германии // www.hypverband.de – 03.2005.

[2] Прообразы немецких закладных листов (Pfandbriefe) появились в 1769 г. в Пруссии благодаря Фридриху Великому, пытавшемуся разрешить финансовый кризис после Семилетней войны 1756–1763 гг. Первые датские covered bonds, дающие право досрочного выкупа и погашения, появились в 1797 г. и пережили пока без единого дефолта даже банкротство Королевства Дании.

- Все находящиеся в обращении ипотечные закладные листы одного и того же ипотечного банка имеют обеспечение в виде общей для всех ипотечных закладных листов массы покрытия, независимо от вида заложенного недвижимого имущества. Данная масса динамична, так как в нее постоянно включаются новые объекты залога под выдаваемые кредиты и исключается обеспечение погашенных ссуд.
- Ипотечный банк обязан соблюдать соответствие кредитных требований и обязательств по закладным листам (по номиналу, доходности, величине процентных ставок, срокам, валюте и т. п.).
- Расчет покрытия осуществляется по текущей стоимости. При этом используются различные «стресс-сценарии», перед которыми должны устоять массы покрытия ипотечных банков. Это способствует значительному снижению как процентного, так и валютного рисков. Если стоимость ипотечного покрытия снизилась и его недостаточно для обеспечения ранее выпущенных закладных листов, то банк обязан его увеличить за счет внесения в его реестр новых ипотечных кредитов.
- Масса ипотечного покрытия рассматривается как обособленное имущество, которое при банкротстве банка не включается в общую конкурсную массу, а служит для удовлетворения требований владельцев закладных листов, чьи требования удовлетворяются в первую очередь из средств, полученных от реализации объектов недвижимости, внесенных в реестр покрытия.
- Контроль и надзор за деятельность ипотечного банка осуществляет независимое доверенное лицо, назначаемое органом государственного надзора за деятельностью банков, которое проверяет правомерность включения объекта в реестр покрытия и правильность оформления залога на него; удостоверят факт внесения данного объекта в реестр покрытия; подтверждает наличие требуемого законом покрытия[1].

Кроме того, законодательство ряда европейских стран (Германия, Австрия) вводит понятие залоговой стоимости, расчет которой осуществляется по определенным правилам, разрабатывающимся банком и утверждающимся органом государственного надзора за банковской

[1] Институт поверенных (управляющих делами), который призван упорядоченно обеспечить требования держателей закладных листов, был введен в 2004 г.

деятельностью[1], и устанавливает предельную сумму кредитования — 60% от залоговой стоимости.

Регулирование ипотечных отношений в США осуществляется федеральным законодательством и законами штатов, а также документами, подготовленными вне рамок законотворческих государственных органов, — это акты, разработанные организациями, работающими в сфере ипотеки. Данные организации устанавливают стандарты деятельности участников рынка[2]. В результате на рынке ипотечных ценных бумаг в США обращаются различные виды ценных бумаг и их производные. Можно выделить основные характеристики американских ипотечных ценных бумаг.

1. Выпуск ипотечных ценных бумаг осуществляется путем секьюритизации, которая представляет собой финансирование или рефинансирование каких либо активов компании, приносящих доход, посредством «преобразования» таких активов в торгуемую, ликвидную форму через выпуск облигаций или иных ценных бумаг.

2. При ипотечном кредитовании секьюритизации подвергаются средне- и долгосрочные долговые обязательства, возникшие в результате предшествующих кредитных операций.

3. Под секъюритизацию попадают ссуды, обладающие стандартными характеристиками срока погашения, размера, стоимости, гарантии и использования получаемой прибыли, вида недвижимого имущества, служащего обеспечением по кредиту.

Выпуск ипотечных ценных бумаг осуществляется посредством создания специализированных организаций (*Special Purpose Vehicle, SPV*). *SPV* может быть создано либо самим банком, выдавшим кредит, либо специализированными структурами — операторами вторичного рынка.

SPV — это организационно-правовая структура, создаваемая для каких-то конкретных, строго определенных и жестко ограниченных целей. *SPV* создается на «срок жизни» эмиссии ценных бумаг как

---

[1] Факторы, которые должны учитываться при оценке залоговой стоимости требуют тщательного отбора. Они не должны быть слишком индивидуальными или неустойчивыми. При этом требуется точное и четкое описание того, в чем состоит общее и типичное воздействие каждого из этих факторов на залоговую стоимость. Это необходимо для того, чтобы они могли быть пересмотрены по мере накопления новой информации.

[2] Стандарты отрабатываются на протяжении многолетней практики ипотечного кредитования и направлены на минимизацию возможных рисков, присущих этому виду деятельности.

предприятие, совершенно юридически независимое от своего учредителя.

Ипотечные ценные бумаги могут быть выпущены на основе:

- «жилищных ипотечных кредитов;
- ипотечных кредитов, обеспеченных коммерческой недвижимостью: многоквартирными домами, торговыми офисными и индустриальными центрами и гостиницами (*Commercial Mortgage backed securities – CMBS*);
- сельскохозяйственных или фермерских кредитов.

Ипотечные ценные бумаги могут быть выпущены на основе классической и синтетической секьюритизации.

При классической секьюритизации целью создания *SPV* является вывод активов за баланс организации, выдавшей ипотечные кредиты. Ипотечные кредиты переводятся на баланс SPV путем «действительной» продажи (*true sale*)[1], при этом их обслуживание (прием платежей от заемщиков и перевод их в *SPV*), как правило, остается за первичным кредитором. Платежи по закладным[2] передаются через посреднические структуры (в частности, *SPV*) к инвесторам, владельцам ипотечных ценных бумаг (*mortgage backed securities*)[3].

При синтетической секьюритизации целью создания *SPV* является передача кредитного риска третьему лицу. В данном случае активы остаются на балансе организации, выдавшей ипотечный кредит. При этом данная организация (покупатель защиты) передает кредитный риск конкретного обязательства или портфеля обязательств другому лицу (продавцу защиты). Передача кредитного риска может быть осуществлена различными способами. В частности, поку-

---

[1] Сделка по продаже ипотечных активов должна соответствовать признакам «действительной продажи»: оригинатор, его кредиторы или лицо (лица), управляющие банкротством оригинатора, *не должны* иметь оснований требовать расторжения или признания недействительной такой сделки в будущем, а в случае банкротства оригинатора переданные кредиты не должны включаться в его конкурсную массу.

[2] При получении ипотечного кредита заемщики закладывают недвижимое имущество в пользу кредитора. Данное обязательство может быть оформлено в виде закладной.

[3] Ипотечные ценные бумаги (ИЦБ), которые в англоязычной литературе называются MBS (mortgage backed securities), являются частным случаем ABS. В самом общем виде ABS (asset backed securities) представляют собой ценные бумаги, которые дают их владельцам право на получение денежных поступлений от определенного пула (набора) активов.

патель защиты может эмитировать облигации, которые привязаны к кредитному риску (*credit-linked notes*)[1] или заключить соглашение о кредитно-дефолтном свопе на случай неисполнения заемщиком обязательств (*credit default swap*) с SPV, которая, в свою очередь, размещает синтетические облигации, обеспеченные залогом и платежами по кредитному деривативу, тем самым передавая кредитный риск инвестору (синтетические облигации, обеспеченные кредитами (*synthetic CLOs*), или синтетические облигации, обеспеченные долгами (*synthetic CDOs*))[2].

В зависимости от структурирования потоков платежей от пула ипотек держателям облигаций можно выделить следующие виды ипотечных ценных бумаг:

- ипотечные облигации (облигации с ипотечным покрытием);
- ипотечные сертификаты или ценные бумаги прямого действия;
- ипотечные облигации прямой оплаты;
- структурированные, или порядковые, ипотечные ценные бумаги;
- декомпозированные ипотечные ценные бумаги (ипотечные облигации с отделяемым купоном).

Ипотечные облигации (mortgage-backed bond). Облигации, обеспеченные ипотечными активами, имеют большое сходство с традиционными корпоративными облигациями. Выплаты по облигациям осуществляются в заранее оговоренные условиями выпуска сроки (ежемесячно, ежеквартально). При этом предмет обеспечения и генерируемые им потоки денежных средств принадлежит эмитенту облигаций, а сама облигация принадлежит инвестору. Таким образом, периодичность выплат по ипотечным облигациям не связана со сроками платежей по обеспечивающим их ипотечным кредитам. Отличительной чертой облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами, является использование особого залогового обеспечения (права требования по ипотечным кредитам и ипотечные ценные бумаги «прямого действия»). Для защиты инвесторов стоимость залогового обеспечения регулярно сверяется с рыночными ценами, и при необходимости залог пополняется таким образом, чтобы его хватило для выплаты номинальной стоимости облигаций накопленных процентов в случае банкротства эмитента.

---

[1] *Туктаров Ю.* Синтетическая секьюритизация // Рынок ценных бумаг. 2007. Июнь. № 13. См.: http://www.rusipoteka.ru/publications/tuktarov-5.htm.

[2] Там же.

Ипотечные облигации могут быть с *фиксированной и переменной процентной ставкой*[1].

Ипотечные сертификаты участия (participation certificate) или ценные бумаги прямого действия (mortgage pass-through securities). Ценные бумаги прямого действия выпускаются в случае, когда один или несколько держателей закладных формируют объединение (пул) ипотек и продают доли или сертификаты участия в пуле[2].

Существенным отличием ценных бумаг типа «pass-through» от иных разновидностей ипотечных ценных бумаг является отсутствие структурирования потоков платежей по ипотечным кредитам и переводным ценным бумагам. Периодичность и размер выплат по ним определяются поступлениями по ипотечным кредитам, обеспечивающим данный выпуск.

Поскольку платежи по ипотечным кредитам включают в себя поступления в счет досрочного погашения, то главной особенностью переводных ипотечных бумаг является перенос на конечного инвестора риска досрочного погашения, как специфического риска, связанного с владением ипотечными кредитами. Владельцу переводной бумаги заранее не известна сумма ежемесячных поступлений и, как следствие, точный период до погашения.

Наибольшую известность ценные бумаги прямого действия получили в США. Основными эмитентами являются государственные корпорации ипотечного кредита *Ginnie Mae*, *Freddie Mac*, *Fannie Mae* и *Farmer Mac*[3].

---

[1] Для выпуска облигаций с переменной процентной ставкой обычно рассматриваются общепризнанные и понятные инвесторам макроэкономические индикаторы, к которым доходность таких облигаций может быть привязана. Общепризнанной в мире ставкой-ориентиром является LIBOR — Лондонская процентная ставка по межбанковским однодневным кредитам. В качестве индекса среди прочих может рассматриваться также значение инфляции. В частности, в США известное распространение получили так называемые price-level-adjusted mortgage (PLAM), ипотечные облигации, ежемесячные выплаты по которым привязаны к покупательной способности денежной единицы, т. е. процентная ставка устанавливается с учетом изменения покупательной способности доллара.

[2] Их также называют продажей доли участия (или интереса) в активах банка или долевыми ипотечными облигациями. Состав пула финансовых активов не может быть изменен с течением времени, а эмитент не имеет права реинвестировать платежи, которые порождает пул активов.

[3] *Farmer Mac* входит в финансовую систему фермерского кредита, которая включает в себя фермерские банки, Федеральную сельскохозяйственную ипотечную корпорацию, Фермерскую жилищную администрацию, Федеральную корпорацию финансирования банков фермерского кредита и другие организации.

Ипотечные облигации «прямой оплаты» (pay through) являются гибридным финансовым инструментом. Они соединяют в себе некоторые свойства ценных бумаг «прямого действия» со свойствами облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами.

Облигация «прямой оплаты» представляет собой долговое обязательство эмитента, обеспеченное ипотечными кредитами, поэтому платежи по ней осуществляются с определенной периодичностью. В то же время такая облигация, подобно ценной бумаге «прямого действия», связывает поток денежных поступлений по ипотечным кредитам с потоком выплат по облигации. Досрочные платежи по ипотечным кредитам ускоряют погашение облигаций.

Облигация «прямой оплаты» принадлежит инвестору, а эмитент сохраняет за собой право владения предметом залогового обеспечения, как и в случае облигаций, обеспеченных ипотечными кредитами. При этом генерируемый покрытием поток платежей может быть видоизменен таким образом, чтобы получить возможность для выпуска долговых ценных бумаг с различными сроками и очередностью погашения.

Структурированные (порядковые) облигации (collateralized mortgage obligations, CMO)[1].

Специфическими характеристиками данных ценных бумаг является наличие разных классов (траншей) данных облигаций в рамках одного выпуска, а также установление приоритетов для каждого транша, при которых потоки платежей от пула закладных (ипотечных кредитов) распределяются для выплат по облигациям в зависимости от приоритетности соответствующего транша. Каждая серия может иметь: собственную купонную ставку, собственный срок погашения, собственный средний срок амортизации.

Потоки платежей по ипотечным кредитам связаны с потоками платежей по облигациям. Денежный поток от пула ипотек распределяется между облигациями с различными сроками погашения[2] (рис. 4.4) и имеющими разную степень риска досрочного погашения.

---

[1] Их также называют «залоговыми ипотечными обязательствами» (ЗАО). Впервые данный вид ценных бумаг был выпущен *Freddie Mac* в 1983 г. и представляет собой многоклассовые облигации «прямой оплаты». Обеспечением структурированных облигаций служат пулы других ипотечных ценных бумаг или ипотечных кредитов.

[2] Суммы выплат рассчитываются следующим образом. Все держатели ценных бумаг получают определенные договором платежи по процентам за ипотечный кредит. А выплаты по основной сумме производятся отдельно для одного класса по порядку, а для следующего не производятся до тех пор, пока не

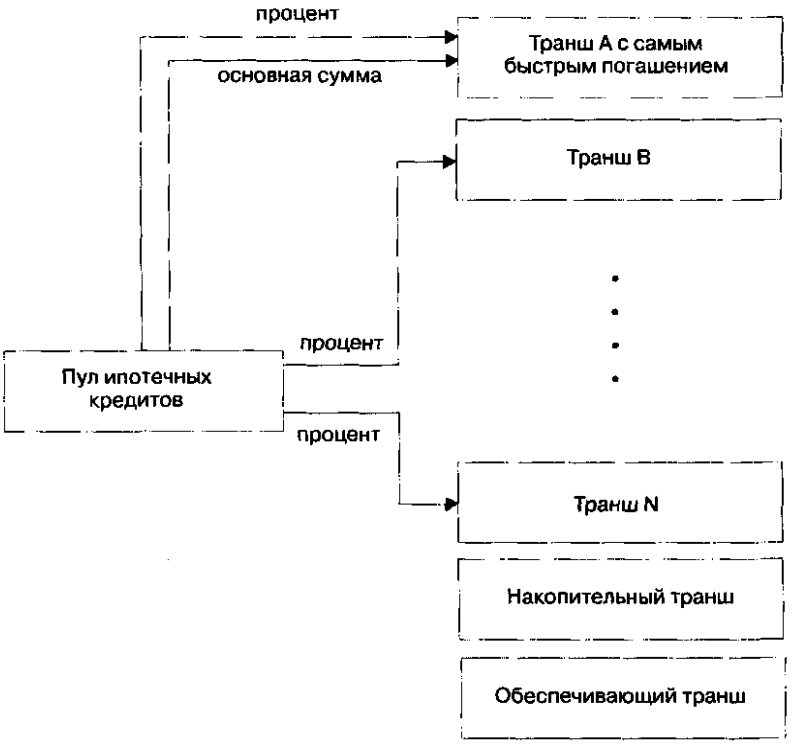

Рис. 4.4. Распределение денежного потока при выпуске структурированных облигаций

Перераспределение сумм выплат по траншам осуществляется следующим образом: средняя доходность бумаг рассчитывается исходя из всех траншей, а затем в зависимости от сроков выхода транша (степени рискованности бумаг) происходит непосредственное перераспределение по траншам[1].

Структура CMO может содержать облигации с различными инвестиционными характеристиками, в том числе и накопительные об-

---

будут выплачены сполна для предыдущего. Таким образом, первоначально погашаются облигации с наименьшим сроком обращения.

[1] Часть доходности с первых более доходных траншей снимается и переносится на последний транш, обладающий самым большим риском. Таким образом, только инвесторы последнего транша получают максимальную доходность от вложения в ценные бумаги, принимая на себя соответственно и максимальный риск.

лигации, близкие к облигациям с нулевым купоном. По такой облигации не производятся выплаты ни по основной сумме долга, ни по процентам до тех пор, пока не будут погашены все предыдущие транши. Сумма, получаемая в конечном итоге инвестором, складывается из начального баланса основного долга и накопившихся сложных процентов.

В рамках выпуска структурированных облигаций может быть предусмотрен и обеспечивающий транш (Collateral Interest Class). Подобный термин применяется к субординированному траншу ценных бумаг, выпущенных в рамках секьюритизации, выступающему в качестве обеспечения для более старших классов ценных бумаг, которые выпущены в рамках той же сделки. Обеспечивающий транш обычно остается спонсору сделки.

Таким образом, долгосрочный инструмент (ипотека) используется для создания отдельных инструментов, траншей, которые имеют короткие, средние и длинные сроки до погашения. В результате различные группы инвесторов могут выбирать инструменты, в наибольшей степени соответствующие их требованиям и ожиданиям.

Декомпозированные ипотечные ценные бумаги (ипотечные облигации с отделяемым купоном). В 80-х гг. прошлого столетия одновременно с CMO появились новые финансовые инструменты — декомпозированные ипотечные ценные бумаги, или разделительные обязательства (*stripped securities*).

Декомпозированные ипотечные ценные бумаги в целом характеризуются распределением денежного потока от соответствующего пула ипотек между держателями облигаций на пропорциональной основе. В них разделяются основная сумма (номинал) базового долгового инструмента и процентные выплаты.

Каждый из этих потоков платежей по ипотечным кредитам выступает в качестве основы для выпуска собственных новых ценных бумаг в форме дисконтных обязательств. Новые обязательства (разделительные ценные бумаги) по номинальной сумме долга базового инструмента (выплат основного долга по ипотечному кредиту) называются бумагами «только основной долг» (principal only) или «PO-бумагами». Новые обязательства по процентным выплатам по ипотечному долгу «только процентные выплаты» (interest-only) или «IO-бумаги»[1].

Инвесторы, как правило, приобретают PO-сертификаты либо в ожидании высокого уровня досрочных возвратов (prepayments), либо для

[1] *Цылина Г. А.* Ипотека. Жилье в кредит. М.: Экономика, 2001. С. 218.

хеджирования риска падения процентных ставок. IO-сертификаты приобретаются инвесторами, которые не ожидают высокого уровня досрочных возвратов либо хотят хеджировать риски, связанные с увеличением процентных ставок[1].

В 1986 г. *Fannie Mae* ввела в оборот декомпозированные CMO. Совмещение качеств двух видов бумаг — CMO и декомпозированных ценных бумаг — усиливает все их качества, повышает их предсказуемость, безопасность, ликвидность, доходность, т. е. качества, которые привлекают будущих инвесторов.

Перечисленные выше ипотечные ценные бумаги могут выпускаться как и государственными, так частными структурами.

Основу ипотечного рынка США составляют три ипотечных агентства, основанных американским правительством: *Ginnie Mae* (официальное название — *Government National Mortgage Association* или *GNMA*), *Fannie Mae* (официальное название — *Federal National Mortgage Association* или *FNMA*) и *Freddie Mac* (официальное название — *Federal Home Loan Mortgage Corporation* или *FHLMC*). Агентства обеспечивали доступность дешевых ипотечных кредитов, при этом предоставляя прямые (*Ginnie Mae*) или опосредованные (*Fannie Mae* и *Freddie Mac*) государственные гарантии.

Агентства *Fannie Mae и Freddie Mac* приобретают только те ипотечные кредиты, которые соответствуют установленным этими организациями основополагающим гарантийным принципам, которые определяют типы ссуд, приобретаемых каждой организацией, а также процедуры андеррайтинга (подтверждения, проверки) кредитоспособности заемщиков. Высокое кредитное качество ипотечного покрытия агентских ценных бумаг до недавнего времени лежало в основе их высокого инвестиционного рейтинга.

Ипотечные ценные бумаги Правительственной национальной ипотечной ассоциации (*Ginnie Mae*) были еще и застрахованы Федеральной жилищной администрацией[2] (ФЖА) и гарантированы Администраци-

---

[1] *Дэвидсон Э., Сандерс Э., Вольф Л. Л. и др.* Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ: Пер. с англ. М.: Вершина, 2007.

[2] Федеральная жилищная администрация (*Goverment Federal National Mortgage Association*) была создана в 1934 г. с целью формирования и поддержания вторичного рынка ипотечных ценных бумаг. Устанавливает стандарты выдачи ипотечных кредитов, формирует систему взаимного страхования ипотечных кредитов, содействует малообеспеченным семьям в улучшении жилищных условий.

ей по делам ветеранов (АДВ)[1]. А само агентство *Ginnie Mae* контролировалось Министерством жилищного строительства и городского развития.

Кредиты, которые не соответствовали стандартам (*nonconforming conventional loans*) этих агентств (с точки зрения размеров кредита или требований андеррайтинга), продавались на рынке частной ипотеки (*private label market*).

В Российской Федерации формирование рынка ипотечных ценных бумаг началось в конце 90-х гг. XX столетия. Виды российских ипотечных ценных бумаг и особенности их выпуска описаны в разделе 3.5 «Рынок ипотечного кредитования» главы 3.

4.4. Институциональная структура рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, представляет собой сложную организационно-правовую систему со специфическим товаром — ценными бумагами, характеристику которого мы дали выше, и определенными технологиями проведения операций. Следовательно, для наиболее полной характеристики рынка ценных бумаг необходимо рассмотреть его институциональную структуру, отражающую состав его участников и взаимосвязи между ними.

Участники или субъекты рынка ценных бумаг — это физические и юридические лица, которые продают и покупают ценные бумаги, создают условия для их оборота или осуществляют расчеты по сделкам, обеспечивают заключение и исполнение сделок с ценными бумагами, и, таким образом, вступают в определенные экономические отношения по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.

Институциональную структуру рынка ценных бумаг можно представить следующими группами участников (рис. 4.5):

- эмитенты (потребители капитала), т. е. лица, заинтересованные в привлечении денежных средств путем выпуска (эмиссии) ценных бумаг;
- инвесторы (поставщики капитала), т. е. лица, приобретающие ценные бумаги с определенной целью;

[1] Администрация по делам ветеранов (*Veterans Administrations*) была создана в 1944 г. Она уполномочена гарантировать ипотечные кредиты, выданные отдельным категориям ветеранов войны и отвечающие требованиям, установленным администрацией.

- инфраструктура рынка ценных бумаг, т. е. специализированные институты, обеспечивающие взаимодействие эмитентов и инвесторов на рынке ценных бумаг;
- система регулирования и контроля этого рынка.

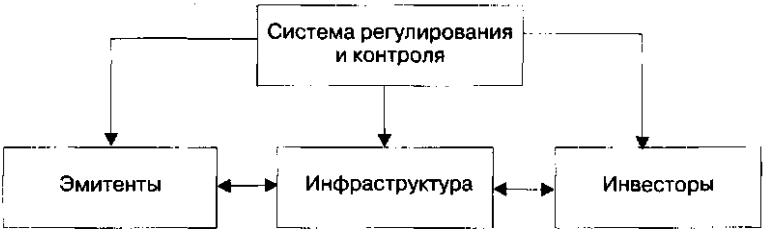

Рис. 4.5. Институциональная структура рынка ценных бумаг

Эмитенты — это экономические субъекты, заинтересованные в дополнительных денежных средствах для развития производства, строительства, торговли, реализации инвестиционных проектов, программ, требующих определенных денежных затрат, и привлекающие для этих целей инвестиции путем эмиссии ценных бумаг. Целью деятельности эмитентов на рынке ценных бумаг является получение дополнительных денежных ресурсов и капитала.

Инвесторы — это экономические субъекты, имеющие временно свободные денежные средства и вкладывающие их в покупку ценных бумаг. Цели деятельности инвесторов на рынке ценных бумаг могут быть различны: во-первых, это получение дохода от вложенного в ценные бумаги капитала; во-вторых, сохранение этого капитала от обесценения; в-третьих, обеспечение контроля над бизнесом; в-четвертых, страхование рисков и т. д.

Эмитенты и инвесторы являются главными участниками рынка ценных бумаг, но их взаимодействие осуществляется при помощи специально организованной среды — *инфраструктуры рынка*, состоящей из институтов, обеспечивающих контакты эмитентов и инвесторов. Инфраструктура включает в себя институты, занимающиеся организацией торговли ценными бумагами, выполняющие расчетно-клиринговую функцию, представляющие информационную, депозитарно-расчетную сеть и пр.

Таким образом, инфраструктура рынка ценных бумаг является связующим звеном между эмитентами и инвесторами, обеспечивая аккумуляцию денежных средств инвесторов и направляя денежные потоки на приобретение ценных бумаг эмитентов.

В основном инфраструктура рынка ценных бумаг состоит из специализированных институтов, выполняющих на этом рынке профессиональную деятельность. Поэтому их называют профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Главными задачами инфраструктуры являются:

- управление рисками на рынке ценных бумаг;
- снижение удельной стоимости проведения операций с ценными бумагами.

Управление рисками заключается в том, что часть рисков перекладывается с главных участников на инфраструктуру.

Снижение удельной стоимости операций достигается за счет:

- стандартизации операций и документов, используемых при проведении операций с ценными бумагами;
- концентрации операций в специализированных структурах;
- разработки и применения новых технологий.

Поскольку рынок ценных бумаг — один из самых рисковых финансовых рынков, и события, происходящие на нем, оказывают глубокое влияние на всю экономику, функционирование этого рынка нуждается в жестком контроле и регулировании со стороны как государства, так и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Следовательно, четвертой группой участников рынка ценных бумаг являются *органы регулирования и контроля*, целью существования которых является создание условий для благоприятного развития рынка. Эти цели можно определить как:

- создание необходимой законодательной и нормативной базы для успешного функционирования рынка;
- отбор профессиональных участников рынка;
- контроль за соблюдением всеми участниками установленных норм и правил;
- а также введение системы санкций за их нарушение.

Рассмотрим подробнее каждого из участников рынка ценных бумаг.

Основными участниками рынка ценных бумаг, определяющими спрос и предложение, из которых складывается всякий рынок, являются эмитенты и инвесторы.

Эмитент — это лицо, которое от своего имени выпускает ценные бумаги и несет по ним обязательства по осуществлению прав, закрепленных ценными бумагами, перед их владельцами.

Эмитент поставляет на рынок ценных бумаг товар — ценную бумагу, качество которой определяется статусом эмитента, результатами его финансово-хозяйственной деятельности. Предлагая рынку свои ценные бумаги, эмитент использует возможности фондового рынка и решает следующие задачи:

- привлекает денежные средства и капиталы;
- оптимизирует товарно-финансовые потоки;
- осуществляет контроль за зависимыми и дочерними предприятиями;
- создает собственный имидж (положительный или отрицательный) как субъект рыночной экономики и др.

Эмитент постоянно присутствует на рынке, так как несет определенные имущественные обязательства перед покупателями (инвесторами) по осуществлению удостоверенных ценными бумагами прав. Кроме того, эмитент сам оперирует своими ценными бумагами, осуществляя их выкуп или продажу.

Эмитентами ценных бумаг могут быть:

- государственные и муниципальные органы исполнительной власти;
- юридические лица, созданные как коммерческие организации (в любой организационно-правовой форме: хозяйственные товарищества; хозяйственные общества — акционерные общества, общества с ограниченной и дополнительной ответственностью; производственные кооперативы; государственные и муниципальные унитарные предприятия), так и некоммерческие организации (потребительские кооперативы, учреждения, ассоциации и союзы и др.).

Что касается физических лиц, то обычно их не выделяют в отдельную группу эмитентов, поскольку они могут выпускать лишь отдельные виды ценных бумаг — векселя и закладные, и объем рынка ценных бумаг, выпускаемых ими, крайне незначителен и не оказывает какого-либо влияния на состояние и динамику всего рынка ценных бумаг.

Представленные эмитенты ценных бумаг даны по их статусу. Также делят эмитентов исходя из направлений их профессиональной деятельности:

- эмитенты реального сектора экономики;
- финансовые организации.

К первой группе эмитентов относятся промышленные, сельскохозяйственные, транспортные, торговые организации, организации отрасли

связи и информации. Вторую группу эмитентов составляют кредитные организации, прежде всего коммерческие банки, страховые организации, пенсионные фонды, инвестиционные фонды, профессиональные участники рынка ценных бумаг. Отличительной чертой эмитентов второй группы является то, что выпускают они ценные бумаги не только для формирования и увеличения уставного капитала, но и для привлечения средств с целью вложения в финансовые активы, и поэтому эмитенты этой группы являются еще и крупнейшими инвесторами на рынке ценных бумаг.

Среди эмитентов на фондовом рынке постоянно идет борьба за свободные капиталы. Качество ценных бумаг эмитентов оценивает рынок, и чем надежнее эмитент, тем привлекательнее его бумаги, тем легче и дешевле их можно разместить на рынке. В совокупности эмитенты ценных бумаг формируют предложение финансовых инструментов (товара) на рынке ценных бумаг.

В России, по данным за 2010 г., зарегистрировано примерно 530 тыс. акционерных обществ, из них 73,5 тыс. составляют ОАО. Но только акции немногим более 300 АО присутствуют на рынке[1]. Сегодня процесс конструирования новых выпусков ценных бумаг становится не только наукой, но и искусством. К подготовке товара (ценной бумаги), пользующегося спросом, целесообразно привлекать сторонних специалистов — инвестиционных консультантов, а если эмитентом является крупная компания, то в ее структуре возможно наличие собственных специалистов, которые, как правило, используют различные новации для того, чтобы сделать ценные бумаги привлекательными для инвестора.

Существуют общие правила, применяя которые можно без видимых проблем разместить ценные бумаги на рынке:

- эмиссия ценных бумаг должна быть адресной, т. е. ориентированной на определенного инвестора (физических лиц, институционального инвестора, банк и т. д.);
- необходимо правильно выбрать время выпуска ценной бумаги путем изучения и оценки конъюнктуры рынка;
- важно отразить все преимущества предстоящего выпуска, которые имеет эмитент и его инвестиционная программа;
- чем ниже статус эмитента, тем больше прав и гарантий для инвестора должен содержать выпуск ценной бумаги (например, право конверсии в другие ценные бумаги, право досрочного погашения и т. д.).

[1] По данным ФСФР.

На первичном фондовом рынке в развитых странах ведущая роль принадлежит инвестиционным банкам, участвующим как в размещении акций путем публичной эмиссии, так и в частном (или прямом) размещении. *Публичная эмиссия* — это открытое предложение ценных бумаг широкому кругу инвесторов при обязательной публикации проспекта эмиссии. *Частное размещение* предполагает предложение ценных бумаг ограниченному числу так называемых квалифицированных покупателей, в состав которых входят различные финансовые институты и другие стратегические инвесторы.

Участвуя в открытом размещении, инвестиционный банк является *андеррайтером* выпуска, несущим в определенном объеме ответственность за распространение эмиссии. При *твердом андеррайтинге* банк покупает у эмитента весь выпуск по установленной цене и затем перепродает ценные бумаги инвесторам по более высокой цене, принимая на себя весь риск в случае неудачного размещения. *Андеррайтинг на лучших условиях* означает, что банк содействует размещению, но не гарантирует выпуск и не имеет обязательств по полному размещению эмиссии.

При частном размещении задачей инвестиционного банка становится поиск покупателя и заключение с ним сделки по поручению клиента. К преимуществам частного размещения относится экономия времени на подготовке проспекта эмиссии и ожидании регистрации, экономия затрат на гарантирование размещения, более свободные условия договора между эмитентом и инвестором. В целом участие специализированного инвестиционного посредника при любом способе размещения ведет к существенной экономии для эмитента, что делает размещаемые инструменты более доступными для потенциального покупателя.

Наряду с эмитентами к основным участникам рынка ценных бумаг относятся инвесторы. *Инвестор* (или владелец ценных бумаг) — это лицо, приобретающее ценные бумаги на праве собственности или ином вещном праве. Владелец ценных бумаг может быть как собственником ценных бумаг (если он приобретает их на праве собственности), так и их обладателем по договору займа, или по договору доверительного управления ценными бумагами, или по депозитарному договору на оказание услуг по хранению и (или) учету прав на ценные бумаги и т. д. (если он приобретает ценные бумаги на ином вещном праве).

В качестве инвесторов на российском рынке ценных бумаг выступают практически все категории субъектов рынка (рис. 4.6) от физических лиц до государства, т. е. инвесторами могут быть как частные лица (граждане), так и юридические, как резиденты, так и нерезиден-

ты. Частных лиц называют индивидуальными инвесторами, а юридических лиц — институциональными[1].

К индивидуальным инвесторам в России относят физических (частных) лиц, имеющих свободные денежные средства и вкладывающих их в различные виды ценных бумаг и финансовые инструменты.

Институциональными инвесторами считаются юридические лица, не имеющие лицензии на право осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, но приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет. Такими инвесторами в Российской Федерации являются: государство, предприятия и организации различных областей деятельности, различных форм собственности, а также специализированные институты. К институциональным инвесторам следует относить специализированные финансовые институты, которые являются финансовыми посредниками различных типов (см. рис. 4.6).

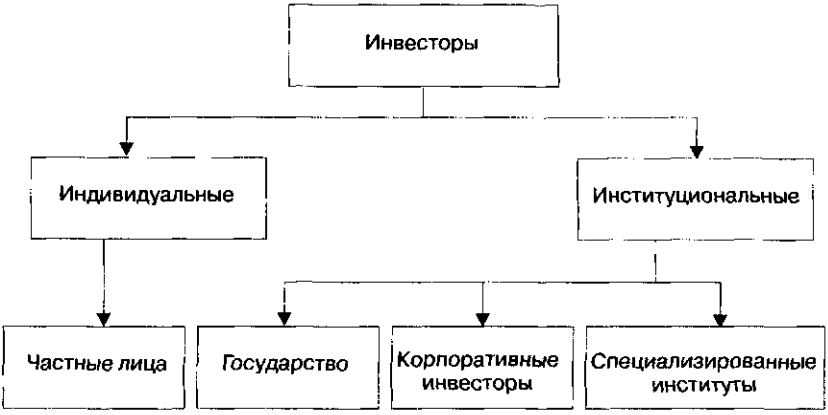

Рис. 4.6. Классификация инвесторов[2]

[1] Некоторые зарубежные экономисты подразделяют всех инвесторов на институциональных и индивидуальных. По их мнению, «институциональные инвесторы — это специалисты, которым платят за то, что они управляют чужими деньгами. Их нанимают финансовые учреждения, например банки, страховые компании, пенсионные фонды и в отдельных случаях — частные лица. Индивидуальные инвесторы — это инвесторы, которые распоряжаются собственными средствами. Индивидуальный инвестор чаще всего заинтересован только в том, чтобы свободные деньги принесли ему прибыль». (См.: *Гитман Лоренс Дж., Джонк Майкл Д.* Основы инвестирования / Пер. с англ. М.: Дело, 1997).

[2] В основе классификации инвесторов лежит статус субъекта — физическое лицо или институт (организация).

В развитых странах частные инвесторы составляют основу покупательского спроса на финансовом рынке, им принадлежит большая часть вкладов в кредитно-банковской системе, они владеют значительной долей акций и облигаций.

Частный инвестор обычно стремится вкладывать в привычные, хорошо знакомые ему ценные бумаги своей страны, выпущенные своим правительством, муниципалитетом или отечественными эмитентами. Но в то же время сегодня в портфелях частных вкладчиков в западных странах растет доля иностранных ценных бумаг.

Следует также заметить, что в кризисные времена мелкие инвесторы являются важной стабилизирующей силой. Американские частные вкладчики занимают важное место на рынке, владея 40% всех акций, находящихся в обращении. Доля же российских частных инвесторов на рынке очень незначительна (табл. 4.3).

Таблица 4.3

Количество частных инвесторов в отдельных странах

Страна	Население, млн	Инвесторы в акции, млн	Инвесторы/ население, %	Инвесторы в ПИФы, млн
Австралия	20,6	6,4	31,1	н/д
Великобритания	60,2	13	21,6	н/д
Германия	82,9	4,7	5,7	8,1
США	296,8	33,6	11,3	45,9
Франция	62,0	6,3	10,2	4,5
Япония	127,7	35	27,4	н/д
Индия	1104,6	6,5	0,6	н/д
КНР	1328	142	10,7	н/д
Корея	48,8	3,8	7,8	н/д
Россия	**141**	**0,7**	**0,5**	**0,3**

Источник: McKinsey Global Institute; World Federation of Exchanges, BIS, Bankscope, IMF. 2011.

Для того чтобы стимулировать рост инвестиций населения в ценные бумаги, необходимо принять целый комплекс мер и согласован-

ные действия как регулирующих органов, так и всех участников рынка ценных бумаг.

Самыми необходимыми предпосылками для этого являются:

- развитие положительных экономических тенденций;
- появление новых надежных финансовых инструментов;
- улучшение информационного обеспечения;
- общее улучшение инфраструктуры рынка;
- появление новых законов, реально защищающих права инвестора;
- повышение ликвидности рынка акций;
- ликвидация финансовой неграмотности населения и т. д.

Инвестор, выходя на фондовый рынок, стремится приобрести товар с высокими инвестиционными качествами, т. е. доходный, надежный и ликвидный. Однако не существует ни одной ценной бумаги, отвечающей перечисленным требованиям одновременно. Важнейшее правило инвестирования заключается в том, что прибыль от вложения в ценные бумаги прямо пропорциональна риску, на который готов идти инвестор. Готовность к риску зависит от целей и характера человека. Например, пожилые люди заинтересуются бумагами с меньшей степенью риска, гарантирующими возврат вложенных средств, хотя и приносящими небольшой доход. Цель инвестирования в этом случае — сохранить капитал для наследников. Если семья нуждается в средствах, то они приобретут более рисковые, но доходные бумаги. Молодые люди, желающие испытать судьбу, выберут наиболее рисковые, но и самые доходные бумаги.

В международной практике принята классификация инвесторов по стратегии поведения на рынке на:

- консервативных;
- умеренно агрессивных;
- агрессивных;
- изощренных (опытных);
- нерациональных.

Цель *консервативных* инвесторов — безопасность вложений. Эти инвесторы выбирают тактику инвестирования в низкорисковые, малодоходные ценные бумаги (государственные ценные бумаги, корпоративные ценные бумаги надежных эмитентов). Это частные инвесторы старшего поколения.

Умеренно-агрессивные инвесторы стремятся не только сохранить вложенный капитал, но и получить на него доход, пусть даже небольшой. Это «средние» инвесторы.

Агрессивные инвесторы не довольствуются процентами с вложенных средств, а пытаются прирастить капитал, их целью является получение максимальных доходов.

Изощренные или опытные инвесторы стараются обеспечить и прибыль, и увеличение капитала, и повышение ликвидности ценных бумаг. Эта группа инвесторов в соответствии с российским законодательством называется *квалифицированными* инвесторами.

Нерациональный инвестор — инвестор, вкладывающий средства в ценные бумаги, не преследуя четко определенных целей.

Особое место на рынке ценных бумаг принадлежит государству, так как оно является не только эмитентом, но и крупнейшим инвестором, преследуя в этом качестве следующие стратегические цели:

- изменение формы собственности;
- стабилизацию рынка;
- получение дохода от вложенных средств в международные рынки;
- диверсификацию своих ресурсов и др.

Специализированные институциональные инвесторы, или институты контрактных сбережений, имеют излишек денежных средств для инвестиций, так как их деятельность состоит в привлечении, хранении и преумножении денежных средств своих клиентов. Целью их деятельности является получение дохода от владения ценными бумагами или от операций с ними.

Среди этой группы можно выделить три типа инвесторов, у которых:

- инвестиционная деятельность совмещается с основной;
- инвестиционная деятельность совмещается с профессиональной на рынке ценных бумаг;
- инвестиционная деятельность является *исключительной*, не совмещаемой с другими видами деятельности.

К первому типу инвесторов относятся финансовые посредники депозитного и контрактно-страхового класса, а именно:

- банки;
- страховые компании;
- пенсионные фонды.

Инвестиционная деятельность банков достаточно рискованна по следующим причинам:

- вкладчики, клиенты банков, рискуют не получить по первому требованию собственные средства, так как деньги могут быть вложены банком в высокодоходные бумаги с невысокой ликвидностью;

- в случае кратковременных, но значительных убытков на рынке ценных бумаг банк подвергается риску банкротства вследствие быстрого оттока клиентов;
- портфели ценных бумаг банков частично формируются из акций недавно созданных обществ, будущее которых неизвестно.

Несмотря на риски, коммерческие банки рассматривают инвестиционную деятельность как одну из важнейших. Интерес банков при покупке акций заключается не в получении дивидендов, а в возможности участия в качестве акционеров в управлении обществом. Присутствует и спекулятивный интерес, так как курс российских акций имеет устойчивую тенденцию к росту. Целью инвестирования средств в ценные бумаги у банков является также обеспечение ликвидности банковских операций. Коммерческие банки покупают государственные ценные бумаги, формируя таким образом ликвидный и надежный портфель ценных бумаг. Считается, что ссудные операции несут в себе значительный риск, поэтому определенная доля ресурсов банка должна находиться в форме ликвидных активов, в частности вложений в надежные ценные бумаги. В случае потребности в дополнительных кредитных ресурсах банк может получить их путем реализации ценных бумаг из портфеля, а при избытке кредитных ресурсов — обратить соответствующую их часть в высоколиквидные ценные бумаги.

Для страховых организаций инвестиционная деятельность является второй по значимости после основной. Значительную долю в их инвестиционных портфелях занимают ценные бумаги вследствие их надежности и доходности.

Негосударственные пенсионные фонды (НПФ) на западных финансовых рынках считаются крупнейшими инвестиционными институтами и управляют средствами, сопоставимыми с активами коммерческих банков. В России они занимают незначительную долю рынка, суммарная величина их активов намного ниже, чем у банков, но в перспективе они являются потенциальными конкурентами и могут занять значительное место на рынке ценных бумаг в качестве инвесторов.

К институтам, совмещающим инвестиционную деятельность с профессиональной на рынке ценных бумаг, относятся инвестиционные компании и банки[1], если они имеют соответствующую лицензию на

[1] Коммерческие банки попали в первую и вторую группу классификации специализированных институциональных инвесторов в силу своего особого статуса на рынке ценных бумаг, функционирующего по смешанной модели фондового рынка в РФ.

профессиональную деятельность. Эти инвесторы осуществляют свою инвестиционную деятельность на фондовом рынке в интересах своих клиентов.

Институтом, занимающимся исключительно финансовыми вложениями с целью получения дохода, выступает инвестиционный фонд. При небольшой активности в качестве инвесторов российских пенсионных фондов и страховых компаний фонды играют заметную роль в качестве институциональных инвесторов. Опыт развитых стран свидетельствует о том, что рост инвестиций в ценные бумаги связан со становлением инвестиционных фондов как индустрии коллективного инвестирования, обеспечивающего формирование единого крупного портфеля ценных бумаг на базе аккумуляции средств многих мелких инвесторов под управлением профессионального участника рынка ценных бумаг.

Таблица 4.4

Общие активы институциональных инвесторов на глобальном рынке

	1990	1995	2000	2003	2007	2009
Институциональные инвесторы, $ трлн	13,8	23,5	39	46,8	86,7	81,5
Страховые компании	4,9	9,1	10,1	13,5	20	20
Пенсионные фонды	3,8	6,7	13,5	15	30,4	29,5
Инвестиционные фонды	2,6	5,5	11,9	14	26,2	23
Хедж-фонды	0,03	0,1	0,41	0,8	2,5	1,6
Прочие	2,4	2,2	3,1	3,4	7,6	7,4
Институциональные инвесторы, % от ВВП	77,6	97,8	152,1	157,2	151	136
Страховые компании	27,8	37,8	39,4	45,4	34,8	33,4
Пенсионные фонды	21,2	27,8	52,6	50,4	53	49,2
Инвестиционные фонды (компании)	14,8	22,7	46,3	47,2	45,6	38,4
Хедж-фонды	0,1	0,4	1,6	2,7	4,4	2,7
Прочие	13,6	9,1	12,3	11,5	13,2	12,4

Источник: Global Financial Stability Report. IMF, Washington. P. 67 (www.imf.org) EFAMA, AIMA, ICI, IFSL. 2011.

В табл. 4.4 наглядно представлена возрастающая тенденция участия институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг.

Кроме статуса, как характерного признака классификации инвесторов, существует множество других критериев их классификации.

Так, в зависимости от целевых установок, инвесторы подразделяются на:

- стратегических;
- портфельных.

Стратегические инвесторы ставят целью возможность воздействия на функционирование эмитента, они работают прежде всего с акциями, чтобы стать собственниками, владеющими контрольным пакетом акций.

Портфельные инвесторы не осуществляют прямых инвестиций, а формируют инвестиционный портфель, получая доход от курсового роста стоимости ценных бумаг и текущий доход по ценным бумагам.

Важную роль играет разграничение инвесторов в зависимости от того, под юрисдикцией какой страны они находятся:

- резиденты — инвесторы, работающие на фондовом рынке своей страны;
- нерезиденты — являются иностранцами на фондовом рынке данной страны.

Присутствие нерезидентов в качестве инвесторов означает, с одной стороны, привлечение иностранных инвестиций, а с другой — увеличивает зависимость экономики страны от целей и поведения иностранных инвесторов.

Под *инфраструктурой рынка ценных бумаг* обычно понимают совокупность институтов и технологий, используемых на рынке для заключения и исполнения сделок с финансовыми инструментами.

Таким образом, инфраструктура рынка ценных бумаг (фондового рынка) создает организационную, технологическую и правовую среду для проведения сделок с финансовыми инструментами (ценными бумагами) и учета их результатов.

Институциональное строение инфраструктуры рынка ценных бумаг выражено в специализированных организациях, которые осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг (рис. 4.7) и вспомогательных институтов.

Прежде чем рассматривать функции профессиональных участников, следует определить роль вспомогательных институтов. Так, информационная система предполагает включение в нее информационных и рей-

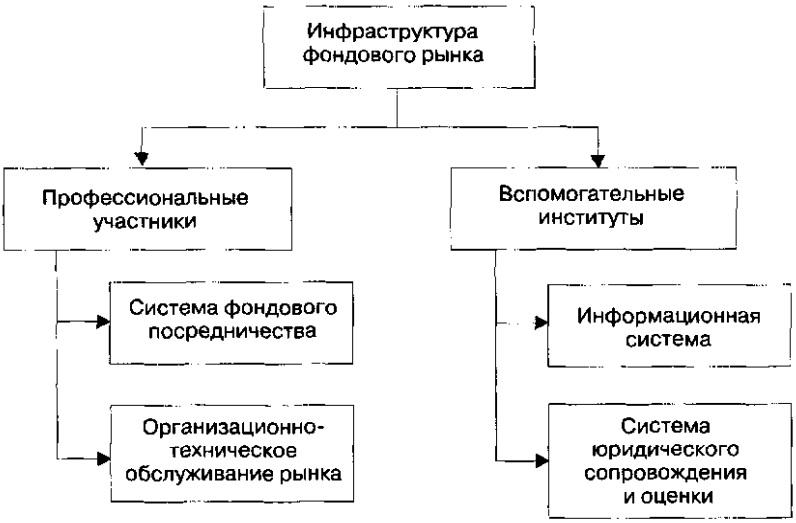

Рис. 4.7. Состав инфраструктуры рынка ценных бумаг

тинговых агенств, кредитных бюро и других подобных институтов. Это определено спецификой механизма ценообразования на фондовом рынке, который напрямую зависит от полноты и качества информации на торгуемые объекты.

Система юридического сопровождения и оценки предполагает использование услуг юридических и оценочных фирм, которые способствуют правовому оформлению и независимой рыночной оценке финансовых инструментов.

Российским законодательством профессиональные участники фондового рынка определены как «юридические лица, в том числе кредитные организации, которые осуществляют профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг». Содержание всех видов профессиональной деятельности определено Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»[1].

Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг представлена следующими видами:

- брокерская деятельность;
- дилерская деятельность;

[1] Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ. Ст. 2.

- деятельность по доверительному управлению ценными бумагами;
- клиринговая деятельность;
- депозитарная деятельность;
- деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг;
- деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

Указанные виды профессиональной деятельности на фондовом рынке подразделяются на (рис. 4.8):

- фондовое посредничество;
- организационно-техническое обслуживание операций с ценными бумагами.

В *систему фондового посредничества* входят профессионалы рынка ценных бумаг, которые сводят вместе покупателей и продавцов ценных бумаг. К ним относятся брокеры, дилеры и доверительные управляющие. Часто при наличии лицензий все или нескольких видов профессиональной деятельности, которые относятся к фондовому посредничеству, выполняются одной инвестиционной компанией или подразделением коммерческого банка.

Другое направление деятельности профессионалов связано с *организационно-техническим обслуживанием рынка ценных бумаг*, которое, в свою очередь, подразделяется на обеспечение процесса заключения сделок и процесса исполнения сделок. Обеспечением заключения сделок занимаются организации, осуществляющие деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг. Исполнение сделок обеспечивается работой учетной и расчетной систем инфраструктуры, которые занимаются определением взаимных обязательств субъектов фондового рынка (клиринг), расчетов по сделкам с ценными бумагами, депозитарными услугами, а также ведением реестров владельцев ценных бумаг. Таким образом, обеспечение процесса заключения сделок происходит в торговых системах рынка, которые могут быть биржевыми и внебиржевыми, а процесс исполнения сделок с ценными бумагами обслуживается двумя подсистемами инфраструктуры: учетной и расчетной.

Учетную систему составляют специализированные институты, которые производят учет прав и фиксацию перехода прав на ценные бумаги, это депозитарии и регистраторы. В расчетную систему рынка ценных бумаг включены как специализированные клиринговые организации фондового рынка, так и кредитные и банковские институты, основной функцией которых является осуществление денежных расчетов по сделкам.

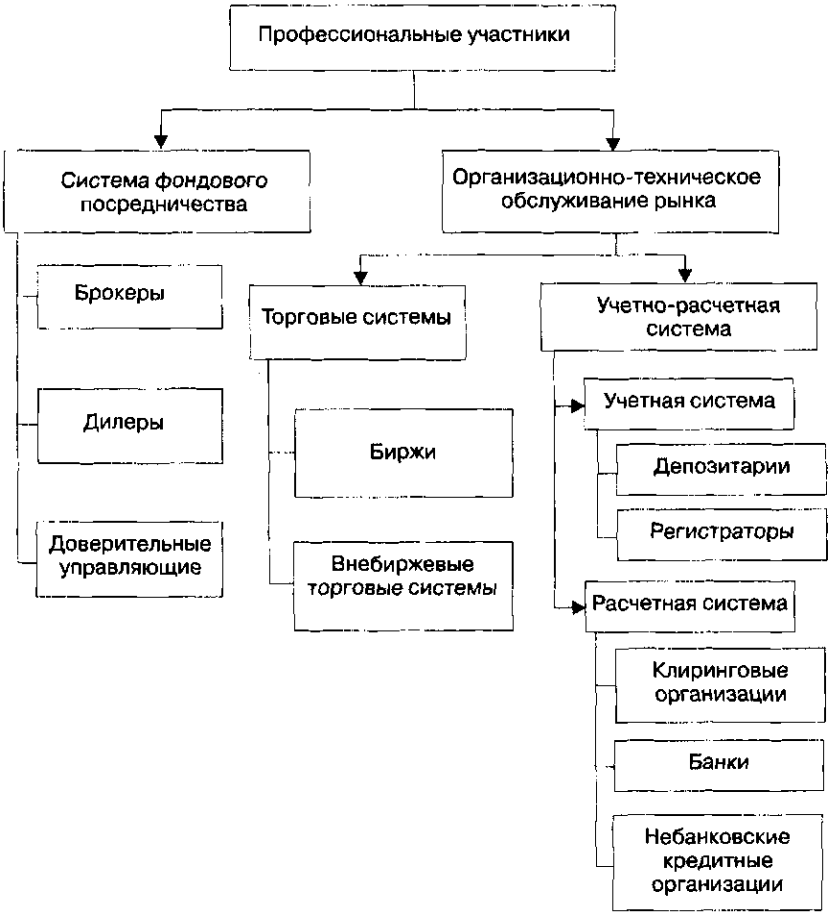

Рис. 4.8. Состав профессиональных участников рынка ценных бумаг

Для того чтобы понять предназначение инфраструктурных элементов (институтов) рынка ценных бумаг, необходимо определить специфику каждого направления профессиональной деятельности на рынке.

Фондовое посредничество включает брокерскую, дилерскую деятельность, деятельность по управлению ценными бумагами и инвестиционное консультирование.

Брокерской деятельностью признается деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами от имени и за

счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом. Таким образом, это деятельность, связанная с совершением гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера.

Брокером может быть только лицо, осуществляющее профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. В сферу его деятельности входит оказание услуг по консалтингу, размещению ценных бумаг на первичном и вторичном рынках, созданию и управлению инвестиционными фондами и т. п. Кроме того, полное брокерское обслуживание включает также консультации клиентов, предоставление им информации о ценных бумагах, эмитентах, конъюнктуре рынка. Брокер работает с клиентом по договору поручения (приобретение ценных бумаг) или комиссии (продажи бумаг).

Осуществляя сделки с ценными бумагами по поручению клиента, брокер получает комиссионные проценты от суммы сделки. Роль брокеров на рынке ценных бумаг достаточно высока, так как по своему положению на рынке, уровню квалификации сотрудников и доступу к информации именно они призваны помочь инвесторам в размещении денежных средств на финансовом рынке. Брокеру необходимо четко понимать цели своего клиента, вместе с клиентом определять риски, на которые готов пойти инвестор, хорошо знать доходность различных видов операций с финансовыми инструментами и использовать эти знания в интересах клиента, правильно сочетать потребности клиента и допустимый риск и т. д.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и продажи этих бумаг по объявленным ценам лицом, осуществляющим эту деятельность. Обычно дилерской деятельностью на рынке ценных бумаг занимаются крупные инвестиционные компании, имеющие в своем активе значительные денежные средства. Дилеры получают доход от разницы продажи и покупки определенного вида ценных бумаг, выполняют ценообразующую функцию и поддерживают ликвидность рынка, что является необходимым для стимулирования роста его капитализации.

Дилерская деятельность может совмещаться с брокерской, депозитарной и деятельностью по управлению ценными бумагами и совершением на рынке ценных бумаг фьючерсных, опционных и иных срочных сделок. Однако при сочетании этих видов деятельности профессио-

нальный участник обязан выполнять сделки прежде всего в интересах клиента.

Следующим видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, которая составляет фондовое посредничество, является *деятельность по управлению ценными бумагами* — осуществление управляющим от своего имени и за вознаграждение доверительного управления не принадлежащими ему:

- ценными бумагами;
- денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги;
- денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами.

Необходимо отметить, что управляющий при осуществлении своей деятельности обязан указывать на то, что он действует в качестве доверительного управляющего.

В функции фондовых посредников может входить и финансовое консультирование, причем проведение таких консультаций не требует специального разрешения (лицензии).

Организационно-техническая деятельность направлена на обслуживание участников рынка ценных бумаг и совершаемых операций с ценными бумагами. Эта деятельность придает рынку ценных бумаг цивилизованный, организованный характер и составляет основу инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Как уже было сказано ранее, к специфическим функциям организационно-технической деятельности относят, во-первых, организацию торговли ценных бумаг и, во-вторых, учетно-расчетную деятельность.

Деятельность по организации торговли — вид профессиональной деятельности, под которой признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка. Организаторов торговли следует делить на биржевые и внебиржевые торговые площадки, которые в совокупности составляют торговую систему фондового рынка.

Классическим организатором рынка ценных бумаг является фондовая биржа. Она считается механизмом, гарантирующим самую высокую ликвидность фондового рынка. Особенности организации и деятельности биржи определяют ее функции. Биржа:

- предоставляет место для заключения сделок с ценными бумагами;
- разрабатывает правила торгов и требования к ценным бумагам (листинг);

- обеспечивает выявление биржевой цены ценных бумаг;
- обеспечивает гласность и открытость торгов;
- дает гарантии исполнения сделок, проводимых на бирже;
- обеспечивает арбитраж в спорных вопросах.

Фондовые биржи могут совмещать свою организаторскую деятельность с клиринговой деятельностью.

Кроме бирж, организаторами торговли на фондовом рынке могут быть также саморегулируемые организации, которые являются добровольными объединениями профессиональных участников рынка ценных бумаг. Их главной целью является содействие цивилизованному развитию рынка.

Целью расчетно-учетной деятельности является определение взаимных обязательств контрагентов сделок, обеспечение выполнения этих обязательств и фиксация прав собственности на ценные бумаги, являющихся предметом сделки. Эту цель выполняют: расчетно-клиринговые организации, депозитарии и реестродержатели (регистраторы).

В расчетную систему инфраструктуры рынка ценных бумаг входят клиринговые и расчетные организации, которые непосредственно обеспечивают исполнение сделок с ценными бумагами (см. рис. 4.8).

Клиринговая деятельность — деятельность по определению взаимных обязательств субъектов фондового рынка, а именно: сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами, подготовка бухгалтерских документов по ним, их зачет по поставкам ценных бумаг и расчетам.

Клиринговые палаты организуются и как самостоятельные организации, и как структурные подразделения бирж. Повышение надежности клиринговой системы возможно при организации расчетной палаты как самостоятельного юридического лица, обслуживающего несколько бирж. Вторая форма организации клиринговых центров ограничивает их деятельность одной биржей и не побуждает к стандартизации правил осуществления клиринговой деятельности.

Расчетная палата выполняет две основные функции. Первая — проведение собственно расчетов по завершению биржевых торгов и регистрации зафиксированных сделок. Таким образом палата становится посредником между участниками сделок, выступая в роли продавца для каждого покупателя и покупателя для каждого продавца. Вторая важная функция расчетной палаты — управление рисками, так как она несет ответственность за невыполнение обязательств одной из сторон сделки.

Для управления рисками при расчетной палате создаются специальные гарантийные фонды, формируемые из вступительных взносов участников сделки. Минимальный размер специальных фондов расчетно-клиринговых организаций устанавливается ФСФР по согласованию с Центральным банком Российской Федерации.

На практике эти организации могут иметь такие названия, как Расчетная палата, Клиринговая палата, Клиринговый центр, Расчетный центр. В самом общем плане расчетно-клиринговая организация — это специализированная организация банковского типа, которая осуществляет расчетное обслуживание участников организованного рынка ценных бумаг. Ее главными целями являются:

- максимальное снижение издержек по расчетному обслуживанию участников рынка;
- сокращение времени расчетов;
- снижение до минимального уровня всех видов рисков, которые имеют место при расчетах.

Расчетно-клиринговая организация обычно существует в тех же юридических формах, что и коммерческие банки, но чаще — в форме акционерного общества закрытого типа; она должна иметь лицензию Центрального банка страны на право обслуживания всех видов расчетных операций на соответствующем рынке ценных бумаг.

Расчетно-клиринговая организация — это коммерческая организация, которая должна работать с прибылью. Ее уставный капитал образуется за счет взносов ее членов. Основные источники доходов складываются из:

- платы за регистрацию сделок;
- доходов от продажи информации;
- доходов от обращения денежных средств, находящихся в распоряжении организации;
- поступлений от продажи своих технологий расчетов, программного обеспечения;
- других доходов.

Следующей подсистемой инфраструктуры рынка ценных бумаг является *учетная система*, которая включает в себя специальные институты, занимающиеся учетом прав и перехода прав на ценные бумаги, а именно депозитарии и регистраторы (см. рис. 4.8).

Депозитарная деятельность как подвид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг — это оказание услуг по хранению серти-

фикатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на ценные бумаги. Депозитарные и клиринговые центры часто создаются как единые депозитарно-клиринговые системы на базе телекоммуникационных банковских и небанковских сетей. Примером российского депозитарно-клирингового центра служит ДКЦ ММВБ.

С целью защиты финансовых интересов инвесторов перед торгами ценные бумаги блокируются на счетах «депо» продавца, если бумаги депонированы в депозитарии, или по ним вносится гарантийное обеспечение (денежные средства). Гарантийный взнос обязателен и для покупателя.

Деятельностью по ведению реестров владельцев ценных бумаг в соответствии с российским законодательством признаются: сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг. Осуществление деятельности по ведению реестров не допускает ее совмещения с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Функции регистратора может выполнять или само акционерное общество-эмитент, или профессиональный участник рынка ценных бумаг на основании поручения эмитента. В случае если число владельцев акций превышает 50 человек, а облигаций свыше 500, держателем реестра должна быть независимая специализированная организация, являющаяся профессиональным участником рынка ценных бумаг и осуществляющая деятельность по ведению реестра. Регистратор имеет право делегировать часть своих функций по сбору информации, входящей в систему ведения реестра, другим регистраторам. Однако это передоверие функций не освобождает регистратора от ответственности перед эмитентом.

Таким образом, основная обязанность регистратора — своевременное предоставление реестра ценных бумаг эмитенту. Другая обязанность регистратора, тесно связанная с основной, состоит в ведении лицевых счетов владельцев ценных бумаг и номинальных держателей счетов, которые при бездокументарном выпуске удостоверяют право собственности на ценные бумаги. В деятельности регистратора, как правило, совмещаются две основные обязанности — составлять реестры для эмитента и учитывать права собственности инвесторов на ценные бумаги.

Вся профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг подлежит лицензированию, т. е. получению разрешения в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР)[1]. На конец 2011 г. на россий-

[1] Более подробно см. следующий раздел настоящей главы.

ском рынке ценных бумаг действовали профессиональные участники, представленные в табл. 4.5.

Таблица 4.5

Количество действующих лицензий на различные виды профессиональной деятельности на российском фондовом рынке[1]

Вид деятельности	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Брокерская	253	1392	1417	1418	1475	1346	1217	1084
Дилерская	125	1420	1414	1405	1470	1346	1201	1085
Управляющие	135	1024	1093	1154	1286	1202	1106	980
Клиринговые организации		9	9	10	13	13	13	11
Депозитарии	737	757	748	781	789	761	724	672
Регистраторы	79	82	74	65	59	50	48	40
Организаторы торговли	5	5	3	4	4	4	4	3
Фондовые биржи	6	7	6	5	5	5	4	4

Как видно из табл. 4.5, в настоящее время правила лицензирования фондовых посредников ужесточены, т. е. повышен норматив достаточности капитала и пр., что привело к значительному их сокращению.

4.5. Регулирование рынка ценных бумаг

Регулирование рынка ценных бумаг представляет собой механизм по приведению в соответствие с законом деятельности его участников, совершаемых ими операций со стороны организаций, уполномоченных на эти действия государством.

Регулирование рынка ценных бумаг преследует следующие основные цели:

- защиту прав инвесторов;
- обеспечение прозрачности и эффективности рынка и честных правил торговли;
- снижение уровня системного риска.

Защита прав инвесторов подразумевает их защищенность от всякого рода мошеничества, вводящих в заблуждение действий, включая инсайдерскую торговлю, торговлю с опережением своих клиентов. Самым важным методом защиты инвестора является полное раскрытие инфор-

[1] По данным ФСФР.

мации. В этом случае инвесторы могут лучше оценить потенциальные риски, защитить свои интересы. Ключевым моментом системы раскрытия информации выступает наличие признанных международных систем учета. Услуги финансовых посредников и организаторов торговли должны быть лицензированы. Соблюдение финансовыми посредниками требований к достаточности капитала также будет являться гарантией претензий клиентов в случае прекращения их деятельности. Кроме того, защита инвесторов требует наличия жесткой системы исполнения законов о ценных бумагах, включая системы наказания.

Обеспечение прозрачности и эффективности рынка и честных правил торговли состоит в лицензировании торговых систем, что также способствует поддержанию эффективности рынка ценных бумаг. Регулирование должно быть построено таким образом, чтобы обеспечивать равный доступ инвесторов к рынку и ценовой информации.

Снижение системного риска также должно быть построено на условиях эффективного управления им и контроля со стороны регулирующих органов за чрезмерно рискованными операциями. Одним из инструментов этого управления является поддержание требований к минимальной величине капитала. Таким образом, эти три цели тесно взаимосвязаны и взаимозависимы.

Регулирование рынка ценных бумаг можно представить как систему, состоящую из двух сегментов. Первый сегмент образует нормативно-правовое поле, обеспечивающее цивилизованное и непрерывное функционирование фондового рынка, а второй — включает в себя органы регулирования данного рынка. Через систему регулирования осуществляется поддержание взаимных интересов всех его участников в рамках действующего законодательства.

Нормативно-правовое обеспечение фондового рынка осуществляется посредством принятия и исполнения законов, норм и правил, определяющих статус финансовых инструментов как ценных бумаг, регулирующих поведение участников и защищающих их права, а также регламентирующих технику совершаемых операций на данном рынке.

К основным законодательным актам Российской Федерации, определяющим функционирование рынка ценных бумаг, относятся: Гражданский кодекс; Федеральные законы «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «О простом и переводном векселе» и др. Кроме законов нормативно-правовым обеспечением деятельности на рынке ценных бумаг являются Положения, инструкции, письма соответствующих органов регулирования рынка.

В настоящее время в России сформирован двухуровневый институциональный механизм регулирования рынка ценных бумаг, первым уровнем которого является государственное регулирование, а вторым — система саморегулирования рынка, представленная саморегулируемыми организациями.

Структура *органов государственного регулирования* российского рынка ценных бумаг имеет следующий вид:

- высшие органы государственной власти (Президент, Государственная дума, Правительство РФ),
- государственные органы регулирования министерского уровня (ФСФР, Минфин, ЦБ РФ, Федеральная антимонопольная служба (ФАС), Госкомимущество, Федеральная служба по налогам, Счетная палата).

Высшие органы государственной власти осуществляют общее (концептуальное) руководство развитием рынка ценных бумаг через органы регулирования министерского уровня (органы исполнительной власти), осуществляя подготовку и утверждение законов, указов и распоряжений в области ценных бумаг, проводят мониторинг их выполнения.

Органы государственной власти министерского уровня осуществляют регулирование рынка ценных бумаг путем нормотворческой деятельности, а также выполняют надзорную функцию за деятельностью участников на этом рынке.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем:

- установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и соблюдению официально утвержденных стандартов;
- лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссии и контроля за выполнением эмитентами их условий и предусмотренных в них обязательств;
- создания системы защиты прав владельцев ценных бумаг и контроля за соблюдением этих прав эмитентами и профессиональными участниками рынка;
- запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих на рынке ценных бумаг предпринимательскую деятельность без соответствующих лицензий.

Специализированным федеральным органом исполнительной власти в сфере рынка ценных бумаг является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), осуществляющим функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением банковской и аудиторской деятельности), в том числе по контролю и надзору в сфере страховой деятельности, кредитной кооперации и микрофинансовой деятельности, деятельности товарных бирж, биржевых посредников и биржевых брокеров, обеспечению государственного контроля за соблюдением требований законодательства Российской Федерации о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

ФСФР России была создана в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 9 марта 2004 г. № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» и действует на основании Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам, утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 29 августа 2011 г. № 717, и постановления Правительства Российской Федерации от 26 апреля 2011 г. № 326 «О некоторых вопросах деятельности федеральных органов исполнительной власти в сфере финансовых рынков». Руководство Федеральной службой по финансовым рынкам осуществляет Правительство Российской Федерации.

Ведомственный подход к регулированию финансового рынка предполагает пересечение и лоббирование интересов участников, что зачастую приводит к всевозможным злоупотреблениям. Следовательно, необходимо совершенствовать систему институционального регулирования рынка с учетом мирового опыта. Одним из таких подходов является создание мегарегулятора.

Вопрос о необходимости создания мегарегулятора финансовых рынков неоднократно обсуждался в России. Под мегарегулятором в современной практике понимается орган, регулирующий отношения в определенных сферах деятельности, например финансовой. В настоящее время единый мегарегулятор существует в Великобритании, Дании, Исландии, Японии, Корее, Норвегии, Швеции, Венгрии, Латвии и Эстонии.

Впервые идея создания мегарегулятора в России была предложена в конце 1999 г. в связи с фрагментарностью и непоследовательностью нормативно-правовой базы, небольшим размером рынков капитала, недостаточной независимостью органов регулирования, низкой оплатой труда и недостатком ресурсов. В Программе социально-экономического развития Российской Федерации на среднесрочную перспективу (2006–

2008 гг.)[1] указывалось, что в целях совершенствования системы регулирования финансового рынка необходимы повышение межведомственного взаимодействия и выработка единых подходов к регулированию финансового рынка, в том числе унификация требований к его участникам. Помимо этого, предполагалось рассмотреть вопрос о создании мегарегулятора. Но идея создания мегарегулятора на российском финансовом рынке, активно обсуждавшаяся в 2006–2007 гг., так и не была реализована.

Первый шаг к формированию мегарегулятора всего финансового рынка в нашей стране уже сделан: 4 марта 2011 г. был подписан указ Президента № 270 «О мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации», согласно которому Федеральная служба страхового надзора присоединяется к Федеральной службе по финансовым рынкам с одновременной передачей ФСФР функций по контролю и надзору в сфере страховой деятельности и с установлением определенных возможностей для этой службы, включая функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка, за исключением банковской и аудиторской деятельности.

Но помимо расширения сферы деятельности ФСФР в 2011 г. было осуществлено перераспределение полномочий между данной службой и Министерством финансов, в результате которого ее законотворческие функции были переданы Министерству в целях создания эффективного регулятора, вырабатывающего государственную политику в отношении финансовых рынков и отвечающего за ее реализацию, тогда как ФСФР должна была сосредоточиться в большей степени на контрольно-надзорных функциях. Но проведенная реформа усложнила работу ФСФР в качестве регулятора и создала дополнительные бюрократические препятствия для принятия нормативных актов, регулирующих деятельность участников финансового рынка. В связи с этим в декабре 2011 г. Президентом РФ в рамках перечня поручений по итогам заседания Международного консультативного совета по созданию и развитию международного финансового центра Правительству было указано на необходимость к 1 февраля 2012 г. представить предложения о расширении полномочий ФСФР по предотвращению правонарушений на финансовых рынках, защите интересов инвесторов, в том

[1] Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р.

числе в суде, а также о наделении ее правом разрабатывать и представлять в правительство проекты федеральных законов и иных нормативных правовых актов в сфере регулирования финансовых рынков. Так что в ближайшее время возможно возвращение нормотворческих функций ФСФР России на прежний уровень.

Усовершенствованию регулирования российского фондового рынка, будет способствовать дальнейшее расширение полномочий ФСФР России. Однако самого факта расширения полномочий ФСФР недостаточно, так как даже по уже имеющимся полномочиям возникают проблемы их применения, поэтому изменения в законодательстве должны быть направлены на формирование такой правоприменительной практики.

Второй уровень регулирования фондового рынка в Российской Федерации, как и во многих зарубежных странах, — это *саморегулируемые организации (СРО)*, устанавливающие для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности и стандарты проведения операций, необходимые для дополнения норм государственного регулирования, а также контролирующие их соблюдение. С развитием финансового рынка необходимо расширение функций СРО и повышение эффективности взаимодействия СРО и государственных органов.

Саморегулирование возникло как исторически первая форма регулирования рынка ценных бумаг, которое осуществлялось фондовыми биржами. В мировой практике саморегулирование рассматривается «как метод государственного регулирования, при котором правила и стандарты рынка ценных бумаг определяются фирмами, оперирующими на этом рынке, если иное не установлено федеральными агентствами»[1].

Основной целью саморегулирования на рынке ценных бумаг является регулирование отношений между отдельными его участниками на основе самоорганизации, т. е. без непосредственного вмешательства государства. Оперативное вмешательство государства заменяется нормативно-правовым регулированием и контролем за соблюдением законодательства саморегулируемыми организациями.

Саморегулирование можно рассматривать как процесс делегирования полномочий по регулированию рынка ценных бумаг от государственных структур к негосударственным. В этом случае государство отдает часть своих функций по надзору и регулированию рынка ценных бумаг профессиональным операторам рынка ценных бумаг, которые самостоятельно устанавливают для себя «правила игры» и осуществляют

[1] *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции // Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1997. С. 991.

контроль за их исполнением, предполагая, что этот контроль (по объему и качеству) значительно результативнее, чем надзорная деятельность, определенная рамками государства. При этом государство и общество достигают некоторых положительных результатов. Во-первых, сокращаются государственные расходы на регулирование и контроль за участниками рынка ценных бумаг. Во-вторых, повышается эффективность государственного управления за счет замены оперативного контроля за профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг на законодательное регулирование, за счет уменьшения управленческих связей, так как субъектами регулирования и контроля выступают саморегулируемые организации. В-третьих, формируется механизм предотвращения коррупции государственных чиновников, так как устраняется необходимость непосредственного взаимодействия профессиональных участников рынка ценных бумаг с чиновниками. Кроме того, наличие дисциплинарного принуждения со стороны саморегулируемой организации к своим членам позволяет оперативно наводить и поддерживать порядок на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемая организация — это не только определение общих правил игры или защита интересов инвесторов, это еще и обособленный рынок, доступ на который огражден требованиями к профессионализму и этике, объемам торговли и капитала.

Основные признаки саморегулируемой организации:

- добровольное объединение ее участников;
- наличие профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- цель — саморегулирование, установление формальных правил ведения бизнеса;
- отношения с государством, при котором оно передает саморегулирующей организации часть своих функций.

Среди саморегулируемых организаций рынка ценных бумаг можно выделить:

- СРО участников фондового рынка;
- СРО институциональных инвесторов;
- СРО НПФ.

При получении профессиональным объединением статуса саморегулируемой организации (СРО) основное внимание уделяется вопросам защиты интересов клиентов, обслуживаемых фирмами — членами СРО, а также этическим вопросам, лежащим в основе конкуренции на рынке. Решения органов управления СРО становятся обязательными для всех членов организации. Невыполнение этих решений может

привести к применению дисциплинарных мер, вплоть до исключения. Необходимо отметить, что обязательность выполнения предписаний СРО строится на соглашении с членом организации, а не на требованиях гражданского законодательства.

Исходный пункт деятельности саморегулируемых организаций — заинтересованность участников этих организаций в становлении цивилизованных отношений на рынке ценных бумаг.

В большинстве стран санкции, применяемые СРО, более строги и действенны, чем санкции государственных органов. Такого рода внутренний самоконтроль рынка стабилизирует его и уменьшает питательную среду для различного рода нарушений. Появление саморегулируемых организаций на российском рынке ценных бумаг должно способствовать привлечению иностранных инвестиций, удержанию в стране частных капиталов, обеспечению успешного проведения крупных эмиссий, созданию необходимых условий для роста капитализации рынка.

В соответствии с российским законодательством «саморегулируемыми организациями признаются предпринимательские ассоциации, добровольные объединения, устанавливающие для своих членов формальные правила в ведении бизнеса»[1]. Саморегулируемые организации являются некоммерческими организациями, создаваемыми на основе членства.

Саморегулируемые организации близки по своему характеру к публично-правовым образованиям. Они создаются для защиты интересов неопределенного круга лиц, например: «...для защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации»[2].

Целью деятельности саморегулируемой организации является обеспечение условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

В настоящее время в России реально функционируют следующие саморегулируемые организации, зарегистрированные в ФСФР (рис. 4.9).

---

[1] Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (с изм.). Ст. 48.

[2] Там же.

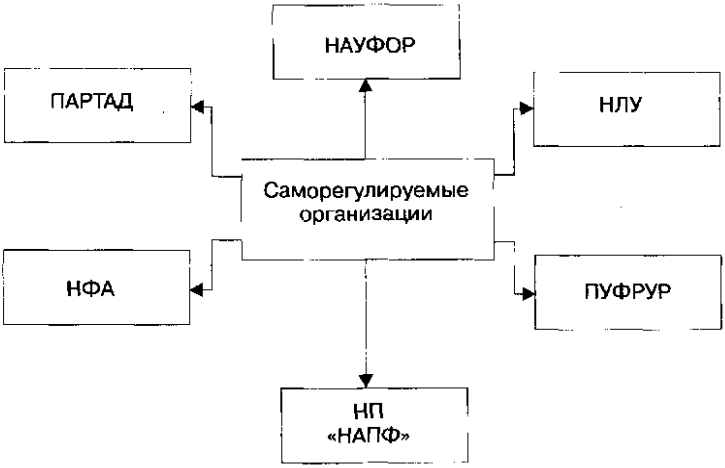

Рис. 4.9. Саморегулируемые организации, действующие в России

НАУФОР — национальная ассоциация участников фондового рынка объединяет компании, имеющие лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг. Целями и задачами ассоциации являются развитие и совершенствование системы регулирования рынка ценных бумаг, обеспечение условий деятельности членов НАУФОР, установление правил и стандартов деятельности членов НАУФОР и контроль за их соблюдением, осуществление мониторинга деятельности своих членов, принятие мер к урегулированию конфликтов.

ПАРТАД — профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев. ПАРТАД устанавливает правила и стандарты деятельности по учету прав собственности на ценные бумаги, соблюдение которых обеспечивает качество работы членов Ассоциации на рынке ценных бумаг. Стандарты профессиональной деятельности регистраторов, депозитариев и клиринговых организаций регулярно обновляются и служат основой для внесения изменений в нормативные акты ФСФР.

НФА — национальная фондовая ассоциация, членами которой являются преимущественно кредитные организации. Она ведет ряд важных проектов по развитию рынка, в первую очередь в части развития системы рефинансирования и РЕПО, является ассоциированным членом и представляет российских участников в самой авторитетной Международной ассоциации рынков капитала (*ICMA*) и в Европейской федерации финансовых рынков.

НЛУ — национальная лига управляющих, целями деятельности которой являются: развитие законодательства и совершенствование системы регулирования деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами и иных форм коллективных инвестиций; развитие и совершенствование правил и стандартов осуществления деятельности по управлению активами; контроль за соблюдением членами правил и стандартов осуществления деятельности по управлению активами; контроль за исполнением членами законодательства РФ о защите прав и законных интересов клиентов членов; представление интересов управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов во взаимоотношениях с органами государственной власти и управления и третьими сторонами; повышение профессиональной квалификации должностных лиц и специалистов организаций-членов.

ПУФРУР — некоммерческое партнерство профессиональных участников фондового рынка Уральского региона.

НП «НАПФ» — некоммерческое партнерство «Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов», было учреждено в целях обеспечения благоприятных условий деятельности членов Партнерства, защиты интересов членов Партнерства, вкладчиков, участников и застрахованных лиц, установления правил и стандартов деятельности, обеспечивающих эффективность работы членов Партнерства.

В настоящее время, когда российский рынок ценных бумаг включен в глобальный финансовый рынок, возникают новые требования к содержанию финансового регулирования. Стало очевидно, что задача регуляторов состоит не в том, чтобы формулировать правила поведения для разных типов участников, а в решении более общих задач по обеспечению стабильности финансового рынка и ограничению системных рисков.

4.6. Современные тенденции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации

Россия уже давно интегрирована в мировую экономику и занимает определенное место в международном разделении труда. Соответственно, тенденции в мировой экономике и на мировых рынках оказывают значительное влияние на российскую экономику. Российский финансовый рынок относится пока к категории развивающихся (формирующихся)

рынков (*emerging markets*), и перспективы его развития зависят как от общемировых тенденций, так и от экономической стратегии Правительства и ЦБ РФ, которые определяют развитие экономики России.

События последних лет показали, что российский рынок ценных бумаг по степени интегрированности в мировое финансовое сообщество уже является частью мирового рынка. Соответственно, наш рынок испытывает на себе в той или иной степени все основные тенденции развития, которые отмечаются на мировых фондовых рынках.

Основными тенденциями развития современного рынка ценных бумаг в странах с развитыми рыночными отношениями на нынешнем этапе являются:

- концентрация и централизация капиталов;
- интернационализация и глобализация рынка;
- повышение уровня организованности и усиление государственного контроля;
- компьютеризация рынка ценных бумаг;
- нововведения на рынке;
- секьюритизация.

Тенденция к концентрации и централизации капиталов имеет два аспекта по отношению к рынку ценных бумаг. Здесь речь идет о процессах, которые свойственны данному рынку, как и любому другому рынку. С одной стороны, на рынок привлекаются все новые участники, для которых данная деятельность является основной, профессиональной, а с другой — идет процесс выделения крупных, ведущих профессионалов рынка на основе как увеличения их собственных капиталов (концентрация капитала), так и путем их слияния в еще более крупные структуры рынка ценных бумаг (централизация капитала). В результате на фондовом рынке появляются крупные торговые системы типа НАСДАК и РТС в РФ, а также несколько наиболее известных фондовых компаний, которые обслуживают значительную долю всех операций на рынке.

Кроме того, на рынок ценных бумаг притекает все больше свободных капиталов экономической системы, которые здесь эффективно перераспределяются.

Интернационализация рынка ценных бумаг означает, что национальный капитал переходит границы стран, формируется мировой фондовый рынок, по отношению к которому национальные рынки становятся базовыми. Инвестор из любой страны получает возможность вкладывать свободные средства в ценные бумаги, обращающиеся в других странах.

Рынок ценных бумаг принимает глобальный, всемирный характер. Национальные рынки ценных бумаг становятся частью глобального мирового рынка ценных бумаг. Торговля на таком глобальном рынке ведется непрерывно и повсеместно.

Надежность рынка ценных бумаг и степень доверия к нему со стороны инвесторов тесно связаны с повышением уровня самоорганизованности рынка и усилением государственного контроля за ним. Масштабы и значение рынка ценных бумаг таковы, что его сбои и кризисы прямо ведут к разрушению всех экономических процессов и процесса воспроизводства вообще. Государство не должно допускать, чтобы доверие к этому рынку было подорвано и граждане, вложившие свои сбережения в ценные бумаги своей страны или любой другой, вдруг потеряли их в результате каких-либо катаклизмов или мошенничества. Все участники рынка имеют прямую заинтересованность в том, чтобы рынок был правильно организован и четко контролировался со стороны государства и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка.

В то же время основанием данной тенденции в развитии современного рынка ценных бумаг является фискальная причина. Усиление организованности рынка и контроля за ним позволяет каждому государству увеличивать свою налогооблагаемую базу и размер налоговых поступлений в бюджет от участников рынка. Одновременно перекрываются возможности для «отмывания» денег, полученных от незаконных видов деятельности.

Компьютеризация рынка ценных бумаг — результат широчайшего внедрения компьютеров во все области человеческой жизни. Без компьютеризации рынок ценных бумаг в своих современных формах и размерах был бы невозможен. Она позволила совершить революцию как в обслуживании рынка, прежде всего через современные системы быстродействующих расчетов для участников рынка и между ними, так и в способах торговли. Компьютеризация составляет фундамент для нововведений на рынке ценных бумаг. Эти нововведения представлены:

- новыми финансовыми инструментами;
- новыми системами торговли;
- новыми элементами инфраструктуры рынка ценных бумаг;
- новыми технологиями и т. д.

Новыми финансовыми инструментами рынка ценных бумаг являются производные финансовые инструменты, структурированные финансовые инструменты, новые ценные бумаги.

Новые торговые системы — это электронные торговые системы, позволяющие торговать в режиме реального времени без участия посредников, без непосредственного контакта между покупателями и продавцами.

Новая инфраструктура рынка — тенденция перехода денежных средств из традиционных форм (сбережения в виде депозитов, вложения в валюту и т. д.) в форму ценных бумаг; тенденция превращения все большей массы капитала в форму ценных бумаг; тенденция перехода одних форм ценных бумаг в другие, более доступные для широкого круга инвесторов.

Перечисленные тенденции в развитии современного рынка ценных бумаг не являются исчерпывающими. Российский рынок следует мировому вектору в своем развитии и отражает все современные тенденции, присущие развитым рынкам[1].

Литература

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ. Часть вторая от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ.
2. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 г. № 145-ФЗ.
3. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ.
4. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ.
5. Федеральный закон «О противодействии легализации (отмыванию) средств, полученных преступным путем и финансированию терроризма» от 07.08.2001 г. № 115-ФЗ.
6. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов» от 05.03.1999 г. № 46-ФЗ.
7. Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. № 156-ФЗ.
8. Федеральный закон «О простом и переводном векселе» от 11.03.1997 г. № 48-ФЗ.
9. Федеральный закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16.07.1998 г. № 102-ФЗ.

[1] С более подробным материалом на эту тему можно ознакомиться, используя литературу, предложенную к изучению.

10. Федеральный закон «Об ипотечных ценных бумагах» от 11.11.2003 г. № 152-ФЗ.
11. Федеральный закон Российской Федерации «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты РФ» от 27.07.2010 г. № 224-ФЗ.
12. Положение об особенностях и ограничениях совмещения брокерской, дилерской деятельности и деятельности по доверительному управлению ценными бумагами с операциями по централизованному клирингу, депозитарному и расчетному обслуживанию (утв. Постановлением ФКЦБ России от 20.01.1998 г. № 3).
13. Положение о лицензионных требованиях и условиях осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (утв. Приказом ФСФР России от 2007.2010 г. № 10-49/пз-н).
14. Нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов (утв. Приказом ФСФР России от 24.05.2011 г. № 11-23/пз-н).
15. Правила осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок) (утв. Приказом ФСФР РФ от 07.03.2006 г. № 06-24/пз-н).
16. Правила осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации (утв. Постановлением ФКЦБ России от 11.10.1999 г. № 9).
17. Требования к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении операций с денежными средствами клиентов брокера (утв. Приказом ФСФР России от 05.04.2011 г. № 11-7/пз-н).
18. Порядок осуществления деятельности по управлению ценными бумагами (утв. приказом ФСФР России от 03.04.2007 г. № 07-37/пз-н).
19. Положение о регистрации правил доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и изменений и дополнений в них (утв. Приказом ФСФР России от 21.12.2006 г. № 06-154/пз-н).
20. Положение о клиринговой деятельности на рынке ценных бумаг в РФ (утв. Постановлением ФКЦБ России от 14.08.2002 г. № 32/ПС).

21. Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг (утв. Приказом ФСФР России от 28.12.2010 г. № 10-78/пз-н).
22. Приказ ФСФР от 25.01.2007 г. № 07-4/пз-н «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг».
23. Положение о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами (утв. Приказом ФСФР России от 18.03.2008 г. № 08-12/пз-н).
24. Положение «О сберегательных и депозитных сертификатах кредитных организаций» (от 29.11.2000 г. № 857-У).
25. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 гг. (утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 01.06.2006 г. № 793-р).
26. *Галанов В. А.* Рынок ценных бумаг. М.: Инфра-М, 2010.
27. *Гитман Лоренс Дж., Джонк Майкл Д.* Основы инвестирования: Пер. с англ. М.: Дело, 1997.
28. *Буренин А. Н.* Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. М.: Научно-техническое общество имени акад. С. И. Вавилова, 2009.
29. *Килячков А. А., Чалдаева Л. А.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М.: Юрайт, 2010.
30. *Миркин Я. М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011.
31. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции // Пер. с англ. М.: Инфра-М, 1997.
32. McKinsey Global Institute; World Federation of Exchanges, BIS, Bankscope, IMF. 2011.
33. Global Financial Stability Report. IMF, Washington. P. 67 (www.imf.org) EFAMA, AIMA, ICI, IFSL. 2011.

Глава 5
РЫНОК СТРАХОВАНИЯ

5.1. Сущность страхования, его формы и виды

Страхование — это *отношения* по защите интересов физических и юридических лиц Российской Федерации, субъектов Российской Федерации и муниципальных образований при наступлении определенных страховых случаев за счет денежных фондов, формируемых страховщиками из уплаченных страхователями страховых премий, а также за счет иных средств страховщиков[1].

Отношения между страхователем и страховщиком, называемые страховыми, возникают в связи с существованием у страхователя страхового интереса к объекту страхования и его сохранности, а у страховщика — в получении дохода и обеспечении страховой защиты. Предпосылкой возникновения страховых отношений служит страховой риск.

Как экономическую категорию страхование можно представить в виде системы экономических отношений, включающей совокупность форм и методов формирования целевых фондов денежных средств и их использования для возмещения ущерба при различных непредвиденных неблагоприятных обстоятельствах, а также для оказания помощи гражданам при наступлении определенных событий в их жизни. Страхование выступает, с одной стороны, средством защиты бизнеса и благосостояния людей, а с другой — *видом деятельности*, приносящим доход. Источниками прибыли страховых компаний служат доходы от основной и от инвестиционной деятельности.

Сущность страхования состоит в формировании определенного денежного фонда и его перераспределении во времени и пространстве

[1] Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 27 ноября 1992 г. П. 1 ст. 2.

с целью возмещения возможного ущерба его участникам в случае наступления страхового случая.

В течение года или достаточно продолжительного времени число получателей возмещения из страхового фонда за понесенный ущерб обычно меньше числа страхователей. Поэтому страховщик имеет возможность возмещать полностью или частично, в зависимости от условий страхования, убытки тем участникам страховых отношений, которые эти убытки понесли. Таким образом, чем больше страхователей привлечено к данному виду страхования, тем, естественно, будет меньше сумма взносов каждого страхователя — участника фонда, поскольку в формировании фонда участвуют все страхователи, а возмещение ущерба производится только пострадавшим. Сумма возмещения убытков отдельного страхователя обычно во много раз превышает уплаченные им страховые взносы.

Таким образом, экономическая сущность страхования заключается в том, что убытки раскладываются на многих страхователей — участников фонда и их взносы сравнительно необременительны для каждого из них.

Для удовлетворения потребностей в страховой защите и создания единой взаимосвязанной системы становится необходимой классификация страхования.

Под *классификацией страхования* понимают деление страхования на отрасли, подотрасли и виды, которые являются звеньями классификации страхования. Все звенья классификации располагаются так, что каждое последующее звено является частью предыдущего. За высшее звено принята отрасль, среднее — подотрасль, низшее — вид страхования.

В страховом законодательстве России[1] выделяются две отрасли страхования (*личное* и *имущественное*) и 22 лицензируемых вида страховой деятельности (рис. 5.1 и табл. 5.1). Однако, на наш взгляд, *страхование ответственности* следует выделить в отдельную отрасль, поскольку оно имеет достаточно много характерных особенностей, которые отличают его от страхования имущества:

- *во-первых*, это различия в подходах к установлению страховой суммы: в отличие от страхования имущества, при котором страховая сумма определяется действительной стоимостью имущества либо ее частью,

[1] Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 27 ноября 1992 г. II. 1 ст. 2.

при страховании ответственности размер страховой суммы определяется сторонами договора страхования по их усмотрению;

- *во-вторых*, это различия в порядке определения круга лиц, в пользу которых может быть заключен договор страхования: при заключении договора страхования имущества определяется конкретный получатель страхового возмещения, который указывается в договоре страхования, а при страховании ответственности договор заключается в пользу третьих лиц, так как заранее неизвестно, кому именно может быть причинен вред страхователем.

Таким образом, целесообразно выделять не две, а три отрасли страхования.



Рис. 5.1. Классификация страхования по объектам страхования (отраслевая классификация)

Вид страхования как часть отрасли характеризуется страхованием однородных имущественных интересов и выражает конкретные интересы страхователей. Именно вид страхования предоставляют страховщики страхователю.

Основными видами личного страхования являются: индивидуальное страхование от несчастных случаев; коллективное страхование от несчастных случаев; страхование детей от несчастных случаев; смешанное страхование жизни; страхование аннуитета; обязательное медицинское страхование; добровольное медицинское страхование и др.

Таблица 5.1

Классификация страхования лицензируемых видов страхования в РФ

Отрасли страхования	Виды страховой деятельности
Личное страхование	1. Страхование жизни на случай смерти, дожития до определенного возраста или срока либо наступления иного события 2. Пенсионное страхование 3. Страхование жизни с условием периодических выплат (ренты, аннуитетов) 4. Страхование от несчастных случаев и болезней 5. Медицинское страхование
Имущественное страхование	6. Страхование наземного транспорта (за исключением ж/д транспорта) 7. Страхование средств железнодорожного транспорта 8. Страхование средств воздушного транспорта 9. Страхование средств водного транспорта 10. Страхование грузов 11. Сельскохозяйственное страхование 12. Страхование имущества юридических лиц, за исключение средств транспорта и сельскохозяйственного страхования 13. Страхование имущества граждан, за исключением средств транспорта 14. Страхование гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств 15. Страхование гражданской ответственности владельцев воздушного транспорта 16. Страхование гражданской ответственности владельцев водного транспорта 17. Страхование гражданской ответственности организаций, эксплуатирующих опасные объекты 18. Страхование гражданской ответственности за причинение вреда вследствие недостатков товаров, работ, услуг 19. Страхование гражданской ответственности за причинение вреда третьим лицам 20. Страхование гражданской ответственности за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств по договору 21. Страхование предпринимательских рисков 22. Страхование финансовых рисков

Объектом личного страхования являются жизнь, здоровье и трудоспособность граждан, оказание им медицинских услуг. Объект страхования жизни составляет дожитие граждан до определенного возраста или срока страхования.

Основными видами имущественного страхования являются: страхование средств водного транспорта; страхование средств воздушного транспорта; страхование средств наземного транспорта; страхование средств железнодорожного транспорта; страхование сельскохозяйственных животных; страхование сельскохозяйственных культур; страхование имущества юридических лиц (за исключением транспортного и сельскохозяйственного страхования); страхование имущества граждан (за исключением транспортных средств); страхование инвестиций; страхование депозитов и др.

Объектом страхования имущества являются материальные ценности (владение, пользование и распоряжение имуществом).

Основными видами страхования ответственности являются: ОСАГО (обязательное страхование ответственности владельцев автотранспортных средств); страхование гражданской ответственности за неисполнение обязательств; страхование гражданской ответственности перевозчика; страхование профессиональной ответственности врачей; страхование профессиональной ответственности аудиторов; страхование задолженности кредиторам и др.

Объектом страхования ответственности является материальный или иной ущерб, если он был нанесен другим лицам.

Все звенья отраслевой классификации охватывают *две формы* страхования — *обязательное* и *добровольное*, каждая из которых строится на определенных принципах (табл. 5.2).

Таблица 5.2

Основополагающие принципы формального распределения страхования по формам[1]

Принципы обязательного страхования	Принципы добровольного страхования
Законодательное регламентирование на основе соответствующего закона	Законодательное регулирование на основе договора и правил страхования
Начало страхования не всегда зависит от поданного заявления	Любой охват страховых объектов (сплошной, выборочный)

[1] *Гомеля В. Б.* Страхование: Учебное пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Маркет ДС, 2006. С. 206.

Принципы обязательного страхования	Принципы добровольного страхования
Страхование не всегда зависит от уплаты страховых премий	Зависимость страхового обеспечения от желания и платежеспособности потребителя
Бессрочность страхования	Договор заключается на определенный срок страхования
Нормирование страховых выплат законодательными актами	Присутствие страхового интереса
Сплошной охват страховых объектов, указанных в законе	Начало страхового отношения предваряется заявлением потенциального потребителя и обязательностью уплаты им страховых премий
Независимость страхового обеспечения от желания и платежеспособности потребителя	Прекращение действия страхования в результате неуплаты страховых премий

Инициатором обязательного страхования является государство, которое на законодательной основе обязывает страхователей заключить страховой договор. В страховых продуктах, реализуемых на добровольной основе, инициатором выступают любые заинтересованные в страховании лица — страхователи.

5.2. Рынок страховых услуг, его структура и функции

Современный страховой рынок — это совокупность денежных отношений между страховщиком и страхователем по поводу удовлетворения потребностей страхователя, во-первых, в страховой защите при наступлении страховых случаев и, во-вторых, как в сбережениях, так и в удовлетворении потребностей страховщика в капитализации страхового фонда и получении дохода.

Страховой рынок представляет собой сложную развивающуюся интегрированную систему.

По охвату деятельности страховой рынок подразделяется на международный и национальный, который, в свою очередь, подразделяется на региональный и окружной.

Региональный страховой рынок — это рынок области, республики, района. *Национальный страховой рынок* представляет собой совокупность региональных рынков всей страны, а *международный страховой рынок* — это наднациональная страховая и перестраховочная деятельность в масштабах мирового хозяйства.

По форме организации можно говорить о рынках *обязательного* и *добровольного страхования*.

Обязательное страхование осуществляется на основе требований законодательства страны в рамках установленного перечня и условий страхования. Добровольное — по взаимной договоренности страховщика и страхователя. При этом виды и условия страхования определяются самими страховщиками исходя из возможностей, спроса на страховые продукты при соблюдении действующего законодательства[1].

По форме заключения сделок страховой рынок разделяют на рынок *коллективного и индивидуального страхования*.

Коллективное страхование — это заключение контракта с определенным количеством страхователей. Индивидуальное страхование — заключение контракта с конкретным страхователем.

В соответствии с отраслевым признаком страховой рынок включает два крупных сегмента — *личное страхование* и *имущественное страхование*. В свою очередь каждый из них делится на более мелкие, производные сегменты страхового рынка

По продуктовому признаку страховой рынок подразделяется на рынок по реализации традиционных и нетрадиционных, стандартизированных (коробочных) и нестандартизированных, простых и сложных (комплексных) продуктов.

Традиционные страховые продукты — это природные (родовые) страховые продукты страховой компании. Нетрадиционные продукты могут реализовываться и другими финансовыми посредниками.

Стандартизированные страховые продукты — это типовые варианты страховых контрактов, а персонализированные — индивидуализированные продукты, учитывающие потребности конкретного клиента.

Комплексные страховые продукты (в отличие от простых) совмещают в одном контракте несколько видов страхования или могут быть нацелены на удовлетворение нескольких потребностей одного вида.

Страхование в рыночной экономике выполняет следующие специфические функции, выражающие общественное назначение данной категории: рисковую, предупредительную, сберегательную, инвестиционную, социальную и контрольную.

Страховой риск непосредственно связан с главным назначением страхования по оказанию денежной помощи пострадавшим хозяйствам или гражданам, поэтому данная функция является главной. В этом слу-

[1] *Грищенко Н. Б.* Основы страховой деятельности: Учебное пособие. М.: Финансы и статистика, 2008.

чае происходит перераспределение денежных ресурсов между участниками страховых отношений при наступлении определенного страхового случая.

Предупредительная функция направлена на финансирование за счет части средств страхового фонда мероприятий по уменьшению страхового риска.

Инвестиционная функция состоит в том, что за счет временно свободных средств страховых фондов происходит финансирование экономики. Страховые компании накапливают большие суммы денежных средств, которые предназначены на возмещение ущерба, но до тех пор, пока не наступил страховой случай, они могут быть временно инвестированы в различные ценные бумаги, недвижимость и т. д. Эта деятельность страховых организаций находится под контролем государства.

Социальная функция связана с оказанием материальной помощи застрахованным лицам в случае расстройства здоровья, утраты трудоспособности в результате заболеваний или несчастных случаев. За счет обязательного или добровольного медицинского страхования финансируются медицинские расходы на лечение и восстановление здоровья застрахованных лиц. Страхование также может обеспечить компенсацию утраченных доходов в связи с заболеванием, инвалидностью страхователя.

Сберегательная функция заключается в том, что при помощи страхования сберегаются денежные суммы на дожития. Эта функция связана с накоплением денежных сумм по договорам личного страхования.

Контрольная функция страхования заключается в строго целевом формировании и использовании средств страхового фонда. Эта функция вытекает из вышеназванных функций и проявляется одновременно с ними в конкретных страховых отношениях. В соответствии с контрольной функцией на основании законодательных и инструктивных документов осуществляется финансовый контроль за правильным проведением страховых операций. Кроме этого, контрольная функция реализуется при установлении факта страхового случая и связанных с этим рисковых обстоятельств и обеспечивается условиями заключения договора страхования с привлечением экспертов и компетентных органов в вопросах страховой экспертизы.

Исходя из перечисленных функций, можно сделать вывод, что основными целями развития страхования являются разработка и реализация мер по удовлетворению потребностей в страховой защите государства, предприятия и граждан.

Помимо специфических функций страховой рынок выполняет следующие общерыночные функции: ценообразующую, информационную, регулирующую, посредническую и санирующую. Охарактеризуем общерыночные функции страхового рынка.

Ценообразующая функция. В результате взаимодействия спроса и предложения на страховые продукты формируется их рыночная цена, которая представляет собой своего рода итог, баланс сопоставления затрат страховщика и полезности (ценности) данного продукта для страхователя. В основе цены страховщика лежат издержки производства, в основе цены страхователя — полезность данного продукта.

Цена страхового продукта определяется, с одной стороны, потребностями страховщика (цена предложения), а с другой — полезностью страхового продукта для страхователя (цена спроса). Уровень цены предложения зависит от величины расходов на ведение дела, качества инвестиционной деятельности, от нормы рентабельности, убыточности, т. е. от состояния дел у страховой компании. Последняя, предлагая свой продукт, должна доказать потенциальному страхователю экономическую целесообразность его приобретения. Это цена спроса. В результате взаимодействия цены предложения и цены спроса складывается реальная рыночная цена страхового продукта, которая находит выражение в страховом тарифе, доступном для потребителей страхового продукта.

Страховые тарифы по видам обязательного страхования устанавливаются в соответствии с федеральными законами о конкретных видах обязательного страхования. По договорам добровольного страхования страховые тарифы устанавливаются по соглашению сторон. Кроме того, тарифные ставки связаны с объемом страховой ответственности (т. е. чем выше ответственность по сделке, тем выше тариф, и наоборот). Завышение тарифов приводит к перераспределению через страховой фонд излишних средств, а их занижение, напротив, ведет к образованию дефицита финансовых ресурсов в страховом фонде и к невыполнению страховщиком своих обязательств перед страхователями.

Информационная функция. Концентрируемая страховым рынком информация позволяет каждому участнику хозяйственной деятельности сверить собственное положение с рыночной конъюнктурой, приспосабливая к запросам рынка свои расчеты и действия. Эффективность страхового рынка обусловливается его информационной прозрачностью, поэтому в современных компаниях информация организована в виде баз данных страхователей. При необходимости сведения из баз данных объединяются. В базе данных страхователей страхового продукта со-

держатся наименование лица (юридического или физического), адрес, история покупки и все необходимые сведения по каждому страхователю. Компания проводит оценку своих клиентов по таким критериям, как дата последней покупки, частота покупок, их стоимость. Предложение направляется только тем, кто набирает достаточно высокий балл. Помимо экономии почтовых расходов такой подход обеспечивает и двузначный процент откликов[1].

Регулирующую функцию страховой рынок выполняет при условии существования конкуренции, которая стимулирует страховщика к поиску новых потенциальных клиентов, к совершенствованию методов и форм страхового обслуживания. В то же время, являясь регулятором хозяйственной жизни, страховой рынок не всегда обеспечивает соблюдение интересов общества. Для поддержания баланса интересов нужен контроль за деятельностью страховых компаний. Его осуществляет Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). Цели ФСФР состоят в соблюдении требований законодательства, эффективном развитии страхового рынка, защите интересов страховщика и страхователей и иных заинтересованных лиц, а также государства. Задачей данного ведомства на основе гласности, законности и организационного единства является, с одной стороны, проведение единой государственной политики в сфере страхования, а с другой — установление принципов, механизмов страхования, обеспечивающих экономическую безопасность граждан и хозяйствующих субъектов на территории Российской Федерации.

Посредническая функция позволяет страховщику и страхователю найти друг друга, заключить наиболее выгодный вариант купли-продажи страхового продукта. В условиях развитой рыночной экономики страхователь имеет возможность выбора оптимального страховщика. Страховщик со своих позиций стремится найти и заключить сделку с наиболее устраивающим его страхователем. Посредническая функция развивается благодаря посредникам первого уровня (генеральным страховым агентам), а также их агентам, действующим от их имени и в рамках установленных им полномочий. Многоуровневое посредничество на страховом рынке наиболее характерно для рынка США.

Санирующая функция проявляется в «естественном отборе» участников страхового рынка. В результате конкуренции рынок «очищает» экономику от неэффективно функционирующих страховых компаний.

---

[1] *Котлер Ф., Келлер К. Л.* Маркетинг менеджмент. 12-е изд. СПб.: Питер, 2007. С. 98.

Вследствие этого меняется институциональная структура страхового рынка, непрерывно повышается уровень его устойчивости и надежности. Рост конкуренции приводит к тому, что часть участников страхового рынка прекращает свою деятельность, а другая часть становится крупнее и надежнее.

5.3. Участники страхового рынка

В соответствии с Законом РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» участниками страховых отношений (и, соответственно, участниками страхового рынка) являются: страхователи, застрахованные, выгодоприобретатели, страховые организации, общество взаимного страхования, страховые агенты, страховые брокеры, страховые актуарии и федеральные органы исполнительной власти, к компетенции которых относится осуществление государственного надзора за деятельностью субъектов страхового дела и объединения субъектов страхового дела, в том числе саморегулируемые организации[1].

Кроме того, на страховом рынке действуют организации, обслуживающие этот рынок: диспашер, сюрвейеры[2] и др.

Согласно Закону РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» страховые организации, общества взаимного страхования, страховые брокеры и страховые актуарии являются основными субъектами страхового рынка; их деятельность подлежит лицензированию (за исключением деятельности актуариев)[3].

Развернутая структура страхового рынка с точки зрения участников представлена на рис. 5.2.

Основным страховщиком на рынке выступают **страховые организации**. Они создают страховые продукты, определяют условия их реализации потенциальным страхователям. Из рис. 5.2 следует, что страховые

---

[1] Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 30 октября 2009 г. № 243-ФЗ. Ст. 4.1.

[2] *Сюрвейер* — эксперт, осуществляющий по просьбе страхователя или страховщика осмотр застрахованных или подлежащих страхованию судов и грузов; дает заключение о состоянии осматриваемого имущества, определяет характер и размер его повреждения и т. п. *Диспашер* — официальный эксперт в области морского права, производящий диспашу — расчет убытков по общей аварии и распределение их между судном, фрахтом и грузом.

[3] Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 30 октября 2009 г. № 243-ФЗ. Ст. 4.



Рис. 5.2. Структура участников страхового рынка

организации подразделяются: по форме собственности; по характеру предоставляемых услуг; по сфере деятельности; по организационно-правовой форме; по характеру выполняемых операций; по величине уставного капитала и объему собранных страховых премий и выплат; по числу филиалов; по организационно-экономической форме.

По форме собственности страховые компании подразделяются на государственные, частные, смешанные и страховые компании с участием иностранных инвестиций.

Как и годом ранее (рис. 5.3), наибольшие объемы прямых иностранных инвестиций в уставные капиталы российских страховщиков принадлежали организациям — резидентам Австрийской Республики, Королевства Нидерландов, Республики Кипр и Федеративной Республики Германия.

Однако структура таких вложений существенно изменилась.

Наиболее значимым изменением в структуре иностранного участия в уставных капиталах российских страховщиков явился девятикратный рост вложений австрийских инвесторов. В основном это обусловлено изменением структуры собственников группы *Allianz* и переходом доли в 5,1 млрд руб. в уставном капитале СК «РОСНО» из компании, зарегистрированной в Германии, в австрийскую организацию, а также увеличением уставного капитала СК «Альянс РОСНО Жизнь» из-за роста вложений австрийских инвесторов с 111 млн руб. до 240 млн руб. Другой значимой сделкой, повлекшей увеличение доли вложений Австрии в российский страховой рынок, явилась передача 5% уставного капитала Страховой Группы МСК российскими учредителями австрийским (330 млн руб.).

Инвестиции организаций, зарегистрированных в Королевстве Нидерландов, на протяжении нескольких лет остаются практически неизменными (4,1 млрд руб. в 2009 г.; 4,4 млрд руб. — в 2010), однако доля участия нидерландских инвесторов в капитализации российского страхового рынка за счет роста вложений инвесторов из других стран снизилась до 24%. Наибольшие вложения организаций, зарегистрированных в этих странах, принадлежат следующим страховым компаниям: «РЕСО-Гарантия», «Оранта», «Интач Страхование», «Дженерали ППФ Общее Страхование» и «Дженерали ППФ Страхование Жизни»[1].

[1] Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 30 октября 2009 г. № 243-ФЗ. Ст. 4.

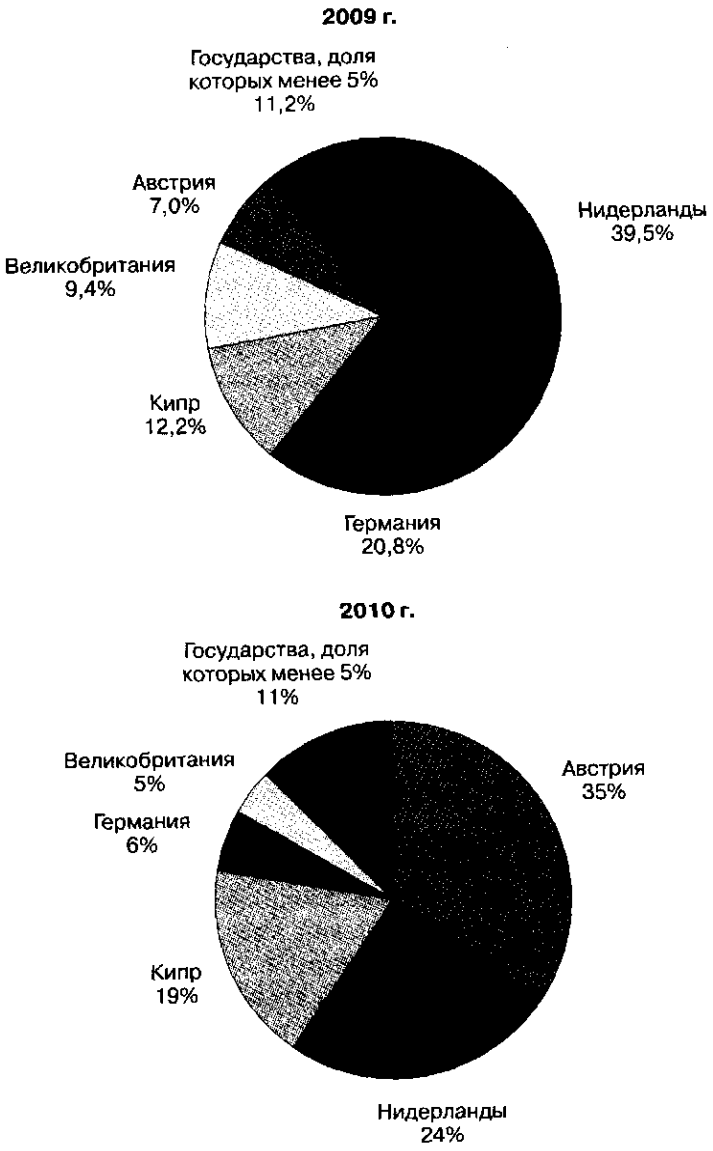

Рис. 5.3. Структура инвестиций в уставные капиталы российских страховщиков[1]

[1] По данным ФСФР.

Почти в три раза выросли инвестиции кипрских компаний: доли инвесторов из этой страны увеличились у таких страховщиков, как «Первая Страховая Компания», «Юнити Ре», «РЕСО-Мед» и др. С учетом налогового статуса Кипра нельзя уверенно говорить о том, что реальными инвесторами этих страховых компаний являются иностранцы. Скорее всего, фактическими владельцами являются российские участники, которые по тем или иным причинам так структурировали свои инвестиции.

По организационно-правовой форме выделяют страховые компании, зарегистрированные в форме: открытого акционерного общества, закрытого акционерного общества, общества с ограниченной ответственностью и общества взаимного страхования. В 2010 г. распределение страховых компаний по формам по сравнению с предыдущим годом не изменилась. Основную долю страховых компаний составляют общества с ограниченной ответственностью, их доля равна 63%. Доля закрытых акционерных обществ составляет 20% , открытых акционерных обществ — 16%. Общества взаимного страхования составляют 1% от общего количества страховых компаний.

По страновой принадлежности следует выделить национальные и иностранные страховые компании. Иностранные страховые компании имеют право осуществлять в РФ страховую деятельность только в том случае, если иностранный инвестор (основная организация) в течение не менее 15 лет является страховой организацией, осуществляющей свою деятельность в соответствии с законодательством соответствующего государства, не менее двух лет участвует в деятельности страховых организаций, созданных на территории РФ. Законодательством РФ установлены ограничения на деятельность страховых компаний с участием иностранных инвестиций на страховом рынке РФ. Так, иностранные страховые компании, которые являются дочерними обществами по отношению к иностранным инвесторам либо имеют долю иностранных инвесторов в своем уставном капитале 49%, не могут осуществлять в РФ: страхование отдельных объектов личного страхования (в частности, страхование жизни); обязательное страхование; обязательное государственное страхование; имущественное страхование, связанное с осуществлением поставок или выполнением подрядных работ для государственных нужд, а также страхование имущественных интересов государственных и муниципальных организаций. Кроме того, если размер участия иностранного капитала в уставных капиталах страховых организаций, действующих на российском рынке страхования, ограничен 25%, то в случае превышения квоты ФСФР пре-

кращает выдачу лицензий на осуществление деятельности страховым компаниям, являющимся дочерними обществами по отношению к иностранным инвесторам либо имеющим долю иностранных инвесторов в своем уставном капитале более 49%[1].

По характеру предоставляемых услуг выделяют:

- страховые компании, непосредственно заключающие договоры прямого страхования с физическими и юридическими лицами. На начало 2011 г. количество учтенных страховых компаний, осуществляющих прямое страхование, составило 191;
- страховые компании, заключающие договоры перестрахования. Особенность их деятельности состоит в том, что их клиентами могут быть только страховщики, которые являются в данном случае страхователями крупных рисков, взятых ими на страхование.

По характеру выполняемых страховых операций на рынке действуют: *универсальные* страховые компании, которые характеризуются широким объемом страховых операций, и *специализированные* компании, которые специализируются в конкретной сфере страхового дела. На конец 2010 г. число страховых компаний, осуществляющих ОМС, составило 104 единицы; 70 компаний занимаются исключительно страхованием жизни[2].

Количество компаний, осуществляющих перестраховочную деятельность, продолжает сокращаться: за 2010 г. их число сократилось на 11% и составило 161 — против 177 в 2009 г. Количество специализированных перестраховщиков также уменьшается: в 2008 г. их было 30, в 2009 — 27, в 2010 г. — 23.

По величине уставного капитала, по объему собранных премий и по объему выплат страховые компании могут быть мелкие, средние и крупные.

По числу филиалов выделяют бесфилиальные и многофилиальные страховые компании. Многофилиальная страховая компания — это страховая компания, имеющая головную компанию с отделениями (филиалами) по всей стране.

Помимо страховых организаций значительную роль на рынке выполняют страховые брокеры. **Страховые брокеры** — это граждане, постоянно проживающие на территории Российской Федерации и зарегистрированные в установленном законом Российской Федерации порядке

[1] Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 30 октября 2009 г. № 243-ФЗ. Ст. 6.

[2] По данным ФСФР.

в качестве индивидуальных предпринимателей, или российские юридические лица (коммерческие организации), представляющие страхователя в отношениях со страховщиком по получению услуг, связанных с заключением договора страхования или договоров перестрахования[1].

Страховые брокеры подразделяются по форме организации, по субъектам заключенных договоров. На начало 2010 г. в Едином государственном реестре субъектов страхового дела было зарегистрировано 144 страховых брокера. По форме организации это: закрытое акционерное общество (13%); открытое акционерное общество (2%); общество с ограниченной ответственностью (84%) и индивидуальный предприниматель (1%). По субъектам заключенных договоров: с физическими лицами заключено 92% всех договоров на оказание брокерских услуг (29,8 тыс. договоров), с юридическими лицами — 8% (2,6 тыс. договоров), из них со страховыми организациями — 3% (859 договоров). При этом 20 страховых брокеров не заключили ни одного договора на оказание брокерских услуг.

Страховые актуарии — это граждане Российской Федерации, имеющие квалификационный аттестат и осуществляющие на основании трудового договора или гражданско-правового договора со страховщиком деятельность по расчетам страховых тарифов, страховых резервов страховщика, оценке его инвестиционных проектов с использованием актуарных расчетов[2].

Следующим участником страхового рынка являются страховые агенты.

Страховые агенты — граждане Российской Федерации, осуществляющие свою деятельность на основании гражданско-правового договора, или юридические лица (коммерческие организации), представляющие страховщика в отношениях со страхователем по поручению страховщика в соответствии с предоставленными полномочиями.

Они делятся на:

- прямых страховых агентов, которые состоят в штате страховой компании;
- мономандатных страховых агентов, которые работают на основе контракта. Оплата их работы производится в форме комиссионного вознаграждения;

---

[1] Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 30 октября 2009 г. № 243-ФЗ. Ст. 8.

[2] Федеральный закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 30 октября 2009 г. № 243-ФЗ. Ст. 8.1.

- многомандатных страховых агентов, которые работают с несколькими страховыми компаниями. Они специализируются, как правило, на одном или нескольких видах страхования.

В мировой практике выработано *три основных типа агентских сетей*: простое агентство, пирамидальная структура, многоуровневая сеть и метод прямых продаж.

Простое агентство имеет место в случае, когда агент заключает договор со страховой компанией и работает самостоятельно под контролем штатных работников страховой компании. Обычно агенты продают несколько относительно простых страховых продуктов, и страховая компания готовит агента для продажи именно этих видов продукта. Сюда же относятся агенты, которые одновременно работают с несколькими страховыми компаниями.

Пирамидальная структура применяется большинством страховых компаний. В этом случае страховая компания заключает договор с генеральным агентом — физическим лицом, имеющим право самостоятельно формировать систему страховых агентов. Последние, в свою очередь, формируют систему субагентов[1].

При многоуровневой сети агентами являются сами страхователи — физические лица. Приобретая полис, как правило, долгосрочного личного страхования, они одновременно приобретают право продавать полисы другим страхователям.

Страхователь — это юридическое или физическое лицо, обладающее полной гражданской дееспособностью, лицо, которое страхует свой собственный интерес или интерес третьей стороны, уплачивает для этого страховые премии и имеет право по закону или по договору страхования получить страховое возмещение

Застрахованный — физическое лицо, жизнь, здоровье и трудоспособность которого выступают объектом страховой защиты и в пользу которого заключен договор страхования (подразделяются по доходам, по полу, по возрасту и т. д.).

Еще одним типом категории участников страхового рынка являются **общества взаимного страхования (ОВС)**, деятельность которых регулируется Федеральным законом «О взаимном страховании» от 29 ноября 2007 г. № 286-ФЗ. Общество взаимного страхования (ОВС) — это

[1] Субагенты могут проживать в сельской местности, работать на крупном предприятии и т. д. Они лучше ориентируются в страховых интересах своих односельчан или коллег по работе. Субагент информирует страхового агента о новостях в данной среде.

некоммерческая организация, которая создается для страхования имущественных интересов и несет солидарные обязательства за результаты проведения страхования и деятельность общества. ОВС не преследует целей извлечения прибыли. Это крупная организационная форма проведения страхования. Она создается на основе добровольного соглашения по инициативе не менее пяти физических лиц, но не более чем 2 тыс. физических лиц либо по инициативе не менее трех, но не более 500 юридических лиц. Преимущество ОВС состоит в том, что все участники страхового процесса являются одновременно и страхователями и страховщиками, что позволяет им самостоятельно определять свою страховую политику. В Едином государственном реестре субъектов страхового дела на начало 2012 г. было зарегистрировано семь обществ взаимного страхования.

Выгодоприобретатель — физическое или юридическое лицо, назначенное страхователем для получения страховых выплат по договору страхования. Фиксируется в страховом контракте.

Важным участником страхового рынка является Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), которая осуществляет контроль и надзор за страховым рынком.

Федеральная служба по финансовым рынкам является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением банковской и аудиторской деятельности), в том числе по контролю и надзору в сфере страховой деятельности.

Объединения страховщиков. В соответствии с п. 1 ст. 14 Закона «Об организации страхового дела» субъекты страхового дела в целях координации своей деятельности, представления и защиты общих интересов своих членов могут образовывать союзы, ассоциации и иные объединения.

На сегодняшний день в реестре ФСФР насчитывается 54 различных объединения страховщиков[1], представленных тремя группами союзов:

- общероссийские профессиональные объединения, крупнейшее из которых — Всероссийский союз страховщиков (ВСС);
- региональные союзы и ассоциации, образуемые, как правило, в рамках федеральных округов (например, «Союз страховщиков Санкт-

[1] По данным ФСФР.

Петербурга и Северо-Запада», «Союз страховщиков Татарстана», «Сибирская межрегиональная ассоциация страховщиков» и т. д.);

- специализированные союзы, созданные в соответствии с требованиями законодательства для регулирования деятельности страховщиков, осуществляющих обязательные виды страхования (примером является в настоящее время Российский союз автостраховщиков – РСА), либо в силу отраслевой специфики бизнеса (например, Ассоциация страховщиков топливно-энергетического комплекса – АСТЭК, Ассоциация медицинских страховых организаций – РАМСО)[1].

Следует отметить, что объединения не являются страховщиками и страхователь не может заключать с ними договор страхования. Однако объединение страховщиков может облегчить разрешение спора страхователя по договору страхования с конкретной страховой компанией.

Иную экономическую и правовую природу имеет объединение страховщиков в страховой пул. На основании договора простого товарищества страховщики могут совместно действовать без образования юридического лица в целях обеспечения финансовой устойчивости страховых операций по отдельным видам страхования. Цель такого объединения – улучшение финансовых возможностей страховщиков с точки зрения принятия на себя особо крупных и опасных рисков.

5.4. Страховые продукты и технологии работы страховых компаний

Спрос на продукты страхования в основном предъявляют три потенциальных потребителя.

Первая группа – это бывшие государственные предприятия, на которых произошла смена собственника. Изменение отношений собственности коренным образом изменило форму ее защиты. Теперь государство свободно от обязательств по обеспечению непрерывности производства и финансовой поддержки пострадавших. Эта функция перешла к акционерам и менеджерам, которые стали активно заключать страховые сделки.

Вторая группа потребителей – население. За годы рыночных преобразований повысились доходы населения, произошло наполнение рынка товарами, стало развиваться жилищное и потребительское кредитование населения и одновременно значительно снизились государ-

[1] Страхование: Учебник / Под ред. Л. А. Орланюк-Малицкой, С. Ю. Яновой. М.: Юрайт; Высшее образование, 2010.

ственные социальные гарантии, частично платным стало образование и лечение. Граждане современной России теперь вынуждены рассчитывать на свои финансовые возможности. Все это обусловило спрос на новые виды страховых продуктов. Возникла потребность в продуктах страхования имущества, в медицинском страховании и пр.

Третья группа потребителей страховых продуктов — это лица, ставшие страхователями из-за внедрения обязательного страхования.

Конкуренция на страховом рынке побуждает страховые компании наряду с традиционными продуктами предлагать новые и модернизировать старые (табл. 5.3).

Таблица 5.3

Модернизированные страховые продукты

Страховой продукт	Преимущества		Основа создания
	для страхователя	для страховщика	
Персонализированный продукт	Сохранность страхуемого объекта в полном объеме страховой ответственности; получение достаточно полной информации по возможным событиям и по конкретному объекту страхования за счет предупредительных мер	Тщательный и объективный подход к оценке страхуемого продукта; доходный продукт; индивидуальный подход к оценке объекта страхования	Индивидуальность страхового продукта
Стандартизированный продукт	Приобретение «продукта» не предполагает осмотра имущества; клиенту необязательно высчитывать стоимость страхуемого имущества; цена гораздо ниже других продуктов страхового рынка; экономия времени в оформлении договора	Сокращает затраты как на оформление договора, так и на ведение дела (экономичный продукт); страхуются потребители со средним достатком; принятие объекта страхования без осмотра; установление предела ответственности	Максимальная типизация страхового продукта
Комплексный продукт	В одном контракте сочетаются услуги разных отраслей страхования; экономия на цене; экономия времени в оформлении договора	Реализация в одном контракте несколько страховых продуктов; экономия на плате агенту	Разнообразие страховых продуктов

Отношения страховой компании и ее клиента должны быть равноправными. Исходя из равноправия отношений, клиент должен быть таким же профессиональным страхователем, как и страховщик. Квалификация страховой компании по определению всегда будет выше покупательской квалификации страхователя. Поэтому на смену принципу равноправия страховщика и его клиента приходит *принцип социальной защищенности страхователя*. Данному принципу соответствуют стандартизированные страховые продукты, которые, с одной стороны, способствуют защите страхователя, а с другой — ведут к упрощению процесса продаж для страховщика.

Поскольку решение о покупке принимает страхователь, обеспечивая тем самым страховой компании оборот страхового продукта и прибыль страховщику, то в зависимости от потребительского спроса (рис. 5.4) страховые продукты классифицируются на:

- продукты повседневного спроса — страховые продукты, которые потребитель покупает без особых раздумий (например, обязательные виды страхования);
- продукты предварительного выбора — страховые продукты, при выборе и покупке которых потребитель сравнивает их по степени пригодности, качеству, цене;
- продукты пассивного спроса — страховые продукты, о которых потребитель либо не знает, либо знает, но не задумывается об их приобретении (например, страхование ответственности и страхование жизни);
- экстренные — это страховые продукты, приобретаемые при возникновении острой нужды в них (например, страхование профессиональной ответственности врача, добровольное медицинское страхование и др.);
- продукты кратковременного пользования — страховые продукты, потребляемые потребителем в короткий период времени (к ним можно отнести добровольные виды страхования сроком менее одного года);
- продукты длительного пользования — страховые продукты, которые обычно используются в течение достаточно длительного времени (например, страхование жизни и др.).

По привлекательности для страховщика страховые продукты подразделяются на продукты-лидеры, продукты-магниты и легкореализуемые продукты, а также на продукты будущего и тактические продукты.

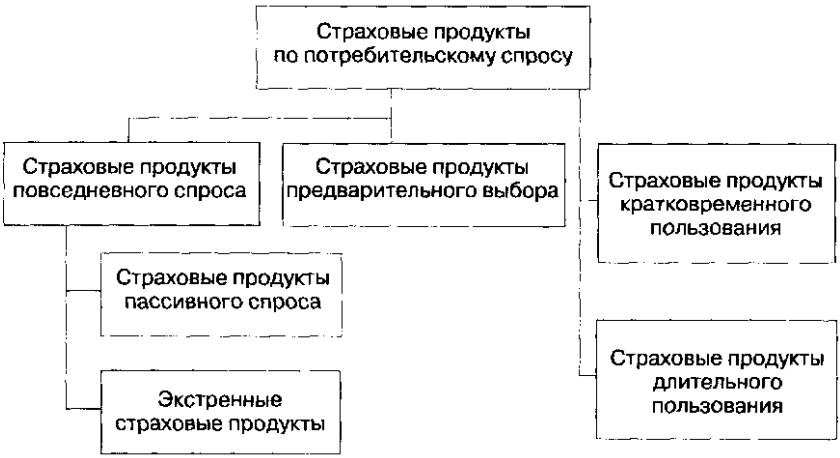

Рис. 5.4. Классификация страхового продукта по потребительскому спросу

Классификация страховых продуктов по привлекательности для страховщика представлена на рис. 5.5.

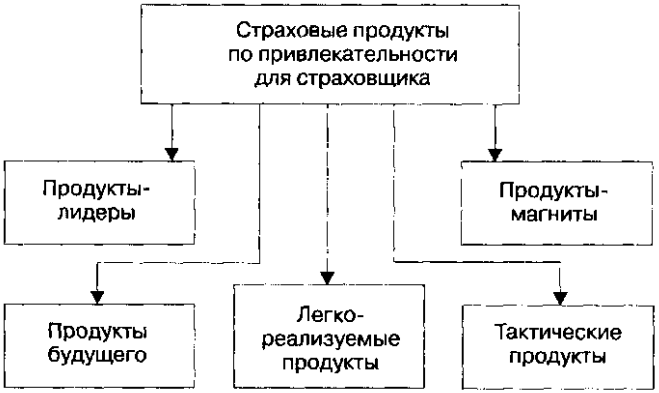

Рис. 5.5. Классификация страховых продуктов по привлекательности для страховщика

Продукты-лидеры обеспечивают страховщику наибольшую часть заключаемых договоров (страхование наземного транспорта, ОМС, ДМС и др.).

Продукты-магниты — это продукты, направленные на то, чтобы привлечь внимание потребителя к данной страховой компании и обеспечить осуществление первой покупки (ОСАГО и др.).

Легкореализуемые продукты — это ликвидные продукты, пользующиеся спросом на рынке в данный момент.

Тактические продукты направлены на противостояние атакам конкурентов или более быструю реакцию на их действия, а также на эволюцию рынка (модернизированные страховые продукты и др.).

Продукты будущего — это еще не востребованные рынком на данный момент страховые продукты, имеющие, однако, по мнению страховщиков, большие перспективы (страхование жизни и др.).

Страхователь может заключить страховой договор, обратившись непосредственно в страховую компанию, используя метод прямых продаж. В последнее время используются также новые способы продаж страховых продуктов, к которым относятся почтовая рассылка, телефон, Интернет.

5.5. Государственное регулирование страховой деятельности в РФ

Многолетняя дискуссия о создании мегарегулятора на российском финансовом рынке завершилась присоединением Федеральной службы страхового надзора (ФССН) к Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР)[1].

Данное решение является итогом противостояния Минфина и ФСФР, взявшихся за передел полномочий по регулированию финансового рынка накануне создания в Москве международного финансового центра.

Объединенное ведомство получило функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка, за исключением банковской и аудиторской деятельности, что приведет к усилению регулирования и надзора на финансовом рынке.

Следует отметить, что ФССН находился в подчинении у Минфина, в то время как ФСФР — у правительства. В Указе Президента выполнение функций нормативно-правового регулирования закреплено как за ФСФР, так и за Минфином. Соотношение этих функций будет определяться в рамках установленных правительством процедур. Постановлением Правительства РФ от 26 апреля 2011 г. № 326 «О некоторых вопросах деятельности федеральных органов исполнительной власти в сфере финансовых рынков» были определены основные функции

[1] Указ Президента РФ от 4 марта 2011 г. № 270 «О мерах по совершенствованию государственного регулирования в сфере финансового рынка Российской Федерации».

Федеральной службы по финансовым рынкам в сфере страховой деятельности (страхового дела). К ним относятся[1]:

1) контроль и надзор за:
   - соблюдением субъектами страхового дела (страховыми организациями, обществами взаимного страхования, страховыми брокерами и страховыми актуариями) страхового законодательства, в том числе путем проведения проверок их деятельности на местах;
   - выполнением иными юридическими и физическими лицами требований страхового законодательства в пределах компетенции Службы;
   - предоставлением субъектами страхового дела, в отношении которых принято решение об отзыве лицензий, сведений о прекращении их деятельности или ликвидации;
   - достоверностью представляемой субъектами страхового дела отчетности;
   - обеспечением страховщиками их финансовой устойчивости и платежеспособности в части формирования страховых резервов, состава и структуры активов, принимаемых для покрытия страховых резервов, квот на перестрахование, нормативного соотношения собственных средств страховщика и принятых обязательств;
   - составом и структурой активов, принимаемых для покрытия собственных средств страховщика;
   - выдачей страховщиками банковских гарантий;
   - соблюдением страховыми организациями требований законодательства Российской Федерации о противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма в части, относящейся к компетенции Службы;
   - исполнением плана восстановления платежеспособности страховой организации;
   - деятельностью временной администрации страховой организации;
2) принятие решений о выдаче или отказе в выдаче лицензий (аннулировании, ограничении, приостановлении, возобновлении действия

[1] Постановление Правительства РФ от 26 апреля 2011 г. № 326 «О некоторых вопросах деятельности федеральных органов исполнительной власти в сфере финансовых рынков».

и отзыве лицензий) субъектам страхового дела, за исключением страховых актуариев;

3) проведение аттестации страховых актуариев;
4) ведение Единого государственного реестра субъектов страхового дела и реестра объединений субъектов страхового дела;
5) получение, обработка и анализ отчетности и иных сведений, предоставляемых субъектами страхового дела;
6) выдача в соответствии с законодательством Российской Федерации предписаний субъектам страхового дела при выявлении нарушений ими страхового законодательства;
7) обращение в случаях, предусмотренных законом, в суд с исками о ликвидации субъекта страхового дела — юридического лица или о прекращении субъектом страхового дела — физическим лицом деятельности в качестве индивидуального предпринимателя;
8) обобщение практики страхового надзора, разработка и представление в установленном порядке предложений по совершенствованию страхового законодательства, регулирующего осуществление страхового надзора;
9) осуществление расчета размера (квоты) участия иностранного капитала в уставных капиталах страховых организаций и выдача разрешений на увеличение размеров уставных капиталов страховых организаций за счет средств иностранных инвесторов, на совершение с участием иностранных инвесторов сделок по отчуждению акций (долей в уставных капиталах) страховых организаций, на открытие представительств иностранных страховых, перестраховочных, брокерских и иных организаций, осуществляющих деятельность в сфере страховой деятельности (страхового дела), а также на открытие филиалов страховщиков с иностранными инвестициями;
10) выдача предварительного разрешения субъектам страхового дела на открытие представительств и филиалов в период ограничения или приостановления действия лицензии;
11) выдача предварительного разрешения на изменение наименования (фирменного наименования), места нахождения и почтового адреса субъекта страхового дела, а также на реорганизацию субъекта страхового дела в период ограничения или приостановления действия лицензии;
12) принятие решения о назначении временной администрации страховой организации или нецелесообразности такого назначения, продле-

нии срока деятельности, досрочном прекращении деятельности временной администрации страховой организации и назначении новой временной администрации;

13) осуществление выбора кандидатуры руководителя временной администрации страховой организации и ее членов, утверждение состава временной администрации страховой организации, порядка и оснований изменения ее состава;

14) принятие решения об отстранении руководителя временной администрации страховой организации от исполнения возложенных на него обязанностей;

15) осуществление согласования продажи и передачи страхового портфеля страховой организации;

16) представление в арбитражный суд кандидатуры арбитражного управляющего или саморегулируемой организации, из числа членов которой должен быть утвержден арбитражный управляющий;

17) согласование программы подготовки арбитражных управляющих в делах о банкротстве страховых организаций;

18) принятие решения о проведении выездной проверки деятельности страховой организации по результатам анализа плана восстановления ее платежеспособности;

19) принятие решения об ограничении и приостановлении полномочий исполнительного органа страховой организации;

20) принятие решения об обращении временной администрации страховой организации в арбитражный суд с заявлением о признании страховой организации банкротом или о проверке временной администрацией обеспечения исполнения обязательств страховой организации и последующей подготовке мер по предупреждению ее банкротства при поступлении документов об обеспечении исполнения обязательств страховой организацией;

21) подача заявления о признании страховой организации банкротом, участие в деле о банкротстве страховой организации;

22) направление в страховую организацию своих представителей в целях осуществления контроля за деятельностью страховой организации и временной администрации страховой организации;

23) публикация в печатном органе информационных материалов по правоприменительной практике в установленной сфере деятельности, справочных и иных материалов по вопросам, отнесенным к компетенции Службы, а также Единого государственного реестра субъектов страхового дела, реестра объединений субъектов страхового дела,

информации о приостановлении, ограничении, возобновлении действия или отзыве лицензии (исключении сведений о субъектах страхового дела из Единого государственного реестра субъектов страхового дела);

24) представление Российской Федерации по поручению Правительства Российской Федерации в международных организациях по вопросам страхового надзора, участие в установленном порядке в деятельности международных организаций в сфере страхового надзора;
25) участие в установленном порядке в разработке и осуществлении программ международного сотрудничества по вопросам страхового надзора;
26) привлечение в установленном порядке для проработки вопросов, отнесенных к установленной сфере деятельности Службы, а также для участия в проведении проверок деятельности субъектов страхового дела научных и иных организаций, ученых и специалистов;
27) ежегодное опубликование статистических данных об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств;
28) обращение в суд с иском о признании правил профессиональной деятельности, установленных профессиональным объединением страховщиков, недействительными или требующими внесения изменений;
29) установление требований в отношении минимальной суммы средств для финансирования компенсационных выплат, находящихся на банковском счете профессионального объединения страховщиков, созданного по обязательному страхованию гражданской ответственности владельцев транспортных средств;
30) согласование порядка предоставления сведений о заключенных, продленных, недействительных и прекративших свое действие договорах обязательного страхования гражданской ответственности владельцев транспортных средств;
31) рассмотрение дел об административных правонарушениях, отнесенных в соответствии с Кодексом Российской Федерации об административных правонарушениях к компетенции федерального органа исполнительной власти, осуществляющего функции по контролю и надзору в сфере страховой деятельности (страхового дела).

Страховые компании не ожидают дополнительных сложностей в связи с передачей регуляторных функций ФСФР. Вряд ли страховой ры-

нок может что-либо потерять от присоединения ФССН к ФСФР; возможно, он что-либо даже и приобретет, поскольку ФСФР обладает более широкими полномочиями.

5.6. Современное состояние российского страхового рынка и перспективы его развития

Оценку состояния и перспектив развития российского страхового рынка целесообразно начать с анализа ряда показателей, характеризующих динамику развития этого сектора экономики, которая представлена в табл. 5.4.

Данные табл. 5.4 свидетельствуют о формировании снижающегося тренда количества страховых компаний на российском рынке. При этом рис. 5.6 наглядно показывает, что на начальном этапе развитие российского страхового рынка шло по экстенсивному пути. Количество страховых компаний, предлагающих рынку простой ассортимент страховых продуктов, росло до 1996 г. После «страхового бума» (1992–1996) число страховщиков стало заметно снижаться. Это особенно характерно для экономически слабых регионов России. Так, за период с 1996 по 2011 г. на страховом рынке России количество страховых компаний из-за отзыва лицензий и реорганизации сократилось в 3,8 раза. Сокращение числа участников страхового рынка в первую очередь обусловлено отзывом лицензий, зачисткой «схемных» компаний, финансовой несостоятельностью ряда компаний.

Недостаточная капитализация страхового бизнеса обусловила концентрацию и централизацию в следующих формах: слияние мелких компаний с крупными; переход ряда страховщиков, особенно региональных дочерних компаний, на положение филиалов «московских» компаний[1]; активное создание страховых групп, холдингов.

Объединение многих страховых компаний в страховые группы значительно ускорилось в связи с активным внедрением в страховой бизнес промышленно-финансового капитала. Этот фактор обусловил увеличение числа кэптивных страховщиков, учрежденных промышленными и банковскими структурами. К их числу относятся «Военно-страховая компания», «Энергогарант», «РОСНО» и ряд других. Используя корпо-

[1] Как по причине появления обязательного страхования ответственности владельцев автотранспортных средств, так и повышения требования к величине уставного капитала страховых организаций.

Таблица 5.4

Основные показатели развития страхового рынка России за 2002–2010 гг.

Год / Показатели	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Число страховых компаний, ед.	1171	1143	1025	941	887	816	750	702	625
Количество страховых агентов, чел.	114 657	138 328	170 496	204 369	239 915	227 899	214 508	218 008	206 661
Число заключенных договоров, млн	99,7	106,4	108,0	138,1	133,4	147,2	157,8	120,0	128,1
Страховая сумма по заключенным договорам, млрд руб.	32 322,9	53 675,7	65 519,8	107 945,4	134 030,1	159 848,3	196 258,0	216 739,2	332 802,1
Доля страхования в ВВП, %	3,0	3,4	2,8	2,3	2,28	2,34	2,3	2,2	2,3
Доля в мировом страховом рынке, %	0,36	0,54	0,5	0,51	0,6	0,73	0,91	0,97	0,96

Источник: www.qks.Ru.

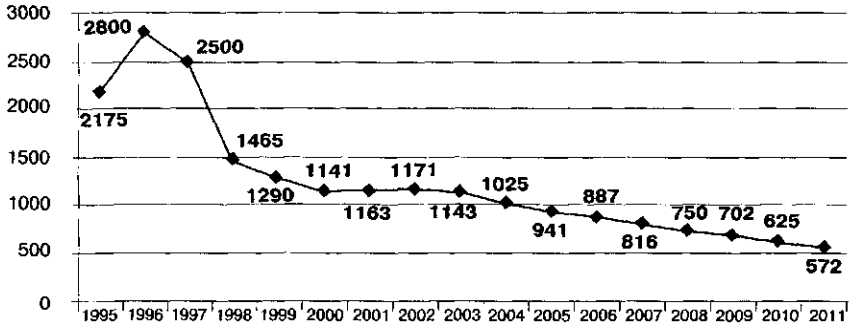

Рис. 5.6. Динамика числа страховых компаний в РФ за 1995–2011 гг. [1]

ративные связи и групповые интересы, они превалируют в финансово-промышленных объединениях и их структурных подразделениях, обеспечивают концентрацию капитала в федеральном центре и не всегда учитывают интересы региональной экономики.

Среди различных федеральных министерств, управлений и ведомств создавались уполномоченные страховые компании с целью страхования либо отраслевых, либо корпоративных интересов. Несовершенство российского антимонопольного законодательства позволяло им проводить «конкурсы» с заранее неприемлемыми для региональных страховщиков критериями. Именно поэтому столичные страховщики — победители таких отборов расширяли деятельность по линии федеральных министерств во многих регионах России.

Централизации страхового бизнеса способствовало формирование страховых групп, которые создавались по причине:

- выгодности рекламного хода при проведении PR-кампании;
- «неформального» подписания отдельных соглашений о сотрудничестве;
- отягощенного процесса присоединения с ликвидацией юридического лица по сравнению с созданием страховой группы;
- большей вероятности интеграции бизнеса новых участников страховой группы в компанию-лидера.

На конец 2010 г. увеличилось число заключенных договоров страхования. Темп роста составил 106,8% по сравнению с 2009 г. (см. табл. 5.4). Из них 74 млн договоров было заключено с физическими лицами (+6,7%). При этом большая часть действующих договоров, за-

[1] См.: www.gks.ru.

ключенных с физическими лицами, пришлась на такие виды страхования, как ОСАГО — 33,9 млн договоров (+1,5%), страхование от несчастных случаев и болезней — 19 млн договоров (+8,3%), имущества граждан — 8,8 млн договоров (+11,1%), страхование жизни на случай смерти, дожития до определенного возраста или срока либо наступления иного события — 4,5 млн договоров (+35,5%)[1].

Пережитый российским страховым рынком кризисный период поставил перед регуляторами немало вопросов, одним из наиболее острых стала проблема обеспечения финансовой устойчивости и платежеспособности страховщиков.

Совокупный уставный капитал российских страховщиков на конец 2010 г. составил 185,1 млрд руб., а страховые резервы — 488,7 млрд руб. Это свидетельствует о невысоком финансовом потенциале страхового бизнеса, который снижает надежность страховых компаний и сужает их операционные возможности, в результате чего в апреле 2010 г. в рамках изменений к Федеральному закону от 30 октября 2009 г. № 243-ФЗ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» было зафиксировано увеличение с 1 января 2012 г. требований к минимальному уставному капиталу страховщиков: страхование иное, чем страхование жизни, — до 120 млн руб.; страхование жизни — до 240 млн руб.; перестрахование — до 480 млн руб. 29 ноября 2010 г. был принят Федеральный закон Российской Федерации № 313-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» в связи с принятием Федерального закона «Об обязательном медицинском страховании в Российской Федерации», в соответствии с которым также увеличивается минимальный размер уставного капитала страховщиков, осуществляющих исключительно медицинское страхование, до 60 млн руб. Следовательно, налицо тенденция роста уставного капитала и повышения капиталоемкости российских страховщиков, причем целый ряд страховых компаний превысили миллиардную отметку по уставному капиталу. Таким образом, на 1 января 2012 г. 34% компаний имеют уставный капитал в пределах от 120 до 500 млн руб. и 9% — свыше 500 млн руб.

За период с 2010 по 2011 г. наблюдалось увеличение страховых премий по обязательному страхованию по сравнению с добровольным на 2%. Страховые выплаты увеличились по добровольному страхованию на 6,2%, а по обязательному — на 19%. Следует отметить, что если до кризиса продукты добровольного страхования превалировали над про-

[1] По данным ФСФР.

Таблица 5.5

Динамика добровольного и обязательного страхования в общем объеме страховых премий и выплат за 9 месяцев 2007–2011 гг. (темп роста, %)

Млрд руб.

Показатели	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	Темп роста, %			
						2008 г. к 2007 г.	2009 г. к 2008 г.	2010 г. к 2009 г.	2011 г. к 2010 г.
Страховые премии (всего)	563,5	699,9	722,3	779,4	936,34	124,2	103,2	107,9	120,1
Добровольное страхование	306,4	359,0	322,2	347,4	417,19	117,1	89,7	107,8	120,0
Обязательное страхование	257,1	340,9	400,1	432,0	519,15	132,5	117,4	108,0	120,2
Страховые выплаты (всего)	332,6	428,8	533,7	558,2	643,19	128,9	124,5	104,6	115,2
Добровольное страхование	110,8	133,0	167,7	166,2	176,56	120,0	126,1	99,1	106,2
Обязательное страхование	221,8	295,8	366,0	392,0	466,63	133,3	123,7	107,1	119,0

дуктами обязательного страхования, то во время кризиса ситуация поменялась с точностью до наоборот. Было выявлено, что у 58 страховых компаний сократились сборы страховых премий, что было обусловлено снижением доходов[1], увеличением числа безработных[2], падением доступности страховых продуктов, ростом недоверия страхователей к страховым компаниям.

[1] Доходы россиян в январе 2009 г. (по сравнению с январем 2008 г.) снизились на 6,7%.

[2] Уровень безработицы в 2009 г. составил около 2 млн чел.

Принятие Закона «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств» от 25 апреля 2002 г. № 40-ФЗ способствовало заметному приросту поступлений премий по продуктам обязательного страхования, а также общего числа заключенных страховых договоров. Указанный закон позволил расширить ассортимент продуктов обязательного страхования, которое в основном включало продукты обязательного медицинского страхования. Хотя страховые премии по обязательному страхованию гражданской ответственности владельцев транспортных средств (ОСАГО) намного меньше, чем по ОМС, однако ОСАГО — это по-настоящему рисковый, высококонкурентный страховой продукт, охватывающий экономически активную часть потребителей. Более того, ОСАГО практически знакомит каждого владельца полиса со страховой компанией, а это хорошая реклама для продукции компании.

Рассмотрим динамику развития страховых премий и выплат на российском страховом рынке (рис. 5.7).

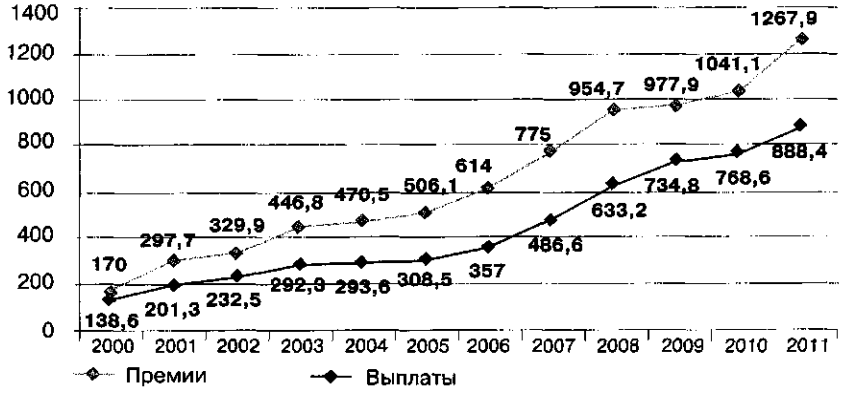

Рис. 5.7. Динамика страховых премий и выплат в РФ за 2000–2011 гг., млрд руб.

Заметный рост поступлений страховых премий и произведенных выплат начался с 2005 г. За одиннадцать последних лет темп роста страховых поступлений вырос на 745,8%, а выплат — на 641%.

Активизация экономических процессов, происходящих в стране, и рост доходов населения отразились на состоянии страхового рынка. Спрос на страховые услуги постепенно начал восстанавливаться. Это свидетельствует о повышении страховой культуры населения в России, но на мировом страховом рынке Россия занимает очень низкую долю (0,96%).

Разразившийся в сентябре 2008 г. экономический кризис хотя и не привел к обвалу российского страхового рынка (табл. 5.6), однако обусловил тревожные тенденции в его дальнейшем развитии.

Показатели развития страхового бизнеса в отраслевом аспекте представлены в табл. 5.6.

Таблица 5.6

Динамика развития страховых премий и страховых выплат по отраслям страхования за 9 месяцев 2007–2011 гг.[1]

Отрасли страхования	Показатели, млрд руб.					Темп роста, %			
	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2008 г. к 2007 г.	2009 г. к 2008 г.	2010 г. к 2009 г.	2011 г. к 2010 г.
Страховые премии									
Личное страхование	72,3	85,0	83,2	99,0	117,3	117,5	98,1	119,0	118,5
Имущественное страхование	201,1	242,7	204,1	207,4	255,5	120,6	84,0	101,6	123,2
Страхование ответственности	15,4	17,4	20,0	20,4	20,7	112,9	115,0	103,5	101,5
Страхование жизни	17,6	13,9	10,5	14,7	23,7	79	75,5	140,0	161,2
Страховые выплаты									
Личное страхование	35,1	42,6	49,4	51,7	60,3	121,3	116,1	104,7	116,6
Имущественное страхование	62,7	84,1	114,1	106,1	108,1	134,1	136,1	93,0	101,9
Страхование ответственности	1,1	2,2	2,2	2,1	2,5	200	100,0	95,5	119,0
Страхование жизни	11,8	4,1	4,2	4,9	5,7	34,8	102,4	116,7	116,3

[1] По данным ФСФР.

Продукты **имущественного страхования** удовлетворяют потребности как хозяйствующих органов, так и населения. Бум на рынке залоговых потребительских кредитов обусловил спрос на продукты имущественного страхования. Наиболее массовым видом страхования в сегменте страхования имущества является страхование наземного транспорта. Без средств по страхованию железнодорожного транспорта на него приходится 84% премий, собранных страховщиками по договорам страхования имущества, заключенным с физическими лицами, и 95% страховых выплат. Из 94 млрд руб. выплат, произведенных в 2010 г. по договорам страхования имущества физических лиц, 90 млрд руб. выплачено по договорам АвтоКАСКО.

В структуре премий по договорам страхования имущества, заключенным с физическими лицами, АвтоКАСКО занимает 70,8%, и только 16% премий приходится на страхование имущества граждан (за исключением транспортных средств, домашнего имущества и строений), а 11% — на страхование строений.

Что касается имущественного страхования юридических лиц, то основная часть сборов (40%) приходится на страхование «прочего» имущества, кроме грузов, имущества, используемого при СМР, и товаров на складе; 18% приходится на страхование средств наземного транспорта, 12% — на страхование имущества, используемого при СМР, 11% — на страхование грузов, 7% — на сельскохозяйственное страхование.

Спрос на **личное страхование** со стороны населения и корпоративных клиентов, страхующих собственный персонал, остается невысоким, поэтому рынок личного страхования за исследуемый период рос незначительно. Его развитие обеспечивало кэптивное страхование, которое позволяло получать большую часть премий по договорам с «материнскими» структурами.

В 2010 г. сумма страховых премий по добровольному личному страхованию, которое включает в себя добровольное медицинское страхование и страхование от несчастных случаев и болезней, составила 122,5 млрд руб., что на 20,2% превысило показатель 2009 г. По ДМС объем страховых премий составил 85,95 млрд руб., а по несчастным случаям — 36,58 млрд руб., что на 15,4 и 33,1% больше, чем в 2009 г. соответственно.

Выплаты в данном секторе составили по итогам 2010 г. 71,74 млрд руб. (из них 65,84 млрд руб. по ДМС и 5,9 млрд руб. по несчастным случаям), увеличившись на 3,1% по отношению к 2009 г. (+13,5% по ДМС и +2,3% по несчастным случаям)[1].

[1] По данным ФСФР.

Незначительную долю на страховом рынке занимают страхование ответственности и страхование жизни. Основу первого составляют компании, имеющие стабильные страховые портфели, диверсифицированные по видам страхования ответственности. Данная отрасль страхования пока остается узкоспециализированным видом бизнеса добровольного страхования.

Наибольшая доля страховой премии в сегменте добровольного **страхования ответственности** пришлась на страхование гражданской ответственности за причинение вреда третьим лицам, доля которого составила 46% от страховых премий по добровольному страхованию ответственности. В данную группу вошло страхование гражданской ответственности организаций, осуществляющих строительно-монтажные работы, профессиональной ответственности нотариусов, оценщиков и иных лиц.

На договоры добровольного страхования гражданской ответственности владельцев транспортных средств приходится 34% страховых премий (в том числе средств наземного транспорта — 4,9 млрд руб., воздушного транспорта — 2,7 млрд руб.; на страхование ответственности владельцев железнодорожного и водного транспорта пришлось 980 тыс. руб. и 1,4 млрд руб. соответственно).

Страховые премии по договорам страхования гражданской ответственности за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств по договору, в том числе специализированных депозитариев, управляющих компаний, таможенных брокеров и перевозчиков, оценщиков, аудиторов и иных лиц, составили 3,1 млрд руб., или 12% от совокупной страховой премии по договорам добровольного страхования ответственности.

Страховые премии по договорам страхования гражданской ответственности организаций, эксплуатирующих опасные объекты, составили, как и в 2009 г., 9%.

В сегменте ОСАГО (обязательное страхование автогражданской ответственности) премии и выплаты продолжают стабильно расти. Так, объем страховых премий по данному виду страхования в 2010 г. увеличился на 7% и составил 91,7 млрд руб., а выплаты — на 11% и составили 55,5 млрд руб. (рис. 5.8).

После небольшого снижения в 2009 г. (с 59,6 до 56,4%) в 2010 г. коэффициент выплат по ОСАГО снова вырос и составил 60,6%.

Рынок **страхования жизни** прирастал в первую очередь за счет корпоративного страхования, осуществляемого кэптивными страховщиками и страхования заемщиков по кредитам. Поступление премий по страхованию жизни в основном обеспечивалось за счет продуктов страхова-



Рис. 5.8. Динамика страховых премий, выплат и коэффициента выплат по ОСАГО за 2003–2010 гг.[1]

ния на случай смерти[2]. Поскольку срок страхования на случай смерти равнялся сроку потребительского кредита, данный полис также являлся гарантийным инструментом при банковском кредитовании.

Объем премий по договорам, принятым в **перестрахование** российскими перестраховщиками после сокращения в 2009 г. на 19,8%, в 2010 г. сократился еще на 18,8% и составил 34,9 млрд руб.

Сократились и выплаты по данной категории договоров: с 14,9 млрд руб. в 2009 г. до 12,0 млрд руб. в 2010-м, а коэффициент выплат по принятому перестрахованию снизился незначительно – с 35% в 2009 г. до 34% в 2010-м (рис. 5.9).

На развитие страхового рынка оказывает влияние степень осведомленности страхователей о предлагаемых продуктах и их производителях. По данным «Ингосстрах», не все страховые компании «на слуху» у потенциальных клиентов. Данные табл. 5.7 демонстрируют, что наиболее популярны среди клиентов страховые компании «Росгосстрах», «Ингосстрах», РОСНО и др.

Компания «Ромир» провела исследование причин, побуждающих страхователей выбрать ту или иную страховую компанию (рис. 5.10).

[1] По данным ФСФР.

[2] Без всякой накопительной составляющей.

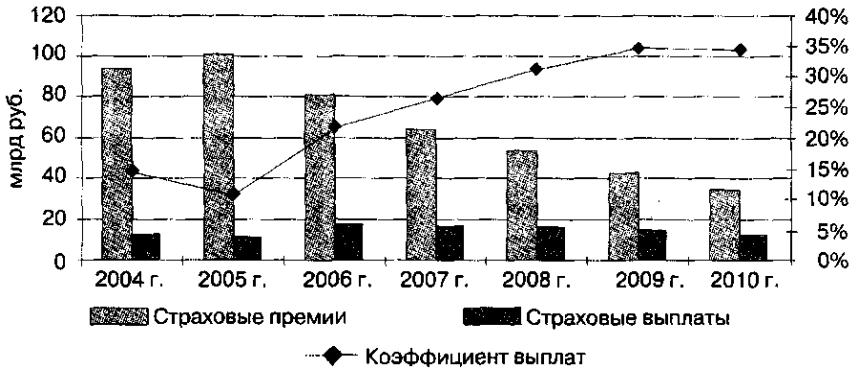

Рис. 5.9. Страховые премии, выплаты и коэффициент выплат по договорам, принятым в перестрахование в 2004–2010 гг.[1]

Таблица 5.7

Результаты исследования знаний потребителями отечественных страховых компаний

№ п/п	Страховые компании	Вспоминание страховых компаний с подсказкой, % опрошенных	№	Страховые компании	Спонтанное вспоминание страховых компаний (без подсказки), % опрошенных
1.	Росгосстрах	97,8	1.	Росгосстрах	75,2
2.	Ингосстрах	91,7	2.	РОСНО	51,0
3.	РОСНО	90,8	3.	Ингосстрах	44,4
4.	Альфа-Страхование	66,6	4.	РЕСО-Гарантия	24,2
5.	ВСК	55,9	5.	ВСК	20,1
6.	РЕСО-Гарантия	49,8	6	Альфа-Страхование	18,7
7.	Уралсиб	49,1	7.	Макс	5,8
8.	Согласие	39,5	8.	Уралсиб	4,9
9.	Макс	27,5	9.	Согласие	2,5

[1] По данным ФСФР.

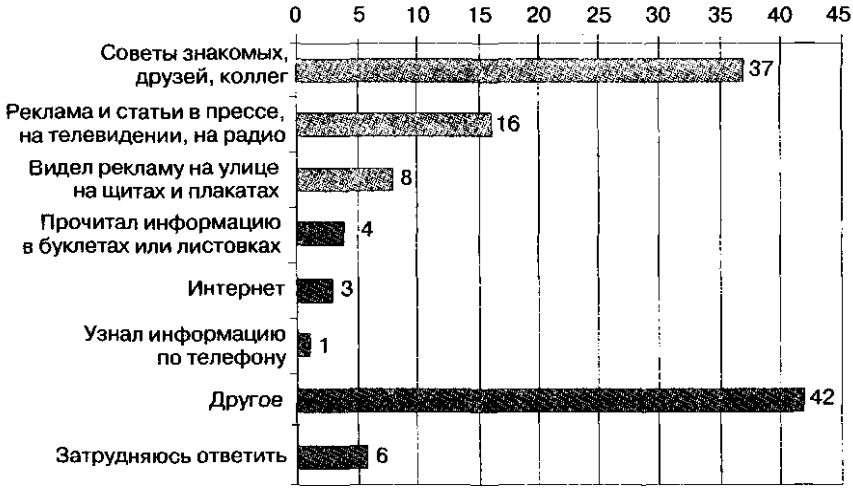

Рис. 5.10. Источники информации о страховой компании

Результаты проведенного опроса показали, что сформировался устойчивый круг страхователей с тенденцией его небольшого расширения за счет появления новых страхователей. Новые страхователи при выборе страховщика на 37% доверяют своим знакомым. Услугами сети Интернет пользуются только около 3% страхователей.

Произведенный анализ позволяют утверждать, что страховое дело представляет многоотраслевой вид бизнеса, который организуется страховщиками и их агентами для удовлетворения потребностей в страховой защите. При этом главной миссией страховщиков должно стать обеспечение эффективной страховой защиты потенциальных страхователей и приращения объема страхового капитала. По итогам проведенного анализа состояния российского страхового рынка можно сделать ряд выводов.

На российском страховом рынке с 1996 г. обозначилась тенденция снижения числа страховщиков. Однако наряду с сокращением количества игроков на страховом рынке значительно расширилась филиальная сеть «московских» страховых компаний, которая способствовала их экспансии в регионы.

Рост числа крупных компаний и увеличение капиталоемкости способствует повышению надежности, устойчивости страхового бизнеса, расширению операционных возможностей, а с другой стороны, отрицательно сказывается на конкуренции, порождает государственный и отраслевой монополизм.

Характерной особенностью российского страхового рынка является превышение собранных премий над произведенными выплатами, превалирование продуктов обязательного страхования над продуктами добровольного страхования. Низкая доля (30–60%) выплат к полученным платежам по сравнению с развитыми странами (90–95%) обусловлена:

- неадекватностью страховых тарифов принятой страховой ответственности, неразвитостью инвестиционной функции страхования;
- узостью продуктовой линейки российских страховщиков;
- однобокостью развития страхового рынка.

Анализ страхового рынка по отраслевому признаку показал:

- во-первых, преобладание на нем продуктов имущественного и личного страхования;
- во-вторых, в сегменте страхования имущества основную долю занимают продукты розничного страхования наземного транспорта. Невысокий темп роста наблюдается в страховании средств водного транспорта, средств воздушного транспорта и железнодорожного транспорта;
- в-третьих, в сегменте личного страхования лидируют продукты ДМС и страхования от несчастных случаев. Очевидно, рынок личного страхования прирастал в основном за счет кэптивных страховщиков, которые собирают премии преимущественно с материнских структур;
- в-четвертых, значительная часть рисков, которым подвергаются граждане и юридические лица, не имеют страховой защиты из-за неразвитости страхования ответственности и страхования жизни;
- в-пятых, рынок страхования жизни прирастал за счет кэптивных страховщиков и страхователей по полученным банковским кредитам.

Перестрахование с 2005 г. демонстрирует отрицательную динамику сборов, что явилось уменьшением доли рисков, передаваемых в перестрахование. Наибольшую долю в перестраховании занимает страхование имущества.

Эти тревожные тенденции в однобоком развитии российского страхового рынка следует переломить в пользу массовых продуктов добровольного страхования. Добившись превалирования продуктов добровольного страхования, можно обеспечить клиентоориентированность,

преобразование ценовой конкуренции в сервисную, а также повысить спрос на качественные страховые продукты.

В исследовании под названием «Будущее страхового рынка России», проведенном рейтинговым агентством «Эксперт РА», говорится о том, что российский страховой рынок к 2020 г. может занять 9–12-е место в мире (в зависимости от сценария развития экономики), поднявшись с 19-го места в 2010 г. Доля страховых взносов в ВВП может вырасти с 2,3 до 4–5%, а совокупная доля страховых компаний в выручке компаний крупного бизнеса достигнет 4% (с 1% в 2010 г.).

Согласно данным агентства, при оптимистичном сценарии развития событий, если в 2012 г. рост российской экономики продолжится, то объем страховых взносов достигнет 760 млрд руб., увеличившись по сравнению с 2011 г. на 15–20%.

Пессимистичный сценарий (если в 2012 г. кризис на страховом рынке повторится) предполагает замедление темпов прироста взносов до 2–6%, а объем рынка составит 675 млрд руб.

В этом случае российский страховой рынок не покажет отрицательных результатов в основном за счет роста взносов в обязательных видах страхования (ОПО и ОСАГО) и средств государства (сельскохозяйственное страхование с господдержкой, страхование строительно-монтажных рисков по крупным строительным проектам с участием государства).

Наиболее уязвимыми окажутся сегменты страхования, связанного с банковским кредитованием, страхования грузоперевозок, добровольное медицинское страхование (в том числе в связи с реформой системы ОМС). Взносы по видам страхования, предполагающим перестрахование на международном перестраховочном рынке, будут поддерживаться за счет роста тарифов, индексируемых с учетом изменения валютных курсов.

По заявлению заместителя генерального директора «Эксперт РА», новые обязательные виды страхования могут стать краткосрочным драйвером роста рынка страхования. Они дадут рынку 50–100 млрд руб. в год. В то же время, по прогнозам многих экспертов, на перспективу 5–10 лет только стимулирование и развитие добровольных видов страхования (в частности, страхования жизни) должны стать основной стратегией рынка.

Потенциальными точками роста кроме страхования жизни может стать немоторное страхование имущества физических лиц, страхование малого и среднего бизнеса.

Литература

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. [Электронный ресурс] // Консультант Плюс: справочная правовая система / разраб. НПО «Вычисл. математика и информатика». — М.: Консультант Плюс. — Режим доступа: htth://www. consultant.ru.
2. Федеральный закон РФ «Об организации страхового дела в РФ» от 27 ноября 1992 г. № 4051-1, в ред. от 30.10.2009г. № 243-ФЗ.
3. Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств: Закон Российской Федерации от 25 апреля 2002 г. № 40-ФЗ.
4. *Годин А. М., Фрумина С. В.* Страхование: Учебник. — М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2009.
5. *Грищенко Н. Б.* Основы страховой деятельности: Учебное пособие. — М.: Финансы и статистика, 2008.
6. *Ивасенко А. Г.* Страхование: Учебное пособие / А. Г. Ивасенко, Я. И. Никонова. — М.: КНОРУС, 2009.
7. Страхование: экономика, организация, управление: Учебник в 2 т. / СПбГУ, экон. факультет; под ред. Черновой Г. В. — М.: Экономика, 2010.

Глава 6
РЫНОК ЗОЛОТА

6.1. Рынок золота как особый сегмент финансового рынка

Современный финансовый рынок представляет собой многоблочную систему, состоящую из относительно самостоятельных сегментов, каждый из которых — рынок определенной группы однородных финансовых активов. Одним из таких сегментов является рынок драгоценных металлов.

К драгоценным металлам относятся золото, серебро, платина и металлы платиновой группы (палладий, родий, рутений, иридий, осмий), отличающиеся высокой стоимостью, химической стойкостью, красивым внешним видом в изделиях. Они являются объектом торговли на международном финансовом рынке. Регулируемые сделки осуществляются с золотом, серебром, платиной (их еще называют банковскими металлами); другие металлы торгуются эпизодически и котируются чаще всего специализированными фирмами.

Основная роль на рынке драгоценных металлов принадлежит золоту — прежде всего потому, что на протяжении столетий именно золото выполняло роль всеобщего эквивалента, т. е. служило деньгами. В различные периоды времени роль золота и его функции изменялись в соответствии с экономической политикой государств.

В эпоху раннего меркантилизма государство устанавливало жесткие ограничения на вывоз золота из страны с целью увеличения золотых запасов, поэтому драгоценному металлу была свойственна только функция накопления. С развитием мануфактурного производства в Европе государства стимулируют торгово-экономические отношения, поощряя экспортно-импортные операции, в процессе которых золото выполняет функцию средства обращения. В период становления капиталистических отношений при обслуживании торгового обмена золото выступает в качестве всеобщей меры стоимости и выполняет функцию

средства платежа. Оно приобретает статус денежного металла, на базе которого в XIX–XX вв. действует система золотого стандарта. Однако с началом использования бумажных и металлических денег золото постепенно утрачивает данную функцию. В условиях либерализации денежного обращения оно используется в качестве мирового резервного актива вплоть до 1970-х гг. Этот период характеризуется двойной системой жесткого регулирования операций с драгоценными металлами: на национальном и межгосударственном уровнях. Основной объем движения золота происходил между монетарными властями стран и международными финансовыми организациями. Доступ частного сектора к операциям с физическим металлом был существенно ограничен. Даже в считавшихся оплотом либеральной экономики США частные лица не могли владеть золотом в слитках до 1975 г.

Окончательно из наличного денежного обращения золото исчезло в связи с решением Бреттон-Вудской международной конференции 1944 г., определившей роль золота в качестве государственного резерва для погашения в случае необходимости дефицитов платежных балансов. Конвертируемость денежных единиц в золото была сохранена, по сути, только у американского доллара и только исключительно для обслуживания внешнеторговых операций.

Одновременно в целях укрепления и регулирования новой системы на международном уровне, расширения межгосударственного денежно-кредитного сотрудничества и поддержания финансовой стабильности была создана межправительственная организация — *International Monetary Fund* (МВФ). Его первоначальной «золотой» баланс в размере 1246,1 тонны был учрежден из взносов государств-участников, установленных в размере 25% от размера квоты (рассчитанной в зависимости от финансовых резервов и экономической развитости государства) страны в МВФ или 10% ее золотодолларовых резервов на дату вступления. При этом самая большая квота в Фонде досталась США.

Золото полностью перешло в распоряжение государственной власти и стало олицетворением национального достояния, а также окончательным запасным активом. Такое положение вещей сулило США неоспоримые преимущества на мировом финансовом рынке, так как позволяло выдавать кредиты и производить погашение задолженности перед другими странами своей национальной валютой, конвертируемой в золото по фиксированному курсу (с 1934 по 1971 г. доллар США был оценен в 0,888671 г золота, или $35 за тройскую унцию). С этого момента было положено начало открытой экспансии доллара в мировую экономику.

Указанное время принято называть эпохой «золотодевизного стандарта», основанного на золоте и резервных валютах — долларе США и фунте стерлингов, фактически завершившей свое существование 15 августа 1971 г., когда США официально прекратили обмен национальной валюты на золото.

Накопление противоречий внутри данной системы привело к ее качественному изменению — переходу от фиксированных валютных курсов к плавающим и, следовательно, ослаблению денежной функции золота. Ямайская международная финансовая конференция 1976 г. лишь юридически закрепила факт перехода золота в разряд товаров и официально исключила его из денежного обращения.

В конце XX в. золото было официально выведено из мировой валютной системы, что дало мощный толчок либерализации операций с золотом и расширило доступ частного сектора на этот рынок. Коренным образом изменились состав участников и структура рынка золота, расширился спектр операций, проводимых с драгоценным металлом.

Рынок золота в настоящее время представляет собой сложно организованную систему взаимоотношений между субъектами, функционирующую на разных уровнях ее организации (мировом, региональном, внутреннем) по поводу регулярной купли-продажи данного драгоценного металла в целях промышленно-бытового потребления, частной тезаврации, инвестиций, страхования, спекуляции на разнице в ценах, а также потребления в качестве валюты для международных расчетов.

В зависимости от объема проводимых операций, их разновидностей и режима, санкционированного государством, можно выделить три основных типа золотых рынков:

- международные (мировые);
- внутренние: свободные и регулируемые;
- теневые.

Международные рынки золота — это оптовые рынки с ограниченным количеством участников, в качестве которых выступают ведущие транснациональные банки и финансовые корпорации, обладающие отличной репутацией и мощными ресурсами. Эти рынки являются всеобъемлющими, на них совершаются наиболее крупные сделки в связи с отсутствием ограничительных налогов и таможенных барьеров, а правила торгов не кодифицированы и устанавливаются самими участниками. Расчеты проводятся круглосуточно и только в американских долларах.

Главные международные центры торговли золотом сосредоточены в Лондоне, Нью-Йорке, Цюрихе, Франкфурте, Чикаго и Гонконге. Первое место среди них по праву принадлежит лондонскому рынку — самому объемному по операциям с наличным золотом. Знаменитый «лондонский фиксинг»[1], устанавливаемый в 10.30 и в 15.00 час *London Bullion Brokers*, является официальной мировой ценой золота, на которую ориентируются многие участники глобального рынка золота.

Внутренние рынки золота — это рынки одного или нескольких государств с менее существенными оборотами, ориентированные прежде всего на местных инвесторов и тезавраторов. В качестве средства расчетов параллельно с долларом США или вместо него могут использоваться местные валюты. Отличительной чертой является государственное регулирование путем установления цен, налогов, акцизов, тарифов, квот на ввоз-вывоз, а также использование административных методов, мер и правил.

Внутри данной группы можно выделить *внутренние свободные рынки* с более мягким государственным регулированием (обычно налоговым), что формально не препятствует перемещению золота из страны в страну. Наиболее значимые внутренние свободные рынки сосредоточены в Гамбурге, Франкфурте-на-Майне, Вене, Амстердаме, Париже, Милане, Стамбуле.

Внутренние регулируемые рынки отличаются более жестким государственным вмешательством, где свободный ввоз-вывоз запрещен, а регулирование имеет «жесткий» характер за счет установления таких экономических условий, когда свободная торговля золотом становится невыгодной в связи с тем, что операции подпадают под действие прогрессивных налогов, за счет которых цены на золото становятся выше мировых. Для стран с закрытым внутренним рынком золота используется государственный буфер в виде фискальной сдачи добытого золота по твердой цене Национальному банку, что призвано создать условия для сохранения золотодобычи и инвестиционной привлекательности этой отрасли промышленности. Рынки золота данного типа имеют место в Афинах, Каире, Александрии, Саудовской Аравии.

Теневые («черные») рынки золота — это рынки нелегальной торговли золотом, функционирующие в условиях жесткого регулирования либо государственного вето на операции с золотом. Как правило, организация подобных рынков свойственна экономикам развивающихся

[1] Подробнее о фиксинге см. раздел 6.2.

стран с низким уровнем материального благополучия населения. Наиболее известный теневой рынок находится в Мумбаи (нынешнее название Бомбея).

Одним из главных центров торговли физическим золотом является Лондон. Лондонский рынок слиткового золота имеет богатые традиции, уходящие корнями в XVIII в. Тогда он представлял собой предпродажу колониального металла в Европу специализированными посредническими компаниями. В качестве покупателей выступали прежде всего официальные власти европейских стран. Это обстоятельство объяснялось тем, что в тот период золото являлось основой национальных денежных систем, т. е. выполняло монетарные функции. Англия стала первой страной, узаконившей данный порядок. Впервые золотой монометаллизм, при котором золото являлось главным денежным металлом, был официально введен в Англии на основе закона 1797 г. о прекращении свободной чеканки серебряных монет. Однако в этом же году в связи с войной с Францией, вызвавшей дефицит государственного бюджета и использование банкнотной эмиссии для его покрытия, размен банкнот на золото был временно прекращен и восстановлен окончательно лишь в 1821 г. В дальнейшем система классического золотого стандарта действовала в Англии до начала Первой мировой войны.

Доминированию Лондона в секторе торговли драгоценными металлами способствовали также поставки металла из стран Британского Содружества (прежде всего, из ЮАР), которых привлекала грамотная организация торговли драгоценными металлами. Из Лондона золото перемещалось в континентальную Европу, а оттуда — в страны Ближнего и Дальнего Востока.

В настоящий момент координирующим центром на лондонском рынке является Лондонская ассоциация рынка золота (*The London Bullion Market Association*), объединяющая участников рынка. Эта организация была основана в 1987 г. и сейчас насчитывает несколько десятков членов.

С 70-х гг. XX в. серьезную конкуренцию Лондону в торговле физическим металлом составляет Цюрих. В начале 80-х гг. Швейцария стала чистым нетто-импортером золота, так как внутреннее потребление металла в стране относительно невелико. С этого момента Цюрих выдвинулся в число мировых центров по торговле золотом: через него проходит около половины золота, предназначенного для удовлетворения промышленно-бытового спроса на металл в мире. Общий импорт золота Швейцарией оценивается примерно в 40% от совокупного мирового

предложения металла[1]. Долгое время в Цюрихе торговлей занималось множество банков, ориентировавшихся на лондонский рынок, откуда золото и поступало в Швейцарию. Однако в дальнейшем роль Цюриха как центра торговли золотом резко повысилась вследствие переориентации сюда поставок южноафриканского золота из Лондона. Этому способствовали также распад Британской империи, традиционный нейтралитет Швейцарии и стабильность ее валюты. В Швейцарии лучше развит розничный рынок, с которого мелкие слитки и монеты попадают в различные уголки света.

Но самое важное преимущество вытекает из особенностей структуры цюрихского рынка. Организационной формой рынка в Цюрихе является пул крупнейших банков универсального типа, занимающихся всеми видами банковских операций: *United Bank of Switzerland* + *Swiss Bank Corporation* + *Credit Swiss* (*Schweizerische Bankverein* + *Schweizerische Bankgesellschaft*, *Schweizerische Kreditanstalt*). В отличие от Лондона, где участники рынка выступают в качестве брокеров, члены цюрихского пула проводят операции с золотом за свой счет, выступая в роли гигантских дилеров. Здесь уже прибыль участников пула формируется не за счет комиссионных, а в силу разницы в ценах покупки и продажи.

Естественно, что для золотодобытчиков проще и выгоднее продавать металл напрямую членам пула, нежели через посредников. Помимо этого, швейцарские банки оказались более гибкими, чем их коллеги, предлагая своим клиентам все новые возможности на мировом рынке драгоценных металлов. Речь идет, во-первых, о круге совершаемых операций и разнообразии инструментов; во-вторых, швейцарские банки имеют широкое представительство во всех основных центрах торговли драгоценными металлами: в Европе, США, Азии, Австралии. Это обстоятельство дает возможность круглосуточно присутствовать на мировом рынке золота и реализовывать на рынке самые разнообразные стратегии как в своих интересах, так и в интересах клиентов.

Свои особенности имеют рынки драгоценных металлов, расположенные на территории США. Отмена Закона о золотом резерве (GOLD RESERVE ACT OF 1934), принятого в рамках проведения политики «нового курса» в 30-е гг. XX в., сделала возможным владение золотом частными лицами с 1975 г. Это обстоятельство привело к быстрому расцвету центров по торговле золотом в США, ставших самыми молодыми среди аналогичных рынков. На первые роли выдвинулись Нью-Йорк и Чикаго, где сформировался рынок срочных контрактов. С кон-

[1] По данным *World Gold Council* (Всемирного совета по золоту).

ца 80-х гг. получил свое развитие внебиржевой рынок (или, как еще его называют, «рынок сделок за прилавком»). Этот сегмент рынка драгоценных металлов наиболее развит в Нью-Йорке. Большая часть сделок хеджируется через биржу; таким образом, оба рынка взаимно дополняют и конкурируют друг с другом. Обороты «рынка сделок за прилавком» значительно превосходят обороты ведущих мировых бирж (COMEX, TOCOM). К преимуществам этого сегмента относятся отсутствие прозрачности и необходимости соблюдать ограничения, разрешающие торговлю только стандартизированными контрактами, как на бирже. Этот рынок позволяет максимально учитывать пожелания и запросы отдельного клиента. В Нью-Йорке функционирует и рынок слиткового металла, где покупателями выступают промышленные потребители.

Одним из старейших центров по торговле физическим металлом является Гонконг. Относительно регулярные торги здесь проводятся с 1910 г. Дополнительный импульс торговля металлом получила в 1974 г., когда были сняты ограничения на импорт золота. С конца 80-х гг. активность операций с золотом в Гонконге резко увеличивается. Здесь имеют представительства крупнейшие дилеры из Европы и США. На товарной бирже Гонконга с 1980 г. проводятся торги срочными контрактами на золото. В Гонконге действует свободный рынок золота, на котором не предусматриваются ограничения по сделкам резидентов и нерезидентов. Либерализация распространяется и на экспортно-импортные операции с золотом, в том числе и в форме ювелирных изделий. По некоторым данным Гонконг занимает третье место в мире по объему сделок на рынке физического золота (после Лондона и Нью-Йорка).

Другими важнейшими центрами торговли драгоценными металлами являются Дубай, Токио, Стамбул, где ежегодные операции с золотом оцениваются в несколько сотен тонн металла.

В последние годы понятие центра по торговле золотом претерпело определенные изменения в связи с переносом части операций с золотом в Интернет. Широкое применение интернет-технологий и бурное развитие электронной коммерции способствуют частичному переходу розничной и мелкооптовой торговли в сеть «глобальной паутины». Например, канадская компания *Kitco* через свой интернет-ресурс позволяет осуществлять круглосуточные операции с золотом. Всемирно известна интернациональная платежная система E-Gold, созданная в 1996 г. компанией *Gold 8 Silver Reserve.Inc*, денежные средства которой корреспондированы в некоторые драгоценные металлы, в частности и в золото. Эта особенность делает E-Gold особенно эффективной для проведения международных платежей, поскольку счета пользователей не привязаны к ка-

кой-либо национальной валюте. Открывая счет в системе E-Gold и вводя денежные средства, клиенты как бы покупают по рыночной стоимости выбранный ими для хранения и последующего использования в качестве платежного инструмента драгоценный металл.

По данным Всемирного совета по золоту (*World Gold Concil, WGC*), мировые запасы золота оцениваются в 163 тыс. тонн, в том числе запасы золота в государственных резервах стран мира по состоянию на 1 января 2011 г. составляют 30,5 тыс. тонн.

Таблица 6.1

Держатели крупнейших официальных золотых резервов на начало 2011 г. (в тоннах) по первым 10 странам

Страна	Запасы (тонна)	В % к мировым гос. резервам
США	8133,5	26,6
Германия	3401,0	11,1
Италия	2451,8	8,0
Франция	2435,4	7,9
Китай	1054,1	3,5
Швейцария	1040,1	3,4
Россия	788,6	2,6
Япония	765,2	2,5
Нидерланды	612,5	2,0
Индия	557,7	1,8

Источник: По данным *World Gold Council* (Всемирного совета по золоту).

Кроме того, крупным держателем золота является Международный валютный фонд, резервы которого на 1 января 2011 г. составляли 2814 тыс. тонн золота, а также Европейский Центральный банк. Консолидированные резервы золота европейских стран в ЕЦБ составляли на эту же дату 501,4 тонны золота.

Россия на начало 2011 г. имеет резервные запасы золота 788,6 тыс. тонн и находится на седьмом месте по объему золота в международных резервах отдельных стран, хотя еще три года назад наш официальный годовой запас составлял лишь 388,2 тыс. тонн (декабрь 2007 г.) и Россия по данному показателю занимала лишь 11-е место. О своей активной позиции по накапливанию своих золотых резервов ЦБ РФ официально заявил осенью 2005 г. Начиная с 2006 г. ЦБ РФ приступил к последовательной реализации своего плана, наращивая с каждым годом объемы и темпы прироста официальных золотых резервов.

Политика Банка России в отношении своих золотых резервов следует общемировой тенденции. Начиная со II квартала 2009 г. впервые за последние два десятилетия центробанки разных стран мира в совокупности превратились из нетто-продавцов в нетто-покупателей золота. Теперь они либо активно покупают золото, увеличивая сравнительно малую долю желтого металла в своих огромных золотовалютных резервах (Индия, Россия), либо ограничивают до минимума или совсем прекращают продажу золота (западные страны с развитой экономикой). Например, в соответствии с заключенным в 2009 г. на очередной пятилетний срок Соглашением центральных банков о золоте (*Central Bank Gold Agreement, CBGA*) подписавшие его европейские центробанки определили годовой лимит продаж золота на уровне не более 400 тонн, но за прошедшие с момента подписания 12 месяцев 2010 г. ими было продано всего 6,2 тонны — это на 96% меньше по сравнению с предыдущим периодом. До этого на протяжении десяти лет среднегодовой объем продаж золота центробанками, входящими в соглашение *CBGA*, достигал около 388 тонн золота в год.

Несмотря на стремительную динамику роста запасов золота, их доля в золотовалютных резервах Банка России по-прежнему относительно невелика (на 1 января 2011 г. — 7,5%). Эта особенность присуща и другим развивающимся странам с крупнейшими золотовалютными резервами. Так, по последним данным Всемирного золотого совета, в Китае доля золота в золотовалютных резервах составила на 1 декабря 2010 г. всего 1,7%, в Индии — 8,1%, в Южной Корее — 0,2%, в Бразилии — 0,5%. Для сравнения: эта же цифра для США составила на ту же дату 70,4%, для Германии — 70,3%, Франции — 67,2%, Великобритании — 16,3%. Исключение составляет Япония (3%).

Золотые резервы Центрального банка РФ не следует путать с золотым запасом России, частью которого они являются. Золотой запас России включает также золото, хранимое Гохраном России при Министерстве финансов РФ. В отличие от открыто публикуемых данных о резервах Центробанка РФ информация о золоте, находящемся в Гохране, закрыта и является государственной тайной. Соответственно, в общемировую статистику официальных золотых резервов, публикуемую Мировым валютным фондом и Всемирным золотым советом, золото Гохрана не включается. Такая особенность учета государственных золотых резервов встречается и в ряде других стран.

Интерес ведущих стран мира к золоту как к реальному резервному активу более чем оправдан: ведь оно традиционно является символом валютной независимости и стабильности государств как на националь-

ном, так и на международном уровне. Это обусловлено следующими факторами.

1. Золото является относительно безрисковым активом. Его ценовая динамика отличается от тенденций курса национальных валют. Так, при замедлении темпов экономического роста и снижении курсов валют инвесторы предпочитают вкладывать средства в более надежные активы — драгоценные металлы, в частности в золото.
2. Золото обеспечивает физическую защищенность. Иностранные денежные средства и ценные бумаги могут быть обременены валютным контролем, частично или полностью ограничивающим их перемещение на территории государства. В таком случае можно говорить об ограничении доступа к собственным ресурсам, размещенным в форме банковских депозитов и ценных бумаг, на территории государства — инициатора валютного контроля. Более надежным активом является золото в резервах национальных центральных банков.
3. Золото является высокодоходным активом. Центральные банки управляют портфелем золотых резервов, предпочитая менее рискованные операции, регулярно приносящие доход. Значительная часть таких операций совершается через банки-маркетмейкеры на рынке золота, что также приносит им существенный доход. Владение центральными банками этим благородным металлом помогает укреплять доверие населения к национальной валюте.
4. Золото остается надежным инструментом страхования от неблагоприятной макроэкономической и политической ситуации. Золотые резервы могут рассматриваться как страховое возмещение в условиях финансовых кризисов, проблем в мировой валютной системе, в периоды войн и стихийных бедствий.
5. По обеспечению экономической защищенности золото по-прежнему занимает лидирующие позиции среди финансовых активов. Оно обладает гораздо большей ликвидностью, чем другие «защищенные» финансовые активы, поскольку может быть реализовано без больших затрат и в любое время.

6.2. Участники рынка золота и его функции

Современный рынок золота имеет сложную функциональную структуру, зависимую от многих внешних и внутренних факторов. Его становление и развитие происходили одновременно с эволюцией мировой

денежной системы и естественным образом были сопряжены с финансовой ролью золота в глобальной экономической системе.

Мировой рынок золота в широком плане охватывает всю систему циркуляции этого драгоценного металла в масштабах мира: производство, распределение, потребление. Иногда это понятие рассматривается и в более узком плане — в качестве рыночного механизма, обслуживающего куплю-продажу золота как товара на национальных и международных уровнях.

Как системное явление рынок золота можно рассматривать с двух точек зрения — институциональной и функциональной.

Институционально рынок золота — это совокупность торговых ассоциаций и специализированных учреждений, осуществляющих непрерывную торговлю наличным золотом и его производными инструментами на базе крупнейших торгово-финансовых центров во всех уровнях организации хозяйственных отношений. Его функционирование происходит посредством реализации спроса и предложения на металл.

Среди участников рынка можно выделить следующие группы:

- *золотодобывающие компании.* Это важная категория участников рынка, так как они поставляют на рынок основное количество первичного золота. Сюда относятся как небольшие компании, так и огромные корпорации. Чем больше компания добывает золота, тем сильнее ее влияние на рынок. Это заставляет других участников рынка внимательно отслеживать все события, связанные с деятельностью крупных золотодобытчиков (слияния, банкротства и т. д.);
- *промышленные потребители.* Эта категория участников включает в себя промышленные предприятия, ювелирное производство, а также предприятия по очистке и облагораживанию золота (аффинаж);
- *биржевой сектор.* В ряде стран на крупнейших биржах существуют специальные секции по торговле золотом и другими драгоценными металлами. Там могут торговаться разнообразные инструменты, имеющие отношение к золоту: срочные контракты на металлы, слитки и монеты, ценные бумаги, номинированные в золоте;
- *инвесторы.* Это обширная категория участников рынка, имеющих различные интересы. Данное обстоятельство порождает разнообразные формы вложений в инструменты, связанные с золотом;
- *центральные банки.* Их роль на рынке драгоценных металлов многогранна. С одной стороны, они являются крупнейшими продавца-

ми и покупателями золота; с другой — в их функцию входит установление правил торговли золотом на рынках;

- *профессиональные дилеры и посредники*. Эту группу составляют прежде всего коммерческие банки и специализированные компании (торговые ассоциации, маркетмейкеры, дилерские, брокерские и клиринговые конторы). Дилеры играют ведущую роль на любом рынке, так как почти все золото первоначально попадает в их руки.

Источниками покрытия потребностей в золоте являются: новая добыча, золотой лом (скрап), поставки из государственных резервов, детезаврация (поставки из частных накоплений). Первые два источника представляют собой источники первичного металла, реализация которого увеличивает общий объем накапливаемой массы золота в мире. Остальные — это источники вторичного металла, который попадает на рынок в порядке перераспределения ранее накопленных фондов. Поступления первичного металла преобладают.

Принято различать два основных способа добычи золота: рассыпной и рудный. Несмотря на то что рассыпные месторождения (песок и прочие грунты, содержащие золото) называют «основным источником золота нашей планеты», его разработка промышленным способом довольно часто оказывается нерентабельной. Среднемировой показатель добычи россыпного золота составляет 7%. Россия является бесспорным лидером по запасам россыпного золота, добывая ежегодно в среднем 16%. Разработка же рудных месторождений — самый масштабный и прибыльный способ добычи золота: в мире около 93% золота добывается рудным путем, в России — 84%[1]. В настоящее время добычей золота на промышленном уровне занимаются свыше 60 стран. За последние 20–25 лет ежегодная мировая добыча золота существенно возросла: с 1908 тонн в 1988 г. до 2500 тонн в 2006-м; 2409 тонн — в 2008-м; 2572 тонн — в 2009-м; 2652 тонн — в 2010 г. (рост 39%)[2]. Такие высокие темпы производства желтого металла в значительной степени связаны с использованием прогрессивных технологий, применяемых при переработке бедных золотосодержащих руд. Широкое распространение получили, в частности, угольно-сорбционная технология извлечения золота и метод кучного выщелачивания. Основными продуцентами золота являются ЮАР, Австралия, США, Канада, Китай, Россия. Россия занимает место в десятке ведущих стран по добыче золота, на ее долю приходится около 7% мирового рынка[3].

---

[1] Рынок золота в мировой экономике. См.: www.webeconomy.ru. 2010.

[2] Financial Times. 2011. 14.01.

[3] Мировой рынок золота. См.: www.invest-profit.ru. 26.12.2010.

В последние годы в мировой золотодобыче произошли серьезные структурные изменения. Прежде всего это касается ее географической структуры. Так, если традиционный лидер мировой добычи золота ЮАР добыла в 1980 г. 675 тонн золота, в 1990-м – 605 тонн, то в 2006 г. – только 254 тонны, потеряв позиции крупнейшего мирового производителя золота. На смену ЮАР пришел новый лидер – Китай, добывший в том же 2006 г. 270 тонн золота. В 2009 г. объем производства золота в Китае достиг 313,98 тонны, в 2010-м – 340,0 тонн, четвертый год подряд обеспечивая ему первое место в мире. Новые крупные производители золота появились также в юго-западной части бассейна Тихого океана: Филиппины, Папуа – Новая Гвинея, Индонезия, Латинская Америка. К примеру, Индонезия в 1992 г. производила 2 тонны золота, в 2005-м – уже 114 тонн; в Перу золотодобыча увеличилась с 18 тонн в 1992-м до 203 тонн в 2006 г. Одной из важнейших тенденций стал прирост добычи в беднейших странах, которые зачастую существуют в основном за счет экспорта золота. Например, доля золота в общем объеме экспорта в Гане составляет треть, а в Мали – половину[1].

Таблица 6.2

Мировой рейтинг 10 ведущих производителей золота по данным GFMS за 2006–2009 гг.

2006	2007	2008	2009	Место/тонн	2009	2008	2007	2006
3	1	1	1	Китай	330	288	280	247
2	3	4	2	Австралия	223	211	245	247
1	2	3	3	ЮАР	222	232	270	254
4	4	2	4	США	214	234	239	252
6	6	5	5	Россия	213	183	169	173
5	5	6	6	Перу	180	175	170	202
7	7	8	7	Индонезия	146	93	147	116
8	8	7	8	Канада	95	94	101	104
10	9	9	9	Гана	87	83	75	75
9	10	10	10	Узбекистан	74	77	75	75
				Всего в мире	2553	2409	2473	2486

Источник: Financial Times. 2011. 14.01.

[1] Рынок золота в мировой экономике. См.: www.webeconomy.ru. 2010.

Функционально рынок золота представляет собой торгово-финансовый центр, в котором сосредоточены торговля золотом и другие коммерческие и имущественные сделки с этим активом и который по существу сводит агентов спроса и предложения золота, обеспечивая реализацию их коммерческих интересов на взаимовыгодных условиях. С этой позиции функционирование рынка золота должно обеспечить совокупность разнообразных взаимоотношений между субъектами рынка начиная с этапа разведки, добычи, переработки золота вплоть до его промышленного и ювелирного потребления, создания золотого запаса государства и тезавраторов.

В мире принято насчитывать более 50 центров торговли золотом, в том числе 11 – в Западной Европе; 19 — в Азии; 14 — в Америке; 8 — в Африке.

Наибольший объем операций с физическим золотом приходится на Лондон и Цюрих. При этом все участники рынка делятся на две группы: маркетмейкеры и обычные участники. Маркетмейкеры (участники, формирующие рынок) обязаны постоянно поддерживать двусторонние котировки на покупку и продажу, информируя об этом заинтересованных лиц (своих клиентов, других маркетмейкеров). Обычные участники не формируют рыночные цены, ориентируясь в своей деятельности на котировки маркетмейкеров. Важная роль на лондонском рынке принадлежит Банку Англии, контролирующему оптовый рынок слиткового золота.

Большинство же участников рынка составляют бывшие брокерские конторы, ранее специализировавшиеся на импорте золота и его продаже Банку Англии, а ныне являющиеся подразделениями крупнейших банков мира. К числу наиболее известных фирм относятся:

- *M. Rotschild and Sons*;
- *Hoccatta & Goldsmith* (подразделение *Standart Chartered Bank*);
- *Samuel Montaque* (подразделение *Midland Bank PLC*);
- *Sharp Pixley* (подразделение *Deutsche Bank*).

Участники рынка могут предоставлять брокерские услуги, действуя по поручению и за счет своих клиентов, сводя покупателей и продавцов. Вознаграждением брокеров являются комиссионные от заключенных сделок. На межбанковском рынке насчитывается всего две чисто брокерские компании: *Tradition Financial Service* в Лондоне и *PREMEX A. C.* в Цюрихе. Они не предоставляют своих котировок и не держат открытых позиций. Прибыль компании формируется за счет комиссионных, получаемых ими за содействие в проведении сделок «спот».

Что же касается дилеров, то в этой роли выступают прежде всего крупнейшие банки и их аффилированные структуры. Это объясняется тем, что для проведения регулярных оптовых операций в международных центрах торговли необходимо мобилизовать большие средства. Чаще всего это достигается путем привлечения банковских кредитов. Помимо оптовой торговли стандартными слитками в Лондоне торгуются также мелкие слитки и монеты из разных стран.

Говоря о лондонском рынке, нельзя обойти вниманием процедуру «фиксинга» — установления ориентировочной цены золота, с учетом которой на рынках совершаются фактические сделки. В фиксинге принимают участие пять постоянных членов, каждый из которых присылает своего представителя: *Rothschild Bank; Standart Chartered Bank; Republik National Bank; Deutsche Bank; Midland Bank.*

Первоначально фиксинг проводился раз в день, а цена фиксировалась в английских фунтах. В 1968 г. в системе фиксинга были произведены изменения, отражавшие возросшее значение американского рынка и доллара: была введена процедура дневного фиксинга, по времени совпадающая с началом делового дня в Нью-Йорке; вместо котировки цен в фунтах стерлингов введена котировка в долларах. В этой валюте устанавливаются цены и чаще всего производятся платежи по сделкам. Таким образом, два раза в день (утренний фиксинг — в 10.30; вечерний — в 15.00 лондонского времени) определяется цена равновесия. Уравнивание спроса и предложения на металл достигается путем сопоставления поручений клиентов на покупку и продажу золота. Участники фиксинга непрерывно комментируют своим клиентам процесс фиксации, содержащий сведения о количестве выставленных заказов. В ходе фиксинга клиент вправе изменять объем своего заказа. После фиксации цены определяется цена исполнения фиксированных заказов. При этом заказ на продажу исполняется по цене фиксинга +0,05 доллара, а заказ на покупку — по цене фиксинга +0,25 доллара. Разница между ценой продажи и покупки является доходом участников фиксинга.

Такой механизм дает возможность любому участнику рынка торговать золотом на равных условиях, благодаря чему большие объемы золота могут быть куплены или проданы с минимальной разницей между ценой продажи и покупки. Цена Лондонского фиксинга мгновенно передается по средствам связи в другие центры торговли золотом, публикуется в средствах массовой информации и служит основой формирования цен на других рынках.

Фиксинг на серебро проводится ежедневно раз в день. Здесь в процедуре установления цены принимают участие три участника. В отли-

чис от фиксинга золота, который ведет представитель компании *N.M. Rotschild & Sons*, процедура фиксинга серебра проходит под руководством представителя *Standard Chartered*. В противоположность золотому фиксингу серебряный фиксинг является закрытым, т. е. в ходе проведения процедуры нельзя изменять объемы поданных заказов. Цена на серебро устанавливается в американских долларах, а затем пересчитывается в английские фунты. Комиссионные у участников серебряного фиксинга составляют:

- 1/16% цены у продавца;
- 3/16% цены у покупателя.

Кроме фиксинга на золото и серебро два раза в день проводится фиксинг на платину и палладий. Условия их проведения в основном совпадают с условиями проведения фиксинга золота.

Рынок золота в Цюрихе, как было отмечено, образуется пулом крупнейших банков универсального типа, которые проводят операции с золотом за свой счет, т. е. выступают не в роли брокеров (как участники лондонского рынка), а в роли дилеров. Поэтому их доход формируется не за счет комиссионных, а за счет разницы в ценах покупки и продажи золота. Отметим, что золотодобытчикам гораздо удобнее продавать металл напрямую банкам — членам пула, а не посредникам.

Действия универсальных банков — участников рынка могут оказывать серьезное влияние на рыночную конъюнктуру. При этом, чем выше доля участника в операциях рынка, тем больше его способность, устанавливая цену, влиять на складывающуюся ситуацию. Крупнейшие банки часть купленного металла направляют на розничный рынок, который в Швейцарии высоко развит.

Говоря об объектах физической торговли, необходимо отметить, что в настоящее время формы и правила торговли драгоценными металлами стандартизированы.

В целях обеспечения промышленных потребителей золотом используется, как правило, консигнационный метод торговли. При этом собственник золота (банк, специализированная компания) поставляет металл на склад потребителя без предоплаты с условием выкупа золота в течение определенного срока. После этого покупатель периодически заключает сделки с владельцем на определенное количество металла, находящегося на складе. Переход права собственности на товар, находящийся на складе, осуществляется в момент расчетов по сделке. До этого право собственности сохраняет владелец золота. Если в течение указанного срока металл не выкупается, он подлежит возврату своему

владельцу со склада потребителя. К преимуществам данного метода относятся бесперебойное снабжение металлами потребителей, экономия затрат банка по поставке металлов, возможность оперативно реагировать на колебания рыночной конъюнктуры, т. е. не упустить время, оптимальное с точки зрения эффективности сделки.

Торговля физическим металлом базируется на использовании металлических счетов типа *allocated* (эллокейтед) — счетов ответственного хранения. Они предназначены для временного хранения металла в банках с дальнейшей реализацией или переводом в другое место. Использование таких счетов влечет расходы по хранению металла. Особенность этого счета следующая: банк, ведущий данный счет, не имеет права использовать металл ни в каком виде; с этого счета получают только те слитки, которые были на него положены.

Объектом торговли при физической поставке металла является аффинированное золото в слитках определенных размеров. Эти слитки часто называют банковскими или финансовыми. Самым известным стандартом является *London Good Delivery*. Он содержит ряд основных требований:

- вес слитка — 350–400 унций (11,5–13 кг);
- аффинажная фирма, проставляющая клеймо на слитках, должна быть включена в специальный список лондонского рынка;
- чистота металла должна быть не менее 995 долей чистого золота на 1000 долей лигатуры;
- на слитке должен быть ряд обязательных отметок:
  - проба;
  - серийный номер;
  - клеймо изготовителя и органа пробирного надзора с указанием веса с точностью до 0,25 тройской унции.

Поверхность слитка не должна иметь пор и углублений; слиток должен быть удобен для переноски и складирования. Денежные расчеты за 1 тройскую унцию (31,1034807 г) чистого золота проводятся в долларах США. Количество поставляемого золота должно выражаться в целых числах, соответствующих физическому количеству золотых слитков. Так как технические характеристики слитков стандартизированы, то при заключении контрактов фигурируют слитки, соответствующие стандарту.

Другие драгоценные металлы также торгуются в стандартных слитках. В расчетах за золото принимается во внимание масса химически чистого металла, содержащегося в слитках; при торговле другими дра-

гоценными металлами оплачивается общая масса слитка (включая примеси).

Естественно, что не все операции с золотом осуществляются в Лондоне с золотом одной пробы и одинаковыми размерами слитков. Тем не менее рыночная цена наличных слитков лондонского образца является основой для определения стоимости всех операций с физическим золотом. С ее помощью устанавливается цена золота в других центрах торговли с учетом стоимости перевозки золота между пунктами, расходов по доведению пробы до различных значений и, естественно, с учетом спроса и предложения на рынке. При этом котироваться может не собственно цена, а величина надбавки или скидки по отношению к стоимости слитка лондонского образца.

Мелкие, нестандартные слитки могут быть предметом торговли на внутренних рынках, где на них есть соответствующий спрос местных тезавраторов. Более популярным видом вложений среди данной группы инвесторов считается покупка золотых монет и медалей.

Что касается рынка безналичного металла, то на нем не предусматривается физического перемещения ценностей. На этом принципе базируются расчеты на межбанковском рынке, осуществляемые через клиринговые компании. Механизм функционирования таких компаний принципиально не отличается от учреждений, занимающихся валютным клирингом. Дополнительно клиринговая компания, специализирующаяся на операциях с золотом, осуществляет физическую поставку золота в слитках.

Переход права собственности на безналичный металл осуществляется путем проведения записей по металлическим счетам типа *unallocated* (аналлокейтед), на которых учет золота ведется не в определенных слитках, а в граммах или унциях. Такие счета открываются в крупнейших банках, а условия поставки по ним оговариваются по отношению к определенным центрам торговли. По данному счету учитывается задолженность банка перед клиентом, отражаемая в определенном количестве металла. Открытие такого счета сопровождается заключением соглашения с банком, где оговариваются правила ведения счета.

Внесение металла на счет сопровождается его поставкой в хранилище банка либо покупкой металла на межбанковском рынке. За хранение металла, как правило, плата не взимается. Получение физического металла также происходит бесплатно. Начисление процентов по таким счетам не предусмотрено. Расчеты по счетам осуществляются по системе SWIFT. Золото переводится продавцом на клиринговый счет поку-

пателя, а валюта (обычно доллары США) перечисляется покупателем золота на долларовый клиринговый счет продавца.

6.3. Основные виды банковских операций с драгоценными металлами и технологии их проведения

Главным связующим звеном на рынке драгоценных металлов, формирующим их экономический оборот, движение металла от производителя к потребителю, от одних владельцев к другим, являются банки. Банки являются ключевым элементом в системе финансового посредничества на рынке драгоценных металлов, оставаясь его крупнейшими операторами. Сегодня банки осуществляют самые разнообразные операции с драгоценными металлами: сделки купли-продажи наличного и «бумажного» (безналичного) металла, привлечение денежных средств на металлические счета во вклады, размещение драгоценных металлов, предоставление ссуд под залог драгоценных металлов, доверительное управление и хранение драгоценных металлов. Однако основным видом банковских операций с золотом были и остаются торговые сделки, главным образом оптового характера, которые сосредоточены на международном межбанковском рынке драгоценных металлов. Всего через банки проходит около 90% мирового оборота драгоценных металлов.

Технология проведения банковских операций с драгоценными металлами предполагает открытие металлических счетов, на которых ведется учет их количества. В международной практике различают два вида металлических счетов. Первый вид, так называемые счета ответственного хранения, или счета *allocated*, предназначен для совершения банковских операций с драгоценными металлами, имеющими конкретные индивидуальные признаки (наименование, количество, проба, производитель, серийный номер и др.). Учет на таких счетах, осуществляется в строгом соответствии с внесенными ценностями, так как по требованию клиента банк обязан выдать ему именно те монеты и слитки, которые ранее были зачислены на счет. Свободно использовать такой металл банки не могут, поэтому за ведение счета обычно взимается комиссия, покрывающая расходы банка по хранению и страхованию металла.

Второй вид, так называемые обезличенные металлические счета, или счета *unallocated*, позволяет совершать операции с металлом, не имеющим индивидуальных признаков. Учет на таких счетах ведется в граммах или унциях внесенного металла. Зачисление металла на эти счета

может осуществляться не только путем его внесения в наличной форме, но и путем перечисления денежных средств в размере, достаточном для покупки требуемого количества драгоценного металла по текущим ценам. Выдача металла с таких счетов может происходить как в слитках, соответствующих международным стандартам, так и деньгами. Для торговых операций с драгоценными металлами используются только обезличенные металлические счета.

Сделки купли-продажи металла могут осуществляться банками либо за свой счет (собственные операции), либо за счет клиентов (клиентские операции). В первом случае банки выступают на рынке как дилеры, т. е. самостоятельные покупатели и продавцы, принимающие весь риск операций на себя, во втором — как брокеры, т. е. посредники, «соединяющие» между собой покупателей и продавцов драгоценных металлов. В качестве дилеров банки зарабатывают на разнице между ценой покупки и продажи металлов, т. е. марже, тогда как основной доход брокеров — брокерская комиссия, величина которой в зависимости от условий сделки может быть плавающей или фиксированной.

Операции купли-продажи наличного металла банки производят с монетами и стандартными слитками, отвечающими требованиям «*good delivery*». Сделки заключаются по ценам, котируемым банками в течение рабочего дня. При этом, если на международном рынке банки выступают одновременно как брокеры и дилеры, то на внутреннем рынке, в силу его более низкой ликвидности, главным образом в роли дилеров по торговым сделкам. На международном рынке банки проводят только оптовые сделки купли-продажи (стандартный размер сделки составляет, в частности, 1 тыс. унций золота или 50 тыс. унций серебра), тогда как на внутреннем рынке могут работать с любым количеством металла. Поставка наличного металла обычно производится в день платежа, а металл выдается или принимается клиентом в специально оборудованном хранилище. За хранение металла с клиента взимается плата. Крупные банки по поручению своих клиентов за соответствующее вознаграждение могут организовать доставку металла практически в любую страну мира.

Банковские операции купли-продажи драгоценного металла условно можно разделить на две большие группы: кассовые операции и срочные операции.

Кассовые (текущие) операции купли-продажи металла осуществляются на условиях «спот» с датой валютирования (датой зачисления-списания металла и валюты) не позднее второго рабочего дня после дня заключения сделки. Международный рынок текущих операций назы-

вается спот-рынком (*spot market*). Ниже приводятся стандартные объемы сделок с наличным металлом на условиях «спот»:

- золото — 5 тыс. тр. унций;
- серебро — 100 тыс. тр. унций;
- платина — 1 тыс. тр. унций;
- палладий — 0,5 или 1 тыс. тр. унций.

Целями проведения кассовых операций являются формирование либо реализация фонда драгоценных металлов банка, выполнение клиентских заявок, а также страхование инфляционного риска, т. е. риска обесценения национальной валюты. Отправной точкой для определения ценовых параметров с физическим золотом является цена лондонского рынка («локо» Лондон).

В торговле драгоценными металлами на спотовом рынке широко используются обезличенные металлические счета. Сделки купли-продажи «бумажного» металла позволяют избежать расходов, связанных с хранением, страхованием, перевозкой и проверкой драгоценных металлов. Поэтому цены купли-продажи драгоценных металлов, котируемых банками по обезличенным металлическим счетам, оказываются для мелких клиентов более привлекательными, чем при операциях с наличным металлом. Владелец обезличенного металлического счета может беспрепятственно снять с него металл в наличной форме, однако при его получении банком обычно взимается комиссия, ограничивающая возможность использования подобных счетов для минимизации затрат на получение монет и слитков. Владельцам обезличенных металлических счетов для удостоверения их права собственности на депонированный металл банки могут выдавать металлические сертификаты. Сертификат как ценная бумага предоставляет своему владельцу дополнительные удобства при совершении операций с находящимся на обезличенном металлическом счете металлом: его можно не только легко продать, минуя посредников, но и передать в залог, а также осуществить любые другие операции.

Срочные операции представляют собой договор, предусматривающий поставку драгоценного металла на срок, превышающий второй рабочий день (зачастую через 1–3 месяца и более), на условиях, которые оговариваются в момент его заключения. Эти условия включают в числе прочих цену, количество и сроки поставки металла. Основными видами срочных банковских операций с наличным металлом являются форвардные сделки, а также сделки «своп». Подобные сделки осуществляются банками напрямую, минуя биржевой рынок. Срочные опера-

ции обычно проводятся с целью страхования (хеджирования) рисков, связанных с неблагоприятным изменением цен в будущем, обеспечения гарантированного сбыта или поставок металлов, временного арбитража, а также в спекулятивных целях.

Форвардные операции с наличным металлом — это сделки, традиционно заключаемые для его реальной купли или продажи. Контрагенты по сделке хорошо знают друг друга. Объемы сделок оговариваются для каждого конкретного случая отдельно. Форвардный контракт нельзя закрыть до истечения его срока. Его можно только уравновесить (закрыть форвардную позицию) путем обратной сделки на спотовом или срочном рынке, а именно путем купли-продажи оговоренного сделкой количества товара по текущему курсу с дальнейшей его продажей по курсу, установленному форвардным контрактом. При покупке наличного металла на условиях форвардной сделки страхуют риск повышения цен в будущем, при продаже металла — риск ее будущего падения. Покупателями форвардных контрактов обычно выступают потребители металлов, желающие иметь в будущем необходимое количество металла по гарантированной цене, инвесторы, вкладывающие средства в драгоценные металлы, и спекулянты, играющие на повышение. В свою очередь, продавцами форвардных контрактов чаще всего выступают добывающие компании, стремящиеся застраховать себя от риска снижения будущих цен на металлы, инвесторы, сокращающие свои вложения в драгоценные металлы, а также спекулянты, играющие на понижение. Страхование обеспечивается путем фиксации цены, на основании которой в будущем планируется осуществить взаиморасчеты. Однако такая сделка не дает возможности воспользоваться более благоприятной конъюнктурой.

При определении форвардной цены стороны оговаривают ряд моментов. Так как продавец контракта обязан поставить золото только по истечении определенного срока, то в пределах срока действия контракта он может разместить золото на депозите. Следовательно, форвардная цена уменьшается на величину процента по золотому депозиту. С другой стороны, отказавшись от продажи золота на спотовом рынке, инвестор теряет процент по валютному депозиту, который был бы у него при размещении выручки в банке. Значит, форвардная цена увеличивается на данную сумму.

На золотом межбанковском рынке форвардные сделки заключаются достаточно редко. При необходимости продажи металла на срок продавец обычно сбывает его на условиях спот, а затем заключает сделку «своп»: покупает металл на условиях спот и одновременно продает

его на условиях форвард. Обычно такого рода контракты заключаются в рамках долгосрочных торговых связей между партнерами, осуществляющими многолетнее сотрудничество.

Другой разновидностью срочных операций на рынке наличного металла являются операции типа «своп». Их относят к сложным сделкам, так как они состоят сразу из нескольких взаимосвязанных операций. Примером сделки «своп» является проведение участником рынка форвардной операции при одновременном осуществлении противоположной операции на спотовом рынке, если его контрагентом по операциям выступает одна и та же сторона; по сути, это купля-продажа металла с одновременным осуществлением обратной сделки.

Различают несколько видов «свопов» с металлами: временной, или финансовый, «своп», пространственный «своп» и «своп» по качеству.

1. *Временной «своп» (финансовый «своп»* — это классический вид операции «своп». Он представляет собой сочетание кассовой и срочной контрсделки: покупки (продажи) одного и того же количества металла на условиях «спот» и продажи (покупки) на условиях «форвард». Дата исполнения более близкой сделки именуется датой валютирования, а дата исполнения более удаленной по сроку сделки — датой окончания свопа. Соглашение может быть заключено практически на любой срок: от одного дня до нескольких лет. Обычными сроками соглашения «своп» считаются 1, 3, 6 месяцев, год. По своему экономическому содержанию данная операция близка к кредитованию или получению займа. При прямом «свопе» одна сторона (заемщик) продаст другой стороне (кредитору) наличный металл с обязательством выкупить его позже по более высокой цене, при обратном «свопе» — одна сторона покупает у другой стороны наличный металл с обязательством продать его по более низкой цене. В первом случае заемщик получает на время денежные средства, которые по завершению срока «свопа» он снова вложит в наличный металл, а его контрагент по сделке соответственно ссужает ему на время денежные средства, получая в качестве обеспечения наличный металл. Во втором случае заемщик получает на время наличный металл под денежное обеспечение, который по завершении срока «свопа» он вернет контрагенту. Таким образом, в первом случае заемщик платит за пользование денежными средствами, а его контрагент получает вознаграждение за предоставленные средства, во втором случае — заемщик платит за пользование металлом. Платой за пользование денежными средствами (прямой «своп») или наличным металлом (обратный «своп») является разница в ценах на спотовом и форвардном рынках.

Разновидностью временного «свопа» является временной валютный «своп», в котором наличный металл обменивается на иностранную валюту. Суть операции заключается в возможности конвертации золота в валюту с сохранением права выкупа золота по истечении «свопа». При этом в конце срока действия договора стороны могут договориться о продлении соглашения, либо ликвидировать «своп», проведя обратные расчеты. Если же сторона, владевшая золотом, не намерена его выкупать, то оно может быть реализовано на рынке, либо добавлено к резервам банка, предоставившего средства. Процентные ставки по финансовому свопу представляют собой разницу между ставками по долларовому депозиту и золотому депозиту, т. е. ставки по золотым свопам ниже, чем по долларам на сопоставимый период. Это связано с большей ликвидностью долларовых активов по отношению к золотым. Но бывают случаи, когда ставки по металлу превышают ставки на валютном рынке, т. е. ставки по финансовым свопам будут отрицательными. При этом цена «спот» будет больше цены «форвард».

В мировой практике заемщиками по сделкам прямого «свопа» с наличным металлом чаще всего являются банки, золототорговые фирмы и производители ювелирных изделий. К обратному «свопу» обычно прибегают золототорговые компании.

Последние годы операции «своп» приобрели большую популярность. Прежде всего, очевидна выгода привлечения средств таким образом по сравнению с привлечением долларовых депозитов, так как процентные ставки по «свопам» ниже. Кроме того, создается возможность безболезненного привлечения золота, которое может быть использовано банком, например, для управления остатками по металлическим счетам. Наконец, эти операции очень популярны среди центральных банков. Это связано с тем, что, желая конвертировать свои золотые запасы, они могут не опасаться, что их действия окажут серьезное влияние на рынок золота; вместо прямых продаж на рынке золото перемещается между контрагентами. К тому же с точки зрения ограничения рисков золотые свопы более привлекательны по сравнению с золотыми кредитами. Это преимущество выражается в том, что в случае невыполнения контрагентом своих обязательств риск банка сводится к размеру будущего обязательства по выкупу металла по рыночной цене, а не с величиной всего займа, как при кредитовании в золоте.

2. *Пространственный «своп»* предусматривает покупку (продажу) наличного металла на рынке одной страны и обратную сделку на другом. Доход образуется за счет разницы в ценах на рынках разных стран.

3. *«Своп» по качеству металла.* На практике может сложиться ситуация, когда участнику рынка золота может потребоваться золото более высокой пробы, нежели то, которое у него есть. Данное желание может быть реализовано в рамках «свопа» по качеству металла. Такой «своп» предусматривает одновременную покупку (продажу) металла одной пробы против продажи (покупки) золота другой пробы. При этом сторона, продающая металл более высокого качества, будет получать премию, которая может зависеть от размера сделки и размера риска, связанного с заменой одного вида золота на другое.

Объемы сделок типа «своп» на мировых рынках превышают объемы операций типа «спот», ибо золотые «свопы» не так сильно влияют на состояние рынка драгоценных металлов, как сделки «спот». Стандартная сделка по этим операциям обычно составляет не менее 1 тонны (32 тыс. унций металла).

Наряду с чисто банковскими операциями с драгоценными металлами банки также осуществляют операции с драгоценными металлами, которые опосредует биржа.

Основным видом срочных банковских операций купли-продажи «бумажного» металла являются *фьючерсные сделки и опционные сделки.* В отличие от срочных сделок с наличным металлом, совершаемых главным образом на межбанковском рынке, срочные сделки с «бумажным» металлом осуществляются банками за свой счет или за счет клиентов преимущественно на биржевом рынке.

Фьючерс — это законное связывающее стороны соглашение (срочный контракт), в соответствии с которым одна сторона соглашается осуществить, а другая — принять поставку определенного количества (а также определенного качества) товара в определенный срок в будущем по цене, устанавливаемой во время заключения контракта. Отличительной чертой фьючерсов является их стандартизированность и постоянство условий исполнения контракта. Условия фьючерсных сделок разрабатываются биржей и являются стандартными для всех участников рынка. В них регламентируются вид металла, его объем (например, в США размер одного фьючерсного контракта на золото составляет 100 тройских унций, тогда как в Японии — 1 кг), качество (проба), способ исполнения (наличная поставка или финансовый расчет) и время исполнения (в зависимости от способа исполнения его срок может составить от одного дня до нескольких недель). Также указываются кодовый символ (сокращенное обозначение контракта на бирже), тик (минимальный шаг движения цены контракта), время торгов (часы, в которые ведутся торги по товару), дневное ограничение колебания цены (максимальная

амплитуда цены в течение одного торгового дня), а также гарантийный депозит (в процентах от стоимости контракта). Именуются фьючерсные сделки по месяцу их исполнения. Наиболее ликвидными являются металлические фьючерсы со сроками исполнения в течение ближайших 12 месяцев. Фьючерсные операции, так же как и форвардные, используются в целях хеджирования ценовых рисков, а также спекулятивной игры, но в отличие от форвардных лишь в очень редких случаях предполагают исполнение обязательств в виде поставки наличного металла.

Биржевая фьючерсная торговля драгоценными металлами получила свое наибольшее развитие в США. Вначале объектами биржевых сделок стали металлы, чье основное потребление концентрировалось в промышленной сфере: с 1956 г. — платина; с 1963-го — серебро; с 1968-го — палладий. Сделки с золотом начали проводиться с 1972 г. И хотя сегодня срочные контракты на золото торгуются на многих биржах, наибольший объем контрактов на золото заключается на товарной бирже Нью-Йорка. Помимо этого, срочные контракты на драгоценные металлы заключаются на биржах в Чикаго, Сан-Паулу, Токио, Сингапуре, Гонконге, Сиднее, Стамбуле.

В отличие от форвардной сделки, где исполнение обязательств целиком зависит от добросовестности и платежеспособности сторон, гарантом исполнения фьючерсного контракта выступает биржа, так как после его заключения она становится стороной сделки для каждого из ее участников, т. е. для покупателя она выступает продавцом, а для продавца — покупателем. Такая система освобождает участников сделки от обязательств непосредственно друг перед другом, заменяя их обязательствами каждого перед расчетной палатой. Всем, кто не ликвидировал свои позиции к сроку исполнения контрактов, она гарантирует реализацию их прав строго в соответствии с требованиями данного контракта.

Для обеспечения исполнения обязательств по фьючерсным контрактам биржа требует от участников торговли внесения за каждую заключенную сделку определенной суммы денег — гарантийного взноса (залога), называемого начальной или депозитной маржой. Обычно его величина составляет 5–10% от суммы фьючерсного контракта. Учитывая, что стандартный металлический фьючерс обычно равен 100 тройским унциям, размер начальной маржи составляет несколько тысяч долларов. Величина гарантийного взноса устанавливается биржей исходя из наблюдавшихся дневных колебаний фьючерсной цены.

Наряду с гарантийным взносом биржа устанавливает также минимальную сумму средств, которая должна находиться на счете участника сдел-

ки, называемую поддерживающей маржой. Она может равняться или быть ниже начальной маржи. Если в результате проигрыша по фьючерсному контракту на счете окажется сумма меньшая поддерживающей маржи, участник торгов обязан восстановить ее величину до уровня начальной. Основными целями операций с фьючерсами являются хеджирование и спекуляции. Привлекательность данных сделок состоит в том, что для их заключения не нужно иметь больших денег или большого количества товара. Вложение относительно небольшого капитала при благоприятных условиях может дать большую прибыль.

Опцион — это срочный контракт, который дает право покупателю опциона купить или продать определенное стандартное количество товара по определенной цене на определенную дату (европейский опцион) или в течение всего оговоренного срока (американский опцион). Продавец опциона продает контрагенту право исполнить сделку или отказаться от нее. За это право покупатель опциона в момент заключения сделки платит продавцу вознаграждение — опционную премию. Покупатель имеет право исполнить опцион по зафиксированной цене — цене исполнения опциона. Таким образом, активной стороной при совершении операций с опционами является покупатель, ибо только он принимает решение о выполнении условий опционного контракта.

Опцион с правом покупки металла называется опционом «колл», а опцион с правом его продажи — опционом «пут». Опционные сделки часто используются для хеджирования. Опцион «колл» приобретается для страхования риска повышения цен на драгоценные металлы в будущем, тогда как опцион «пут» — риска их снижения. Если к моменту исполнения опциона «колл» цена «спот» на драгоценные металлы оказывается ниже установленной в нем цены, покупатель опциона отказывается от сделки, теряя уплаченную продавцу опциона премию. Если же к моменту исполнения опциона «колл» цена «спот» на драгоценные металлы оказывается выше установленной в нем цены, покупатель опциона реализует сделку. Соответственно, его доход равен разнице между ценой «спот», с одной стороны, и ценой исполнения опциона, увеличенной на премию его продавца, — с другой.

Опцион «пут» реализуется в случае, когда на момент исполнения сделки цена «спот» на драгоценные металлы оказывается ниже установленной в нем цены, т. е. покупатель опциона получает возможность продать драгоценный металл дороже, чем на спотовом рынке. В случае когда цена «спот» на драгоценные металлы оказывается выше установленной в опционе «пут» цены, его покупатель отказывается от совершения сделки, теряя уплаченную продавцу опциона премию.

Очевидно, что потери покупателя опциона надежно ограничены величиной премии, тогда как его максимальный доход не ограничен. В то же время для продавца опциона максимальный доход равен премии, тогда как потенциальные убытки не ограничены. Поэтому, чтобы застраховать себя от неограниченных потерь, продавцы опциона часто закрывают свои обязательства по сделке, совершая обратную операцию на спотовом или срочном рынке.

Возможны три положения, в которые попадает опцион в течение срока своего существования.

Опцион с выигрышем — в этом случае цена исполнения опциона выгодней текущей форвардной цены, посчитанной на момент исполнения опциона. Реализация опциона принесет покупателю прибыль. Если наблюдается равенство вышеуказанных цен, то говорят об *опционе без выигрыша*. Наконец, при обратном соотношении говорят об *опционе с проигрышем*.

Уплачиваемая держателем опциона премия складывается из внутренней и временной стоимости. Внутренняя стоимость представляет собой разность между текущей форвардной ценой металла и ценой исполнения опциона, когда он является опционом с выигрышем. Временная стоимость определяется вычитанием из суммы премии внутренней стоимости. Для расчета суммы премий используются специально выведенные формулы и созданные модели. Ценообразование опционов более сложное, чем форвардных сделок или сделок «своп».

Факторами, влияющими на величину премии опционов, являются:

- цена «спот» на золото;
- цена исполнения опциона;
- срок до истечения опциона;
- процентные ставки на валюту и металл;
- степень изменяемости рынка (волатильность).

В зависимости от волатильности рынка дилеры в своей работе могут использовать сложные комбинации опционов.

По сравнению с другими инструментами хеджирования опцион привлекателен тем, что помимо фиксации цены исполнения в целях защиты от неблагоприятного изменения конъюнктуры дает возможность воспользоваться благоприятной конъюнктурой. Кроме того, опционы способствуют развитию спекулятивных операций.

Опционы могут обращаться и на внебиржевом рынке. Такие опционы называются дилерскими. Их отличие состоит в том, что они эмитируются не биржей, а конкретным юридическим лицом, которое и га-

рантирует исполнение опциона. При этом дилерские опционы можно разделить на две группы:

- опционы, предназначенные для продаж на розничном рынке для удовлетворения частного спекулятивного спроса;
- золотые торговые опционы. Субъектами сделок здесь выступают золотодобывающие предприятия, промышленные потребители и крупные дилеры. Сделки с такими опционами отличаются большими объемами и более продолжительными сроками действия. Назначением таких опционов является сглаживание ценовых рисков производителей и потребителей металла, т. е. не спекулятивный мотив, а хеджирование участников процесса.

В отличие от биржевых опционов, характеризующихся всемерной открытостью информации относительно его ключевых параметров, дилерские опционы продаются либо напрямую, либо через дилерскую сеть.

Внебиржевые контракты имеют меньшую ликвидность, так как не могут быть легко ликвидированы или перепроданы и одновременно несут больший риск в силу возможного неисполнения обязательств вовлеченными сторонами.

Сравнительно новым инструментом для проведения операций купли-продажи «бумажного» металла на спотовом рынке являются металлические паи биржевых фондов. Так, если первый биржевой фонд, специализирующийся на драгоценных металлах, появился в 2003 г., то сегодня в мире насчитывается уже более десятка подобных фондов. Причина все большей популярности металлических паев биржевых фондов среди участников рынка заключается в удачном сочетании преимуществ ценных бумаг и взаимных инвестфондов. Структура портфеля металлических биржевых фондов определяется один раз при их создании. Тем самым их пайщики застрахованы от ошибок управляющих, а доходность вложений целиком определяется конъюнктурой спотового рынка наличного металла и правильностью выбранной пайщиком инвестиционной стратегии. Обычно создаются монометаллические биржевые фонды, паи которых на момент формирования полностью обеспечены наличным металлом, застрахованным и размещенным на счетах ответственного хранения. Комиссии за управление, хранение и страхование металла взимаются ежегодно в соответствии с установленными ставками путем продажи некоторого количества металла из фонда, обеспечивающего паи. В результате металлическое содержание паев со временем медленно снижается, сказываясь на их стоимости.

Участники рынка могут покупать и продавать в течение дня металлические паи на бирже так же, как и обычные акции и облигации. Биржевая торговля паями намного удобнее, чем прямые операции с паями обычного инвестфонда, из-за отсутствия комиссии при покупке и продаже паев. Пайщики металлических биржевых фондов не несут также расходов, связанных с куплей-продажей наличного металла. При этом обеспечивается высокая гибкость вложений, так как пайщик имеет возможность в любой момент выйти из фонда, перепродав свой пай на бирже. Не отличаются подобные паи от торгуемых на бирже ценных бумаг и с точки зрения возможности использования брокерского кредита (маржи), а также осуществления коротких продаж (игры на понижение стоимости пая). Еще одним важным преимуществом паев металлических биржевых фондов является их доступность, благодаря чему операции с паями могут проводить не только профессиональные участники финансового рынка, но и рядовые инвесторы. Например, стоимость одного золотого пая обычно привязана к 1/10 тройской унции при стандартном лоте в один пай. Биржевые фонды отличает высокая прозрачность. Расчет чистой стоимости активов металлических биржевых фондов осуществляется ежедневно.

Вместе с тем обмен паев на наличный металл фондом, как правило, предусмотрен только для крупных институциональных инвесторов с пакетами в 25–600 тыс. паев. Расчеты между фондом и мелкими инвесторами в большинстве случаев имеют денежную форму. Фонд погашает пай с учетом действующего «спот»-курса на металл и размера металлического обеспечения пая.

Объемы торговли фьючерсами и опционами («бумажным золотом») многократно превосходят обороты по купле-продаже желтого металла (последние составляют лишь несколько процентов). Во многом это связано с тем, что в последнее время существенно расширился круг участников сделок. Переход к компьютерным системам заключения сделок, либерализация сферы обращения драгоценных металлов, глобализация экономических процессов придали новый импульс развитию торговли срочными инструментами.

Литература

1. *Абалов А. Э.* Международный рынок драгоценных металлов: основные принципы функционирования. СПб.: ДНК, 2001.
2. *Борисов С. М.* Золото в современном мире. М.: Наука, 2006.

3. *Варламова С. Б.* Банковские операции с драгоценными металлами и драгоценными камнями: Учебное пособие / Под ред. О. И. Лаврушина. М.: КНОРУС, 2010.
4. *Гаухман О. Л.* Центральные банки на мировом рынке золота // Банковское дело. 2009. № 3.
5. *Федотова Г. В., Широбакин В. И.* Оценка инвестиционной привлекательности рынка драгоценных металлов в условиях мирового финансового кризиса // Финансы и кредит. 2011. № 2.
6. *Шапран В. С.* Мировой рынок золота: рост сменится стагнацией // Банковское дело. 2010. № 4.
7. *Шишкин И. М.* Золото как финансовый инструмент банковского бизнеса: Дис. ... канд. экон. наук. М., 2007.
8. Информационные сайты: http://www.cbr.ru/; http://bankir.ru/; www.webeconomy.ru; http://www.globfin.ru; http://www.zolotodb.ru /gold; http://www.invest-profit.ru; http://www.Golden Front.ru.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ФИНАНСОВО-КРЕДИТНЫЕ ИНСТИТУТЫ

Серия «Учебное пособие»

Под ред. Г. Н. Белоглазовой, Л. Н. Кроливецкой

Заведующий редакцией	*А. Толстиков*
Руководитель проекта	*Е. Базанов*
Ведущий редактор	*Е. Маслова*
Литературный редактор	*Т. Христич*
Художник	*С. Маликова*
Корректоры	*Н. Витько, Т. Христич*
Верстка	*Л. Егорова*

ООО «Питер Пресс», 192102, Санкт-Петербург, ул. Андреевская (д. Волкова), д. 3, литер А, пом. 7Н.
Налоговая льгота — общероссийский классификатор продукции ОК 005-93, том 2; 95 3005 — литература учебная.
Подписано в печать 30.08.12. Формат 60×90/16. Усл. п. л. 24,000. Тираж 2000. Заказ 2882.
Отпечатано в полном соответствии с качеством предоставленных издательством материалов в ОАО «Тверской ордена Трудового Красного Знамени полиграфкомбинат детской литературы им. 50-летия СССР». 170040, Тверь, проспект 50 лет Октября, 46.

КНИГА-ПОЧТОЙ



ЗАКАЗАТЬ КНИГИ ИЗДАТЕЛЬСКОГО ДОМА «ПИТЕР» МОЖНО ЛЮБЫМ УДОБНЫМ ДЛЯ ВАС СПОСОБОМ:

- на нашем сайте: **www.piter.com**
- по электронной почте: **postbook@piter.com**
- по телефону: **(812) 703-73-74**
- по почте: **197198, Санкт-Петербург, а/я 127, ООО «Питер Мейл»**
- по ICQ: **413763617**

ВЫ МОЖЕТЕ ВЫБРАТЬ ЛЮБОЙ УДОБНЫЙ ДЛЯ ВАС СПОСОБ ОПЛАТЫ:

- Наложенным платежом с оплатой при получении в ближайшем почтовом отделении.
- С помощью банковской карты. Во время заказа Вы будете перенаправлены на защищенный сервер нашего оператора, где сможете ввести свои данные для оплаты.
- Электронными деньгами. Мы принимаем к оплате все виды электронных денег: от традиционных Яндекс.Деньги и Webmoney до USD E-Gold, MoneyMail, INOCard, RBK Money (RuPay), USD Bets, Mobile Wallet и др.
- В любом банке, распечатав квитанцию, которая формируется автоматически после совершения Вами заказа.

Все посылки отправляются через «Почту России». Отработанная система позволяет нам организовывать доставку Ваших покупок максимально быстро. Дату отправления Вашей покупки и предполагаемую дату доставки Вам сообщат по e-mail.

ПРИ ОФОРМЛЕНИИ ЗАКАЗА УКАЖИТЕ:

- фамилию, имя, отчество, телефон, факс, e-mail;
- почтовый индекс, регион, район, населенный пункт, улицу, дом, корпус, квартиру;
- название книги, автора, количество заказываемых экземпляров.

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ
ПИТЕР®
WWW.PITER.COM

ПИТЕР®

Нет времени

ходить по магазинам?

наберите:

www.piter.com

Здесь вы найдете:

Все книги издательства сразу
Новые книги — в момент выхода из типографии
Информацию о книге — отзывы, рецензии, отрывки
Старые книги — в библиотеке и на CD

И наконец, вы нигде не купите наши книги дешевле!

ВАМ НРАВЯТСЯ НАШИ КНИГИ? ЗАРАБАТЫВАЙТЕ ВМЕСТЕ С НАМИ!

У Вас есть свой сайт?
Вы ведете блог?
Регулярно общаетесь на форумах? Интересуетесь литературой, любите рекомендовать хорошие книги и хотели бы стать нашим партнером?
ЭТО ВПОЛНЕ РЕАЛЬНО!

СТАНЬТЕ УЧАСТНИКОМ ПАРТНЕРСКОЙ ПРОГРАММЫ ИЗДАТЕЛЬСТВА «ПИТЕР»!

- *Зарегистрируйтесь на нашем сайте в качестве партнера по адресу* ***www.piter.com/ePartners***
- *Получите свой персональный уникальный номер партнера*
- *Выбирайте книги на сайте* ***www.piter.com****, размещайте информацию о них на своем сайте, в блоге или на форуме и добавляйте в текст ссылки на эти книги (на сайт* ***www.piter.com****)*

ВНИМАНИЕ! *В каждую ссылку необходимо добавить свой персональный уникальный номер партнера.*

С этого момента получайте 10% от стоимости каждой покупки, которую совершит клиент, придя в интернет-магазин «Питер» по ссылке с Вашим партнерским номером. А если покупатель приобрел не только эту книгу, но и другие издания, Вы получаете дополнительно по 5% от стоимости каждой книги.

Деньги с виртуального счета Вы можете потратить на покупку книг в интернет-магазине издательства «Питер», а также, если сумма будет больше 500 рублей, перевести их на кошелек в системе Яндекс.Деньги или Web.Money.

Пример партнерской ссылки:
http://www.piter.com/book.phtml?978538800282 – обычная ссылка
http://www.piter.com/book.phtml?978538800282**&refer=0000** – партнерская ссылка, где 0000 – это ваш уникальный партнерский номер

Подробно о Партнерской программе ИД «Питер» читайте на сайте WWW.PITER.COM

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ ПИТЕР®
WWW.PITER.COM

ИЗДАТЕЛЬСКИЙ ДОМ
ПИТЕР®
WWW.PITER.COM

ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА ИЗДАТЕЛЬСКОГО ДОМА «ПИТЕР»
предлагают профессиональную и популярную литературу по различным направлениям: история и публицистика, экономика и финансы, менеджмент и маркетинг, компьютерные технологии, медицина и психология.

РОССИЯ

Санкт-Петербург: м. «Выборгская», Б. Сампсониевский пр., д. 29а
тел./факс: (812) 703-73-73, 703-73-72; e-mail: sales@piter.com

Москва: м. «Электрозаводская», Семеновская наб., д. 2/1, стр. 1
тел./факс: (495) 234-38-15; e-mail: sales@msk.piter.com

Воронеж: тел.: 8 951 861-72-70; e-mail: voronej@piter.com

Екатеринбург: ул. Бебеля, д. 11а
тел./факс: (343) 378-98-41, 378-98-42; e-mail: office@ekat.piter.com

Нижний Новгород: тел.: 8 960 187-85-50; e-mail: nnovgorod@piter.com

Новосибирск: Комбинатский пер., д. 3
тел./факс: (383) 279-73-92; e-mail: sib@nsk.piter.com

Ростов-на-Дону: ул. Ульяновская, д. 26
тел./факс: (863) 269-91-22, 269-91-30; e-mail: piter-ug@rostov.piter.com

Самара: ул. Молодогвардейская, д. 33а, офис 223
тел./факс: (846) 277-89-79, 229-68-09; e-mail: samara@piter.com

УКРАИНА

Киев: Московский пр., д. 6, корп. 1, офис 33
тел./факс: (044) 490-35-69, 490-35-68; e-mail: office@kiev.piter.com

Харьков: ул. Суздальские ряды, д. 12, офис 10
тел./факс: (057) 7584145, +38 067 545-55-64; e-mail: piter@kharkov.piter.com

БЕЛАРУСЬ

Минск: ул. Розы Люксембург, д. 163
тел./факс: (517) 208-80-01, 208-81-25; e-mail: minsk@piter.com

Издательский дом «Питер» приглашает к сотрудничеству зарубежных торговых партнеров или посредников, имеющих выход на зарубежный рынок
Тел./факс: (812) 703-73-73; e-mail: spb@piter.com

Издательский дом «Питер» приглашает к сотрудничеству авторов
Тел./факс издательства: (812) 703-73-72, (495) 974-34-50

Заказ книг для вузов и библиотек
Тел./факс: (812) 703-73-73, доб. 6250; e-mail: uchebnik@piter.com

Заказ книг по почте: на сайте www.piter.com; по тел.: (812) 703-73-74, доб. 6225

Учебное пособие

Финансовые рынки и финансово-кредитные институты



Белоглазова Галина Николаевна — доктор экономических наук, профессор, заслуженный деятель науки Российской Федерации, заведующая кафедрой банковского дела Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов.



Кроливецкая Людмила Павловна — доктор экономических наук, профессор кафедры банковского дела Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов, заведующая кафедрой банковского дела Ленинградского областного института экономики и финансов.

Сфера научных интересов авторов — банки и банковская деятельность. Под их редакцией и при непосредственном участии написаны и опубликованы учебники и учебные пособия: «Банковское дело», «Денежное обращение и банки», «Аудит банков», «Бухгалтерский учет в коммерческом банке» и многие другие.

Пособие «Финансовые рынки и финансово-кредитные институты» может быть использовано при изучении соответствующей дисциплины по программам подготовки бакалавров и магистров в соответствии с федеральными государственными образовательными стандартами третьего поколения по направлениям «Экономика» и «Финансы и кредит».

В книге рассмотрены основные сегменты финансового рынка: валютный, кредитный, рынок ценных бумаг, рынок золота и страховой рынок. По каждому сегменту дано его определение, охарактеризованы специфические функции, которые данный сегмент выполняет в рыночной экономике, рассмотрены основные участники, используемые ими инструменты и технологии, а также система регулирования деятельности участников и их операций в рамках данного сегмента. Изложение базовых теоретических положений сопровождается примерами из зарубежной практики. Однако основной упор при изложении материала сделан на систематизации отечественной практики функционирования финансовых рынков и финансовых посредников. Авторы основывались на действующей нормативно-правовой базе, регламентирующей деятельность финансово-кредитных институтов, использовали статистические данные, иллюстрирующие состояние российского финансового рынка и его сегментов.

Рекомендовано УМО по образованию в области финансов, учета и мировой экономики в качестве учебного пособия для магистрантов, обучающихся по направлению «Финансы и кредит».

ПИТЕР®

ISBN 978-5-496-00061-1

9 785496 000611

Заказ книг:

197198, Санкт-Петербург, а/я 127
тел.: (812) 703-73-74, postbook@piter.com

61093, Харьков-93, а/я 9130
тел.: (057) 758-41-45, 751-10-02, piter@kharkov.piter.com

www.piter.com — вся информация о книгах и веб-магазин