

УДК 336.463 (575.2) (04)

**РОЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ
В ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИИ ССУДНОГО КАПИТАЛА**

Д. Ч. Бектенова – канд. экон. наук, доцент

The theoretical analysis of a role of securities market in redistribution of the loan funds is given in the article. It is shown that in the advanced market economy the securities market ensures a significant additional capital for investments.

Важным направлением механизма перераспределения ссудного капитала в рыночной экономике является рынок ценных бумаг. Такой рынок в условиях административно-командной системы управления фактически отсутствовал. И его развитие, начавшееся в 90-х годах, вызвано рядом факторов: во-первых, происходившей диверсификацией форм собственности в условиях создания рыночных основ ведения хозяйства, т.е. масштабной приватизацией на основе использования акционерной формы собственности; объединения капиталов в форме акционирования для создания новых рыночных структур (бирж, брокерских компаний, торговых домов, коммерческих банков и т.д.); во-вторых, использованием новых финансовых инструментов, позволивших замещать бюджетное финансирование и прямое банковское кредитование. Это – выпуск облигационных займов в качестве источника финансирования предприятий; выпуск государственных ценных бумаг в замещение прямого банковского кредитования дефицита бюджета; возрождение коммерческого кредита и базирующегося на нем вексельного обращения; выпуск ценных бумаг, используемых в качестве обращающихся платежных инструментов, в связи с ослаблением в рыночной экономике степени централизации системы расчетов.

В итоге формирование рынка ценных бумаг создает, вместо директивного, рыночный меха-

низм свободного перелива капиталов в наиболее эффективные отрасли хозяйствования.

Возникновение рынка ценных бумаг ведет к значительным изменениям в движении финансовых и кредитных потоков и пропорций, сложившихся до начала 90-х годов. Во-первых, снижается доля бюджета и прямого банковского кредита в финансировании потребностей хозяйства в долгосрочных инвестициях и оборотных средствах, соответственно растет денежный капитал, привлекаемый за счет акционирования и выпуска долговых ценных бумаг. Во-вторых, происходит снижение доли прямого банковского кредита в покрытии дефицита бюджета и замещение его государственными долговыми обязательствами. И, в-третьих, большая часть денежных накоплений населения и институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных фондов, благотворительных и общественных организаций) инвестируется в ценные бумаги и на их основе создаются институты совместного инвестирования (инвестиционные фонды). Вместе с тем, сокращается (при прочих равных условиях) депозитная база банков, бывших главными посредниками в движении денежных потоков наряду с бюджетом, в условиях директивной экономики.

Возникновение и развитие рынка ценных бумаг тесно связано с функционированием рынка реальных капиталов, т.е. материальных ценностей (товаров). На определенном этапе

исторического развития появляются ценные бумаги или так называемые фондовые активы. Они, по существу, являются отражением, т.е. титулом собственности реально существующего капитала. Капитал в его натурально вещественной форме, будучи продуктом труда и становясь товаром, должен существовать и в форме денег, ибо раздвоение продукта на товар и деньги есть закон выражения продукта как товара. Товар и деньги противостоят друг другу, следовательно, одна и та же величина стоимости проявляется дважды: на одном полюсе – как товар у продавца, на другом – как деньги у покупателей. Если схематично рассматривать эту проблему, то можно констатировать, что лицо, купившее ценную бумагу, становится собственником того капитала, титулом которого она является, а лицо, продавшее ее, становится собственником денег для последующего их использования.

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынка, прежде всего, специфическим характером своего товара и является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов, где основным финансовым активом является ценная бумага. Ценная бумага – товар особого рода. Это одновременно и титул собственности, и долговое обязательство, это право на получение дохода и обязательство этот доход выплачивать.

В экономической литературе существует множество определений ценной бумаги. Но большинство определений признают такое важное ее свойство, как документальное оформление, удостоверяющее имущественное право или отношение займа владельца ценной бумаги к лицу, выпустившему ее¹. Коллектив авторов учебного пособия «Рынок ценных бумаг и его финансовые институты» под редакцией проф. В.С. Торкановского отмечает, что «это товар, который, не имея собственной стоимости (стоимость ценной бумаги как таковой незначительна), может быть продан по высокой рыночной цене». Объясняется это тем, что ценная бумага, обладая своим номи-

налом, представляет определенную величину реального капитала, вложенного, например, в промышленное предприятие. Если рыночный спрос на ценную бумагу окажется выше ее предложения, цена превысит номинал (возможна и обратная ситуация). Возможность существенного отклонения рыночной цены от номинала означает, что ценная бумага представляет собой «фиктивный капитал». На свойство «фиктивности» указывали в свое время К. Маркс, Р. Гильфердинг и экономисты советского периода².

Наличие во многих определениях ценной бумаги налета спекулятивности, фиктивности, обвинения в том, что эта бумажная надстройка, т.е. фиктивный капитал, разрушительно воздействует на реальное производство, признавались в качестве элементов официальной идеологии до конца 80-х годов и в силу этого значение рынка ценных бумаг игнорировалось советскими экономистами. Чтобы избежать идеологических оценок, можно дать следующее определение ценной бумаги. Ценная бумага – это закрепленные в легальной форме имущественные права, которые могут переходить от одного собственника к другому и при этом обеспечивать определенный доход ее держателю. Ценная бумага всегда является символом денежного капитала и других реальных активов.

Кыргызское законодательство подразумевает под ценной бумагой документ или иной установленный законом способ фиксации прав, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права³.

При этом в данном определении, на наш взгляд, не подчеркиваются такие необходимые качества, без которых ценная бумага не может существовать, как обращаемость и рыночность, доступность для гражданского оборота, ликвидность, стандартность и серийность.

Привлекательность ценной бумаги состоит в тех правах, которые она дает своему вла-

¹ Львов Ю.И. Банки и финансовый рынок. – СПб.: КультИнформПресс, 1995. – С. 160; Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. – СПб.: Экономическая школа, 1997; World Bank Glossary / Wahs, The world Bank, 1991. – P. 93.

² Маркс К. Капитал. – М.: ИПЛ. – Т. 3. – Ч. I. – 1978. – С. 516–517; Гильфердинг Р. Финансовый капитал. – М.-Л.: Соцэкгиз, 1992. – С.115; Финансово-кредитный словарь. – М.: Финансы, 1964. Ч. I, II. – С.469.

³ Гражданский кодекс Кыргызской Республики. Ст. 37. От 8 мая 1996 г., №15. – Бишкек, 1996.

дельцу. Последний обменивает свой товар или свои деньги на ценную бумагу только в том случае, если он уверен, что эта бумага ничуть не хуже, а даже лучше (удобнее), чем сами деньги или товар. Поскольку и деньги, и товар, по сути, разные формы существования капитала, то экономическое определение ценной бумаги можно выразить следующим образом.

Ценная бумага – это форма существования капитала, отличная от товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход. Особенность ее состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые зафиксированы в форме ценной бумаги. Последняя позволяет отделить собственность на капитал от самого капитала и включить его в рыночный процесс в различных формах. В форме ценной бумаги могут фиксироваться любые общественно значимые права, если они имеют экономическую (денежную) оценку.

Таким образом, акционирование оказалось в условиях нашей действительности удобной формой для всех тех, кто ищет деньги. Акционерное общество легче организовать, чем промышленное производство, где денежный капитал еще должен найти применение в качестве промышленного капитала. Таким образом, в экономике Кыргызстана объединению капиталов способствуют не только банки, собирающие денежный капитал, но и промышленное акционирование предприятия, где разобщенный денежный капитал соединяется в процессе акционирования и обеспечивает легкость накопления денежных средств для устройства нового или расширения существующего производства. Возможностью мобилизации промышленного капитала и определяется значение акционирования.

Большинство ценных бумаг должны пройти обязательную процедуру регистрации. Она требуется для того, чтобы предоставить инвесторам точную и существенную информацию в отношении открыто предлагаемых ценных бумаг. Посредством полного раскрытия информации инвесторы могут максимально оценить качество своих инвестиций.

Долговая ценная бумага воплощает в себе обязательство эмитента выплатить проценты и

погасить основную сумму задолженности в соответствии с согласованным графиком. Цель ее выпуска – мобилизация дополнительного денежного капитала для производственной деятельности. К долговым ценным бумагам относятся все виды облигаций, векселей, вкладных независимо от того, кто является их эмитентом и какова продолжительность существования этой ценной бумаги.

Инвестиционная (долевая) бумага дает право владельцу на часть активов эмитента. Этот сертификат (акция) есть свидетельство о доле собственника в капитале фирмы. То, что в финансировании фирмы используются средства многих собственников (акционеров), имеет ряд преимуществ по сравнению с единоличной формой хозяйствования. Во-первых, объединение средств многих экономических агентов позволяет создавать масштабное производство. Во-вторых, корпоративная фирма обеспечивает принцип ограниченной ответственности, когда каждый владелец несет ответственность по обязательствам фирмы только в пределах тех средств, которые инвестированы им в создание корпорации. И, наконец, корпоративная фирма способна обеспечивать ликвидность инвестиций, так как каждый владелец может продать свою долю в собственности фирмы.

Долговые и инвестиционные ценные бумаги отражаются в пассивной части баланса фирм, поскольку являются их ресурсами. Причем долговые ценные бумаги составляют обязательства фирм, а инвестиционные – акции – собственный капитал.

В основу еще одной классификации ценных бумаг заложен принцип – кто выпускает ценные бумаги. Их эмитентами могут быть государственные институты, муниципальные органы власти, корпорации, финансовые институты и любое правоспособное лицо. В этой связи все долговые и долевые ценные бумаги делятся на ряд видов:

- Казначейские, т.е. ценные бумаги, выпускаемые от имени центрального правительства министерством финансов. Это один из самых надежных видов ценных бумаг. Их обеспечением являются средства государственного бюджета. Наиболее распространенным их видом в Кыргызской Республике являются казначейские векселя, выпускаемые на срок 3, 6, 12 месяцев. В развитых странах со стабильной эко-

номикой выпускаются казначейские облигации со сроком погашения 5, 10, 15 и 30 лет. Они бывают купонные и бескупонные.

- Муниципальные и коммунальные ценные бумаги, выпускаемые местными органами власти и предприятиями, находящимися в муниципальной собственности. Их обеспечением являются местные налоги, сборы и дотации правительства на конкретные проекты. Наиболее распространенными их видами являются муниципальные и коммунальные облигации. Но в Кыргызской Республике из-за нестабильности экономической ситуации и недостаточного доверия населения к ценным бумагам этот вид ценных бумаг не получил распространения.

- Ценные бумаги корпораций и финансовых институтов, образованных в виде юридического лица на акционерной основе хозяйствования. К ним относятся акции и облигации – классические формы ценных бумаг. Кроме того, эти агенты могут выпускать также вторичные ценные бумаги под обеспечение уже существующих ценных бумаг. Это права на подписку, опционы, варранты и т.д. Их выпускают все предприятия реального сектора, банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды. Вторичные ценные бумаги пока тоже не получили широкого развития в экономике. Наиболее распространены в республике классические виды ценных бумаг – акции, корпоративные облигации и казначейские векселя.

- Ценные бумаги банков. В их число входят депозитные сертификаты, чеки, закладные листы и иные собственные долговые обязательства банков. Коммерческие банки Кыргызстана используют эту возможность для привлечения ресурсного капитала пока очень широко.

- Ценные бумаги предпринимателей. Это коммерческие векселя, фьючерсные контракты и прочие коммерческие бумаги, выпускаемые как краткосрочные долговые обязательства и преследующие цель ускорения расчетов между экономическими агентами или хеджирования

(страхования) от рисков. На территории Кыргызстана пока выпускаются коммерческие векселя, эмитентом которых выступает ограниченный круг предприятий.

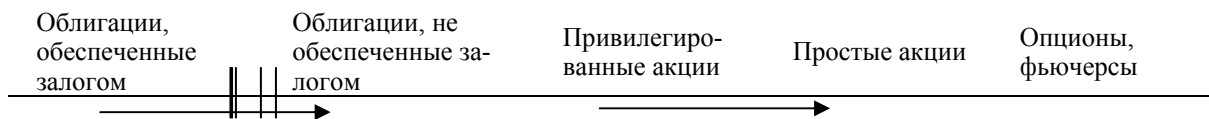
Основой еще одной классификации ценных бумаг является ответ на вопрос, где продается тот или иной вид ценных бумаг. В соответствии с этим они делятся на ценные бумаги денежного рынка и ценные бумаги рынка капиталов.

Денежный рынок представляет часть финансового рынка, на котором осуществляется купля-продажа краткосрочных ценных бумаг. Срок их действия – от одного дня до одного года. Как правило, они сопряжены с меньшим риском неуплаты, более ликвидны и выпускаются заемщиками с более высоким рейтингом платежеспособности. На этом рынке обращаются векселя, депозитные сертификаты, коммерческие бумаги.

Рынок капиталов представлен ценными бумагами со сроком действия более одного года. Это могут быть как долговые, так и долевыми ценные бумаги. Но исключение составляют опционы, которые имеют срок существования до одного года, но функционируют на рынке капитала.

В западной практике существует еще одна классификация ценных бумаг – по инвестиционным качествам. С момента своего возникновения ценные бумаги играют важную роль в накоплении и финансировании экономики. Само появление этой разновидности капитала связано с развитием потребности в привлечении все большего объема финансовых ресурсов вследствие усложнения и расширения коммерческой и производственной деятельности, на что в свое время обращали внимание К. Маркс, А. Маршалл, Р. Гильфердинг. Инвестиционное качество – это оценка того, насколько ценная бумага ликвидна, низкорискованна при стабильной курсовой стоимости, способна приносить проценты, превышающие или находящиеся на уровне среднесрочного процента. Общепринято, что по мере снижения рисков растет ликвидность и падает доходность ценной бумаги.

Шкала изменения инвестиционных качеств по видам ценных бумаг приведена ниже:



Понижение ликвидности и гарантированности выплат – повышение риска и доходности. Изначальное назначение рынка ценных бумаг – сводить между собой потенциальных инвесторов и фирмы, нуждающиеся в дополнительном капитале. Эту роль рынок, разумеется, выполняет, служа достаточно важным средством межотраслевого перелива денежного капитала. Для инвесторов приобретение ценных бумаг вызвано ожиданием получения дохода в тройной форме: процентов, дивидендов, а также прироста их капитальной стоимости. Между этими формами существует некоторое противоречие: чем устойчивее доход и чем менее он сопряжен с риском потери капитала, тем меньше шансов рассчитывать на удачу в приращении их стоимости.

Курс (цена) ценной бумаги колеблется под влиянием многих факторов: спроса и предложения, слухов о финансовом состоянии и перспективах данного эмитента, разного рода экономических и политических событий. Курсы акций отражают движение общей экономической конъюнктуры – имеют тенденцию расти в циклических фазах оживления, падать в фазах кризиса и депрессии. Динамика среднего курса акций используется как один из лидирующих показателей в прогнозировании экономической конъюнктуры.

Между курсом акций, облигаций и банковским процентом существует тесная связь: повышение ссудного процента вызывает (при прочих равных условиях) перемещение инвесторов из акций в облигации, ведет к снижению курсов акций и наоборот. Важны также представления инвесторов о том, как соотносится стоимость акций данной фирмы (ее рыночная капитализация) с реальной стоимостью капитала, которым она владеет. Обесценение акций фирмы отрицательно влияет на ее общий финансовый имидж и может вызвать либо массовую их распродажу инвесторами, либо, наоборот, скупку так называемым «недружественным» покупателем, стремящимся установить контроль и сменить руководство фирмы.

Пакеты акций могут служить залоговым обеспечением при банковском кредитовании. Следовательно, чем выше их стоимость, тем выше кредитные позиции данной фирмы.

Таким образом, курс ценной бумаги – важнейший индикатор финансового положения эмитента, сигнал к ее купле или продаже (в зависимости от ожидания инвестора). Следовательно, возрастание курса ценных бумаг, при прочих равных условиях, отражает тот факт, что рынок, инвесторы дают более высокую оценку данному предприятию. Другими словами, в рыночной стоимости (котировке) ценных бумаг и ее динамике можно видеть оценку деятельности конкретного предприятия и его производственного и инвестиционного потенциала. Соответственно, при прочих равных условиях, приоритет и более высокую оценку на рынке будут иметь ценные бумаги эффективно функционирующих корпораций. На этой основе можно сделать вывод о том, что они получают и более выгодные условия финансирования при выводе на рынок дополнительных ценных бумаг: более высокая их рыночная стоимость будет автоматически означать больший объем финансирования (привлекаемых средств) при размещении относительно меньшего количества ценных бумаг, создавая финансовую основу для расширения производства. В противном случае – при снижении курсов ценных бумаг – у корпораций сокращаются возможности привлечения значительных инвестиционных ресурсов, поскольку низкие котировки, как правило, являются отражением низкой эффективности функционирования действительного капитала. Более того, падение котировок ценных бумаг по отношению к стоимости действительного капитала чревато для корпорации угрозой поглощения, последующей сменой собственников, что, в принципе, является закономерным итогом для неэффективных компаний. Вместе с тем, конечно, так же, как цена всякого товара на рынке может отклоняться под воздействием различных факторов от его стоимости, так и

котировки ценных бумаг могут быть выше или ниже реальной оценки капитала, титулом (представителем) которого они являются. Поскольку число котирующихся ценных бумаг велико, для ориентировки инвесторов наряду с подробными ценниками ежедневно публикуются обобщенные индексы, базирующиеся на ограниченном числе бумаг. Например, в США таким показателем служит «индекс Доу-Джонса», который сводит воедино курсы акций 30 крупнейших промышленных компаний. Аналогичные индексы публикуются в Великобритании (ФТСЕ), Германии (ДАКС), Японии (НИККЕИ), России (РТС).

Постоянное колебание курсов ценных бумаг – широкое поле для спекулятивной торговли, вполне легальной, если она не переходит установленные законом границы. Наиболее распространенной формой легальной спекуляции является арбитраж, т.е. улавливание разницы между курсами бумаг в разных финансовых центрах в одно и то же время, и игра на срок, т.е. улавливание разницы в курсах бумаг во времени – игра на повышение или понижение (так называемый рынок фьючерсов). Биржевая спекуляция наряду с ее недостатками (растрата ресурсов, обворовывание мелких инвесторов и т.п.) имеет и позитивное значение, которое заключается в выравнивании курсов и сокращении курсовой неустойчивости.

Самовозрастание авансированного капитала в кругообороте финансового капитала происходит между двумя фазами его кругооборота. В отличие от кругооборота промышленного капитала купля особого финансового товара – ценной бумаги (акций, облигаций и т.д.) – не означает его ухода из сферы обращения. Напротив, акции, облигации, векселя и т.д. имеют для инвестора ценность лишь тогда, когда в его руках они снова становятся товаром. Финансовый капитал, следовательно, не покидает ту часть сферы обращения, которая называется финансовым рынком.

В процессе приобретения финансовых инструментов (ценных бумаг, валюты и т.д.) деньги перемещаются от покупателя к продавцу, что открывает перед ними два пути функционирования: либо обслуживать операции на финансовом рынке, либо уйти на рынок това-

ров, услуг и рабочей силы. Впоследствии денежные ресурсы могут быть использованы в кругообороте промышленного производственного капитала. Поэтому между финансовым рынком и производством стоят рынки товаров и труда. В любом случае за кругооборотом финансового капитала скрывается кругооборот промышленного капитала, а самовозрастание финансового капитала есть конечный результат действия механизма перераспределения созданной добавочной стоимости в сфере производственного кругооборота.

Особенностью кругооборота финансового капитала является отсутствие финансовых инструментов вне сферы обращения, что непосредственно проявляется в их способности после покупки через некоторый (достаточно малый) промежуток времени быть проданными по цене, превышающей цену покупки. На финансовом рынке в этой связи речь идет о ценах предложения и спроса (котировках) на те или иные финансовые инструменты, что связано с их ликвидностью. В отношении финансовых инструментов ликвидность можно рассматривать как их способность служить средством платежа при сохранении (или возрастании) номинальной стоимости. Таким образом, обнаруживаются две основные функции, присущие финансовым инструментам: сохранение стоимости и выполнение функции средства платежа. Поэтому все финансовые инструменты как особые товары имеют специфическую потребительскую стоимость, т.е. способны выполнять функции финансового эквивалента, аналогичные ограничениям, присущим функциям денег.

Обычную формулу кругооборота финансового капитала можно представить в виде

$$Д - \text{Фин} \begin{bmatrix} \text{До} \\ \text{В} \\ \text{ЦБ} \end{bmatrix} - Д',$$

где Д – деньги;
Фин – финансовые инструменты;
В – валюта;
ЦБ – ценные бумаги.

Финансовые инструменты сами становятся достойными представителями стоимости. Между деньгами и финансовыми инструментами (денежными обязательствами) существу-

ет реальное противоречие как между товарами в эквивалентной и относительной формах стоимости. Причем финансовые инструменты могут иметь активную эквивалентную форму по отношению к национальным деньгам. Таким образом, понятие ликвидности полностью охватывает финансовый капитал как в особой товарной форме, так и в денежной.

По отношению к формам финансового капитала можно выделить различия в ликвидности банковских ссуд, валюты и ценных бумаг. Такое деление связано с делением капитала на оборотный и основной. Так, банковские ссуды, имея краткосрочный характер, обеспечивают в основном функционирование оборотного капитала, а акции и облигации – основного капитала. Однако возможно перетекание финансового инструмента с одного рынка на другой. Понять такое деление можно, если исследовать потребительскую стоимость финансовых инструментов и их реальные возможности с позиции ликвидности. Наименее ликвидными являются банковские ссуды. При всем их многообразии – от межбанковского кредита до ссуд населению – они не могут сравниться с ликвидностью валюты и ценных бумаг. Проблема возвратности ссуд становится обратной стороной проблемы ликвидности данного финансового инструмента. Поскольку ссуды в основном являются срочными, заемщикам нет надобности выплачивать ссудную сумму до оговоренного срока, поэтому они не могут быть использованы как платежные средства, хотя в известной степени размеры ссуд, выданных за счет собственных средств, являются основой для получения кредитными организациями кредитных ресурсов через механизм межбанковского кредита. Отсутствие маневренности на рынке банковских ссуд позволяет банкам прибегать к более гибким формам

движения финансового капитала. Так, в ряде стран для ускорения выдачи ссуд, вместе с тем движения финансового капитала, банки стали вводить кредитные карточки. Гарантированность ссуд (особенно при использовании в качестве залога высоколиквидных финансовых инструментов, например ценных бумаг) повышает их ликвидность по сравнению с валютой и ценными бумагами. Поэтому ссудный рынок стремится к коротким срокам ссудных обязательств, что делает его основным поставщиком ресурсов для оборотного капитала. Долгосрочные ссуды как наиболее рискованные и наименее ликвидные представляют особый интерес, несмотря на то, что финансовые операции по использованию просроченных ссуд (купля-продажа долгов) в практике мирового финансового бизнеса приносят сверхприбыль.

Валютный рынок имеет более высокую ликвидность. Общий учет всех финансовых инструментов валютного рынка осуществляется за пределами государства, в странах, где эмитированы соответствующие валюты.

Рынок ценных бумаг имеет иную ликвидность и иной характер кредитных и операционных рисков. Ликвидность акций, облигаций и т.д. определяется их способностью выражать, в конечном счете, возрастающую стоимость действующего промышленного капитала, причем здесь речь может идти не только о росте дивидендов, но и о реальной капитализации прибавочной стоимости. Система участия ценных бумаг в кругообороте финансового капитала обусловлена необходимостью особого учета этих финансовых инструментов в форме счетов «депо». Такой учет резко отличается от учета других финансовых инструментов. Поэтому все три сегмента финансового рынка используют свои методы и средства поддержания.