
ИЗДАНИЕ ГОСКОМУЩЕСТВА РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

*Теория и практика строительства
демократического государства*

ДЕНЬГИ

И

ФИНАНСОВЫЕ

РЫНКИ



У-53

КОМПАНИЯ "БИЗНЕС КАТАЛОГ" ПРЕДСТАВЛЯЕТ:

ИЗДАНИЕ ГОСКОМИМУЩЕСТВА РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН

*Теория и практика строительства
демократического государства*

В.А. ЧЖЕН

ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ



ИПК "Шарк"

Бух. Т... ПП

У 2096

Эже 7-95078

2009

Авторское руководство проектом
Доктор экономических наук - **Чжен Виктор Аватольевич**

Авторский коллектив:
Доктор экономических наук - **Чжен Виктор Аватольевич**
Канд. экономических наук -
Намозов Орифжан Шафаатович,
Юсупов Марат Абдукадирович,
Фаттахова Жанна Абдурашидовна

Подготовка к изданию
С.Н. Аманов

Издатель - компания "Бизнес Каталог"

Главный редактор -
Мацкевич Ю.Н.

Ответственный редактор -
Павловская О.А.

Администратор -
Дмитриев В.В.

Редакторы -

Мацкевич Н.Б. Мара-Новик Г.П.

Художественное оформление обложки, дизайн -
Шумилов В.Ю.

Компьютерный дизайн и верстка
Чирцев А.С.

Корректоры -

Луценко Л.А., Косилова И.В.

Экономическое обеспечение -

Сычевская Л.А. Науменко О.Н.

Консультация по шрифтам -

Маранова О.Г.

© Издание компании "Бизнес Каталог"

© Подготовка материалов - Издательский дом "Мир экономики и права"

◆ **ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ** ◆

Среди изобретений, сделанных человеком на протяжении всей истории цивилизации, самым простым и самым сложным, самым понятным и самым парадоксальным, безусловно, являются деньги. Величайшие трагедии и величайшие достижения человечества связаны с деньгами. Они были и остаются основными побудительными мотивами поступков и деятельности людей.

Деньги породили то, что сегодня относится к понятию "финансовый рынок". Главными объектами купли-продажи на финансовых рынках являются кредиты, векселя, акции, облигации и другие ценные бумаги. Рынки живут по своим законам, без знания которых невозможен никакой бизнес, не состоятельна никакая экономика. Само слово "экономика" происходит от древнегреческих "ойкос" (дом, хозяйство) + "номос" (закон), т.е. ведение, управление хозяйством по определенным законам. Знание этих законов, умение ими пользоваться помогает не только добиться успеха в частном бизнесе, но и повысить эффективность всей экономики.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

В соответствии с объективными рыночными законами должна строиться и государственная политика, прежде всего такие ее составляющие, как монетарная и денежно-кредитная политика. Критерий эффективности этой политики - устойчивость и полновесность национальной валюты.

Известному государственному деятелю принадлежат слова: "Престиж государства измеряется не количеством солдат и не огневой мощью пушек, а прочностью национальной валюты". Добавим к этому, что и престиж предприятия зависит не от количества работников и объема производимой продукции, а от его финансовой устойчивости.

Деньги - это не просто эквивалент всеобщего воплощения ценности товаров. Правильно действующая денежная система вливает жизненную силу в кругооборот доходов и расходов, который олицетворяет всю экономику страны независимо от того, в какой части земного шара она расположена.

Хорошо работающая денежная система способствует полному использованию всех возможностей общества. И наоборот, плохо функционирующая система может стать главной причиной резких колебаний уровня производства, занятости и цен в экономике, ослабляя покупательную способность национальной денежной единицы. С сущностью и формами денег, с закономерностями денежного обращения читатель позна-комится в первом разделе книги.

Во втором разделе подробно рассматриваются система и механизм регулирования финансовых рынков, поскольку именно от эффективности их функционирования зависит экономическая ситуация в стране и в конечном счете благополучие каждого проживающего в ней человека.

Читатель узнает о деятельности государственных органов регулирования и контроля финансовых рынков, познакомится с основами государственного денежно-кредитного регулирования и его воздействием на экономику, с теорией и практикой банковского надзора за стабильностью деятельности финансовых институтов. Подробно рассматриваются проблемы инфля-

ции и антиинфляционной политики, методы снижения денежной эмиссии и дебиторской задолженности.

После ознакомления с данным разделом читатель может уже ясно представлять себе не только взаимосвязь денег и финансовых рынков, но и технологию воздействия государства на финансовые инструменты, а через них - на изменение всех основных экономических показателей, включая инфляцию. Знание данных вопросов является основополагающим для понимания такого емкого и сложного явления, как денежно - кредитное регулирование.

В третьем разделе рассмотрены финансовая система и финансовые рынки. У читателя должно сложиться представление о том, что такое финансовая система, каковы ее основные функции в рыночной экономике, из каких компонентов она состоит и в чем ее необходимость для развития экономики.

Важной составной частью финансовой системы являются финансовые рынки и финансовые инструменты. Следует понять, что составляет конкретное вещественное наполнение их деятельности, с чем они работают, каковы закономерности их функционирования. Читатель познакомится с основными финансовыми рынками - рынком ценных бумаг, рынком денег, рынком капиталов.

Необходимо отметить, что жизненная важность владения знаниями о финансовых рынках начинает возрастать по мере углубления экономических реформ в Узбекистане. Конечно, финансовые рынки, являющиеся неотъемлемой частью развитых рыночных отношений, дают возможность получения спекулятивных доходов, а при определенных условиях могут привести к всевозможным злоупотреблениям. Весь вопрос состоит в том, чтобы найти то оптимальное состояние общественного развития, при котором финансовые рынки смогут работать наиболее полезно.

Таким образом, известный вопрос: "Быть или не быть?" относительно финансовых рынков в нашей стране должен решаться однозначно: "Быть!".

А вот каким ему быть – процветающим и работающим на страну или неразвитым и поэтому неэффективным, – в конечном счете зависит от нас, уважаемый читатель. Знания о финансовых рынках позволят вам не быть сторонними наблюдателями, принять активное участие в их формировании и развитии.

Ознакомление с финансовой системой и финансовыми рынками было бы неполным без знаний о финансовой инфраструктуре. Банки, фондовые биржи, инвестиционные институты, страховые компании, пенсионные фонды и другие финансовые институты являются активно действующими субъектами на финансовых рынках; закономерности их функционирования раскрываются в четвертом разделе учебного пособия.

Настоящая книга дает возможность расширить и закрепить свои знания всем желающим трудиться на производственной и экономической ниве. Знания основ финансовой, кредитно-денежной системы, банковского дела, финансовых рынков дадут возможность овладевшему ими уверенно чувствовать себя на любом поприще.

Доктор экономических наук



В. Чжен.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Раздел 1.

Цени деньги ровно настолько, насколько они того заслуживают, они хорошие слуги и дурные хозяева.

А. ДЮМА

В обыденном сознании деньги - это прежде всего банкноты, цветные бумажки, на которых отражено их достоинство. Но на самом деле такие деньги представляют собой лишь малую часть того, что подразумевается под этим понятием в экономической литературе.

Деньги возникли не сразу, до своего появления они прошли долгий путь "созревания" для отведенной им роли, через эволюцию своих форм. Деньги - одно из величайших изобретений человечества - наиболее увлекательный аспект экономической науки.

Если бы нам сейчас сказали, что в качестве денег следует использовать раковины или, скажем, шкурки нужных зверей, мы по меньшей мере посчитали бы это глупой шуткой. Было однако, и такое в истории цивилизации.

Деньги - это не просто всеобщий товарный эквивалент, воплощения товаров. Правильно действующая денежная система вливает жизненную силу в кругооборот доходов и расходов, который олицетворяет всю экономику любой страны. Хо-

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

рошо работающая денежная система способствует полному использованию всех возможностей общества. И наоборот, плохо функционирующая система может стать главной причиной резких колебаний уровня производства, занятости и цен, ослабляя покупательную способность национальной денежной единицы.

1.0. Происхождение денег

Денежное обращение, представляющее собой движение наличных и безналичных денег в процессе обращения товаров, оказания услуг и совершения различных платежей, является кровеносной системой экономики. От его успешного функционирования зависит хозяйственная жизнь, ее активность, экономический рост и в конечном счете благополучие общества.

Что же представляют собой деньги, где истоки их возникновения, почему они приобрели такую силу над людьми, о которой многие авторы писали как о "мистической"?

Сразу необходимо сказать, что деньги это прежде всего товар, но товар специфический, с натуральной формой которого срастается эквивалентная форма. Как особый, специфический товар деньги постепенно выделились из всех других товаров в результате длительного развития процесса между товаропроизводителями обмена. Процесс обмена возник в глубокой древности между первобытными общинами, однако на этом этапе исторического развития только единичные продукты труда человека или общины превращались в товар, который можно было обменивать на что-то другое, причем стоимость одного товара выражалась в отдельном противостоявшем ему товар-эквиваленте. Это была **простая, единичная (или случайная) форма стоимости**. Например, 1 топор приравнивался к 20 килограммам зерна.

Дальнейшее его развитие было вызвано **первым крупным разделением труда**, которое заключалось в отделении ското-

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

водства от земледелия. Поскольку по отдельности те и другие племена или общины производили теперь массу товаров, которая намного превышала их собственные внутренние нужды, возникла потребность в постоянном обмене. На смену случайному обмену, таким образом, пришел **регулярный**, при котором стоимость одного товара могла быть выражена в многочисленных **товарах-эквивалентах**, приблизительно равных по стоимости, на которые он мог быть обменен. Стоимость товара-эквивалента зависела от того, насколько дорожили своими обмениваемыми излишками племена. Такая форма стоимости получила название **полной, или развернутой**.

К стихийному натуральному обмену люди порой возвращаются и ныне, особенно во времена войн, потрясений и экономических кризисов. И по сей день осуществляются бартерные сделки, где деньги выступают лишь как счетные единицы. В современном мире этот своеобразный "атавизм" общинного обмена выражается системой клиринга, когда разница погашается обычно дополнительными товарными поставками.

К примеру, по данным Госкомитета по прогнозированию и статистике Республики Узбекистан, в 1994 г. бартерные сделки составляли более 17% от общего объема экспорта, в 1995 г. этот показатель снизился более чем в 2 раза. Сокращение торговых операций на основе так называемого эквивалентного товарообмена - момент положительный, поскольку бартер для развитых стран - явление нетипичное. В конце концов, деньги для того и были придуманы тысячи лет назад, чтобы избежать натурального обмена. Однако в условиях становления молодых независимых государств бартер помогает насытить рынок товарами, решать проблемы с сырьем и оборудованием. Пока государства бывшего СССР продолжают жить в условиях непрохождения платежей, неконвертируемости национальных валют, пока они восстанавливают разрушенные экономические связи, такой "нецивилизованный" для высокоразвитых стран метод торговли продолжает функционировать в экономике переходного периода.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Дальнейшее разделение труда и возникновение товарного производства, основанного на частной собственности, породило противоречие между частным и общественным трудом, что отразилось прежде всего на процессе обмена. Каждый товаропроизводитель нуждался уже в многочисленных продуктах труда других товаропроизводителей, но и производимый им товар был нужен какой-то определенной части общества, в какое-то определенное время. Непосредственный обмен становился невозможным. Каждый товаропроизводитель старался обменять свой продукт на такой, который мог быть наиболее распространенным и потребляемым товаром, причем потребление его не зависело бы от времени года и сезонности проведения работ. Так возникла **всеобщая форма стоимости**, при которой стоимость всех товаров выражалась в одном всеобщем эквиваленте.

У разных племен и народов роль всеобщего эквивалента выполняли в разные исторические периоды различные товары: скот, хлеб, меха и др. Первоначально роль всеобщего эквивалента не была закреплена за каким-то одним определенным товаром и “кочевала” от одного к другому, служившему в зависимости от определенных условий главным предметом обмена.

Развитие ремесел и особенно открытие плавки весьма упростило дело. Роль посредников в обмене прочно закрепилась за слитками металлов, поначалу простых, затем - благородных. Они постепенно превратились в подлинные деньги в их современном смысле.

Конечно, факт появления и распространения денег не ведет к непосредственному росту потребления товаров и услуг в обществе, поскольку потребляют лишь то, что производят, а производство есть конечный результат взаимодействия труда, земли, капитала и предпринимательской способности человека. “Деньги бесплодны” (Аристотель). Однако положительное их влияние на производственную деятельность общества несомненно, поскольку они способствуют сокращению общих издержек по причине того, что люди начали считать все свои

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

затраты на производство товара в денежном исчислении, ускоряя поиск партнеров и активизируя развитие специализации труда и соответственно рост его производительности. Результатом этого процесса явилось обособление торговли в качестве самостоятельного сектора экономики.

По мере разделения труда и увеличения общественного богатства роль всеобщего эквивалента закреплялась за драгоценными металлами (серебром и золотом), которые в силу своей редкости, высокой ценности при малом размере, однородности и делимости были, можно сказать, призваны судьбой и временем выполнять роль всеобщего эквивалента, т.е. денег в течение длительного периода человеческой истории.

На территории современного Узбекистана самостоятельное денежное обращение всегда являлось одним из важнейших проявлений политического суверенитета и экономической независимости. Узбекистан, согласно данным исторической науки, входит в круг немногих государств с наиболее ранним возникновением и последующим развитием товарно-денежных отношений, поскольку они существуют здесь более 2 тысяч лет.

Первыми денежными знаками, монетами, с которыми познакомились народы и племена, проживавшие на территории нынешнего Узбекистана, были, по исследованиям историков, золотые дарики и серебряные сикли, выпускавшиеся в V-IV вв. до н.э. в пределах Ахеменидской империи. Однако подлинное развитие товарно-денежные отношения здесь получают в период после похода Александра Македонского и создания Селевкидского и Греко-Бактрийского государств. В основу их денежной системы был положен так называемый аттический стандарт серебряных монет - тетрадрахма весом 17,44 грамма и драхма - 4,36. Были в обращении и мелкие серебряные и бронзовые монеты. Золотая монета, как правило, не выпускалась.

В конце III-II вв. до н.э. в Северной Бактрии, Согде, Бухаре, Хорезме возникает чеканка монет-“подражаний” - серебряных и субэратных (с бронзовой основой, покрытой тон-

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

ким слоем серебра). Это - форма перехода к самостоятельной чеканке.

В I веке до н.э. начинается чеканка собственных серебряных и медных монет. На лицевой стороне - портрет местного правителя, на оборотной - различные изображения и символы, надписи на согдийском и хорезмийском, а позже на бактрийском языках. В государствах Согда и Хорезма в первые века н.э. сохраняется среднеазиатская разновидность аттического стандарта с применением серебра и меди.

Иная монетная система была в огромной Кушанской империи, созданной кочевыми народами - тохарами, расселившимися в южных районах Узбекистана и Туркменистана. В правление кушанского царя Кадфиза II здесь была проведена денежная реформа, причем новая монетная система была основана не на серебре, как прежде, а на золоте различных номиналов. В рыночной торговле применялись крупные медные монеты диаметром 23-25 мм, весом 16-17 граммов.

С падением Кушанского царства в первой половине III века н.э. в ряде областей Среднеазиатского междуречья происходит кризис денежной системы: ухудшение качества монеты, падение ее веса, что было обусловлено кризисом рабовладельческой формации, а также вторжением кочевых племен. Одно из них - эфталиты - в V-VI веках создали государство, в состав которого входила большая часть нынешнего Узбекистана. Здесь не было единой денежной системы - каждая область чеканила свою монету.

Затем в течение V-VIII вв. различные регионы Узбекистана находились в сфере влияния могущественных государств Востока: эфталитского, саманидского, тюркского и арабского аббасидского халифата, каждое из которых вносило свои изменения в денежное обращение и типы чекана монет. Однако одновременно формируется и собственный монетный тип: круглая монета с квадратным отверстием, с нанесением знаков древнетюркского рунического письма.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Как уже упоминалось, в раннем средневековье золотая монета в государствах Средней Азии не чеканилась. Для обозначения серебряных монет в это время еще применялся греческий термин "драхма", а в обозначение бронзовых монет уже вошло местное согдийское слово "пани" и знакомое нам "деньга".

Монетное дело в Средней Азии в корне изменилось с приходом сюда арабов, когда в государствах Средней Азии денежное обращение было полностью подчинено правилам и нормам мусульманского монетного дела. Стали выпускаться золотые динары (от римского "динарий"), серебряные дирхемы (от греческого "драхма") и медные фельсы.

Первые мусульманские фельсы выпущены на территории Узбекистана в 143 году хиджры (760-761 гг.) в Самарканде, через пять лет - в Бухаре, Ахсикете (Фергане), Термезе.

В конце IX в. в Мавороуннахре было создано фактически независимое саманидское государство, центром которого стала Бухара. Именно при Саманидах, в государство которых входила почти вся Средняя Азия, монетное дело достигло высочайшего развития. Серебряные монеты в то время обращались поштучно или по весу, в особенности так называемые ломаные дирхемышикасте, которые отличались высоким содержанием серебра. Их высоко ценили и восточнославянские племена, которые устанавливают широкие торговые контакты с Мовароуннахром. В результате расширения этих торговых связей происходит массовый отток серебра в Европу, о чем свидетельствуют клады, обнаруженные археологами на громадной территории от Урала до Англии и Норвегии.

В начале XI в. на смену саманидскому государству приходит династия тюркских племен, что означает в свою очередь и перемену в денежном обращении.

Итак, серебро и золото стали основными элементами денежного обращения. Однако в Европе уже в XVIII- XIX веках наряду с золотыми и серебряными монетами в обращении начинают участвовать и бумажные деньги.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Справочный материал

Из истории появления бумажных денег

Джон Ло, выходец из Эдинбурга, бежал из Лондонской тюрьмы, где отбывал наказание за убийство соперника на дуэли. Поначалу он жил в Голландии, потом в Италии, где смог обрести значительное состояние. В 1710 году предложил свои услуги по увеличению доходов государственной казны французскому двору. К тому времени финансовое положение Франции было отчаянным и король одобрил проект Джона Ло. Королевский банк начал выпускать казначейские билеты в огромных количествах. Однако довольно скоро их курс стремительно пошел вниз, а новоиспеченный министр финансов (им стал Джон Ло) возбудил ненависть населения. В 1720 г. банк ликвидировали, а сам министр был вынужден покинуть Францию.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Изобретение их приписывают (с большой долей условности) древним китайским купцам. Первоначально в виде дополнительных средств обмена выступали расписки о принятии товара на хранение, об уплате налогов и выдаче кредита, которые выдавались "функциональными прародителями" бумажных денег - золотых дел мастерами, имеющими подвалы и специальные кладовые, где хранились золотые запасы различных покупателей и торговцев, не подвергаясь опасности перевозки и имея гарантию мастера на чистоту золотого слитка. Получив золотой вклад, мастер, как правило, выдавал квитанции, которые явились как бы представителями и прародителями, а также и первой формой бумажных денег...

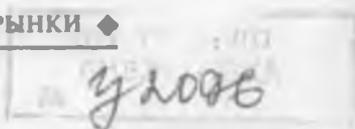
Постепенное увеличение объема хождения таких квитанций расширяло торговые возможности, но вместе с тем зачастую затрудняло их размен на металлические монеты.

В Европе появление бумажных денег связывают обычно с неудачным опытом во Франции 1716-1720 гг., проведенным банком Джона Ло. Однако именно этот человек, "смешанный тип мошенника и пророка", как некоторые его называли, дал возможность европейскому миру узнать о необычайных и удивительных их возможностях.

2.0. Сущность и функции денег

Возникновение денег - исторически обусловленный процесс. В его основе лежит развитие отношений простого товарного производства и обмена. После выделения денег как всеобщего эквивалента, товара особого рода из мира товаров, они сохраняют оба присущих товару свойства: потребительную стоимость (полезность) и стоимость (ценность). Что же тогда определяет сущность денег? Деньги представляют собой инструмент, при помощи которого абстрактному содержанию ценности (стоимости), синтезу абстрактной полезности и абстрактного труда, придается реальность, конкретность, действительность.

Сущность денег заключена в том, что, обладая присущими всем товарам свойствами, они вместе с тем противостоят всем другим товарам по **трем основным позициям.**



СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

2.1. Сущность денег

Во-первых, любой товар, как правило, удовлетворяет какую-нибудь одну человеческую потребность. Деньги же представляют собой специфический товар, служащий непосредственным и всеобщим воплощением стоимости, и поэтому они обладают способностью прямо обмениваться на все другие товары.

Таким образом, деньги как товар (например, золото), кроме своей особенной потребительной стоимости (изготовление драгоценных украшений, коронок для зубов, промышленного потребления), обладают еще и всеобщей потребительной стоимостью, состоящей в способности к обмену на любой товар и, следовательно, могущей удовлетворять все человеческие потребности в товарах.

Во-вторых, обыкновенный товар выступает лишь как продукт конкретного труда (сапожника, пекаря, ученого). Деньги — единственный товар, выступающий в качестве непосредственного воплощения абстрактного труда вне зависимости от профессиональной принадлежности. Они тоже продукт конкретного труда (печатника, чеканщика), но потребительная стоимость денег заключается не в способности удовлетворения определенных физических или духовных потребностей человека, а в способности быть надежным посредником при обмене товаров.

Деньги являются эквивалентом определенного количества абстрактного труда. И так как в каждом товаре воплощено определенное количество абстрактного труда, то они выступают мерилom этого количества абстрактного труда.

И, наконец, в-третьих, обыкновенный товар является продуктом частного труда, а деньги служат воплощением труда общества в целом, распределенного во всех товарах, выступая в данном случае тем эквивалентом, который уравнивает каждый вид частного труда, заключающийся в соответствующем этому труду товаре, между собой.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

2.2. Теории о сущности денег

Можно назвать несколько теорий, которыми сущность денег трактуется с совершенно различных точек зрения. В развитых странах наибольшую известность получила так называемая **металлистическая теория денег** (она отождествляет деньги с драгоценными металлами, сводя их к обыкновенному товару и игнорируя их специфическую общественную роль) и **номиналистическая теория денег**, (полностью отрицается товарная природа денег и они изображаются в качестве условного знака, не имеющего ничего общего с товарами). Металлистическая теория была наиболее развита в эпоху первоначального накопления капитала. Она выражала интересы купечества, связанного с внешней торговлей, и нашла своих сторонников в лице так называемых **меркантилистов**, видевших в накоплении денежных сокровищ единственное богатство нации. Согласно номиналистической теории, деньги являются творением правопорядка, их роль сводится к функции платежного средства; их платежная сила устанавливается государством и определена штампом на монете или бумажном знаке. Наиболее полно развил эту теорию Джеймс Стюарт, а до него - английский экономист Барбон и философ-идеалист Беркли. Для всех направлений номиналистической теории характерно отрицание природы денег как всеобщего эквивалента и связанное с этим отрицание функции денег как меры стоимости.

До 80-х годов была широко распространена марксистско-ленинская теория денег, рассматривающая деньги как основное орудие эксплуатации трудящихся масс.

2.3. Функции денег

Первой функцией денег в реальном виде, по классическому определению, является, как мы уже видели, функция посредничества в обращении или средства обращения. Здесь деньги олицетворяют всеобщую покупательную способность. "Рубль будет то стоить, что на него купить можно" (А. Н. Радищев).

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Как средство обращения деньги обслуживают многочисленные и многократно осуществляемые акты купли - продажи товаров и услуг.

С функцией обращения тесно переплетается и функция денег как **средства платежа**, это опять-таки суть реальные деньги, которые выступают как выплата налогов, заработанных средств, пособий, получение и возврат кредитов, оплата коммунальных услуг и др. При этом передвижение денег не сопровождается одновременным перемещением товаров. По мере развития общества средство платежа все чаще заменяет средство обращения, так как продажа и покупка товаров в кредит становится наиболее распространенным и предпочитаемым большинством населения явлением, особенно в экономически развитых странах.

Деньги в своем идеальном виде выступают как **мера стоимости**, в соответствии с которой общество считает удобным использовать денежную единицу в качестве масштаба для измерения различных товаров и услуг, поскольку для осуществления актов купли-продажи могут быть использованы различные денежные единицы - рубли, доллары, марки, суммы. В этих единицах измеряют и сопоставляют стоимости товаров.

Важной функцией денег является функция **средства накопления** или **сбережения**. Деньги в этом качестве выступают опять же в реальном виде и как самое ликвидное средство, которое является наиболее удобной формой хранения, и представляют собой, таким образом, отложенный на будущее платежеспособный спрос.

Естественно, что в странах с высокой или нарастающей инфляцией нет смысла накапливать деньги, поскольку они быстро обесцениваются. При подобных обстоятельствах возникает весьма любопытная ситуация: национальные или отечественные денежные знаки выполняют функции обращения и масштаба цен, но средством накопления становится более устойчивая иностранная свободно конвертируемая валюта, которую стремятся любой ценой приобрести как частные лица, так и хозяйствующие субъекты.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Справочный материал

Из копилки мировых экономических знаний

Меркантилизм - от итальянского "mercante" - торговец, купец. Система экономических воззрений и экономическая политика, характерные для XV-XVII веков, заключающаяся в отождествлении богатства нации с золотом и серебром. Меркантилисты исходили из того, что источником прибыли является продажа товаров по более высоким ценам, по сравнению с их покупной ценой. Поэтому, по мнению меркантилистов, источником прибыли является внешняя торговля, то есть вывоз товаров в другие страны по более высоким ценам, чем те, по которым они были приобретены.

Меркантилизм сыграл довольно прогрессивную роль в развитии капиталистического производства, выражаясь первоначально в поощрении ввоза и запрещении вывоза драгоценных металлов, а затем в проведении системы мероприятий, направленных на развитие торговли и промышленности. К этому периоду относится создание таких крупных внешнеторговых компаний, опиравшихся на широкую государственную поддержку, как Ост-Индская, Вест-Индская. С деятельностью этих компаний связано множество удивительных историй, приключения отважных путешественников, которые описаны в западноевропейской и американской литературе.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Так было в Республике Корея в 50-х годах, в Израиле в 70-е годы, периодически это происходило в странах Западной Европы и Латинской Америки, а в 90-х годах - в странах СНГ.

Что касается внедрения в оборот свободно конвертируемой иностранной валюты, то бороться с ним административными и тем более экономическими мерами трудно, и удавалось это лишь во времена "тоталитарного социализма", когда занятие валютными операциями жестоко наказывалось, вплоть до применения высшей меры наказания. Вытеснения иностранной валюты с национального рынка можно достичь лишь длительной и продуманной валютной политикой государственных денежно-кредитных институтов.

3.0. Типы денежных систем

3.1. Составляющие денежных систем

Денежные системы - формы организации денежного обращения, исторически сложившиеся в разных странах и обычно закрепленные в законодательном порядке.

К **важнейшим компонентам**, характеризующим денежную систему, относятся:

- национальная денежная единица, в которой выражаются цены товаров и услуг;
- система кредитных и бумажных денег, разменных монет, которые являются законными платежными средствами в наличном обороте;
- система эмиссии денег, то есть законодательно закрепленный порядок выпуска денег в обращение;
- институты, ведающие вопросами денежного обращения.

В зависимости от вида обращаемых денег со временем выделились два типа систем денежного обращения:

1) **система обращения металлических денег**, когда в обращении находятся полноценные золотые или серебряные

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

монеты, выполняющие все функции денег, а бумажные деньги могут по первому требованию превращаться в металлические деньги (в монетах или слитках);

2) система обращения кредитных и бумажных денег, которые не могут быть обменены на золото, а само золото вытеснено из обращения.

3.2. Система обращения металлических денег

Исторически сформировались такие разновидности систем металлических денег, как **монометаллизм**, когда роль валютного металла закреплена только за одним благородным металлом, и **биметаллизм**, когда эта роль присваивается двум валютным металлам (золоту и серебру).

Благодаря своей более высокой стоимости и портативности золото лучше приспособлено к выполнению денежных функций, поэтому золотой монометаллизм вытеснил в конце концов монометаллизм серебряный и биметаллизм. К концу XIX века он стал господствующей денежной системой.

Необходимо отметить, что главную роль в денежном обращении играют монеты из того металла, который принят за валютный: при серебряном монометаллизме - серебро, при золотом - золото. Причем в обращении находятся не только золотые или серебряные, но и медные монеты, а также знаки стоимости - кредитные и бумажные деньги.

К монетам из валютного металла применяется свободная чеканка, к монетам из других металлов - закрытая, то есть чеканка из металла, принадлежащего государству, и производимая в ограниченном количестве. При **биметаллизме** свободно чеканятся и имеют неограниченную платежную силу монеты как из золота, так и из серебра. Монометаллизм не исключает обращения бумажных знаков стоимости, но при свободном обращении их на валютный металл. Важно отметить, что прекращение такого размена означает переход к полнокровной системе банкнотного или бумажноденежного обращения.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Справочный материал

Из истории денежного обращения Узбекистана

В 1501 г. Мухаммад Шейбани-хан, предводитель кочевых племен узбеков - выходцев из Дашти-Кыпчака, завоевал Самарканд. И хотя в начале его правления продолжали обращаться тимуридские серебряные и медные монеты, тем не менее уже в 1507 г. была осуществлена кардинальная денежная реформа.

Начали выпускать монеты золотые, серебряные, из сплава серебра и меди, а также медные, причем чеканка их была очень ограничена. Известен чекан только Шейбани-хана (1501-1610 гг.) и Абдулла-хана II (1583-1598 гг.)

Золотые монеты назывались ашрафи или тилло, серебряные - таньгам, тангача, медные - динари, фулус. Самой мелкой монетой был пул. Чеканились также кратные монеты крупных номиналов, к примеру, в две трети и даже одну шестую динара. Масса серебряной таньга был 5,2 г, за нее по официальному курсу давали 36 медных динаров той же массы.

Монеты выпускались во многих городах обширного государства: Самарканде, Бухаре, Герате, Мешхеде, Балхе, Нишапуре, Серахсе и др.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Говоря о денежных системах, нельзя не упомянуть о законе Томаса Грехэма (английский банкир XVI века), в соответствии с которым деньги еще на заре индустриальной цивилизации общества делились на “плохие” и “хорошие”. Согласно этому закону, первые вытесняют вторые. Суть состоит в том, что из обращения исчезают деньги, рыночная стоимость которых по отношению к “плохим” деньгам и официально установленному курсу повышается. Они просто припрятываются - в частных домах, банковских сейфах или уходят в теневую экономику, уходя таким образом из сферы обращения.

Впечатляющие подтверждения жизнеспособности и “вечности” этого закона мы находим в истории денежного хозяйства практически любой страны в период биметаллизма. Выпуск неполноценных монет, порча их путем обрезания, появление монет фальшивых, частая смена денежных единиц вели к повсеместному исчезновению полноценных монет из обращения и к волнениям народа.

Выходом из кризиса становилась чеканка новых денег и придание им принудительного курса. Естественным следствием этого становился рост рыночной цены серебра или золота по сравнению с номиналом, их исчезновение из обращения, общее повышение товарных цен. В конце концов серебряные и золотые деньги были изъяты из обращения.

Биметаллизм сохранялся довольно долго. К примеру, в США официальный паритет между серебром и золотом составлял на протяжении всего XIX века от 15 до 16 унций серебра за одну унцию золота, но рыночные курсы металлов менялись более широко, причем не всегда в пользу золота. К концу прошлого века серебро постепенно перешло в разряд разменной монеты. В 1933 году биметаллическая система в США была окончательно ликвидирована.

Наибольшее значение к этому времени - концу прошлого века - приобрело золото. Так называемый золотой монометаллизм или золотомонетный стандарт представлял собой наиболее устойчивую из всех известных капитализму денежных

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Справочный материал

Из истории денежного обращения Узбекистана

Еще в государстве Шейбанидов были осуществлены две денежные реформы, причиной проведения которых явилась инфляция. Сказались неправильная монетная политика, массовый отток высокопробных серебряных таньга за границу, сокращение поступлений частного серебра на монетные дворы. Все это привело к расстройству денежной системы.

После реформ Абделла-хана был централизован монетный чекан в столице государства - Бухаре. Налажен регулярный выпуск золотой монеты, изменен курс серебряной, начат выпуск медной монеты нескольких достоинств для удовлетворения повседневного спроса рыночной торговли.

В государстве Джанидов, основанном в 1601 г. Джани Мухаммадом, продолжали обращаться шейбанидские монеты. Новые носили те же названия и оформлялись в соответствии с шейбанидскими традициями. Однако были и нововведения. Регулярным стал чекан золотой монеты, начавшийся между 1695 и 1709 г. Монета весила 4,8 г. и была очень высокой пробы 958 (содержание золота в монете составляло 91-93%).

Регулярная чеканка золотой монеты в государстве Джанидов в первой половине XV в. объяснялась стремлением преодолеть резкий упадок хозяйства. Государство не могло обеспечить торговлю необходимым количеством серебряных денег. При этом содержание самого металла в монете постоянно падало, что послужило причиной проведения денежной реформы.

Курс пореформенной таньга был принудительный, в 4 раза превышающий реальную стоимость монеты. Это вызвало волну протеста, а затем и восстание городского населения Бухары. Власть была вынуждена уменьшить принудительный курс серебряной таньга в 2 раза.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

систем. Первая мировая война положила конец его существованию в большинстве государств. Во всех участвовавших в этой войне странах (кроме США) обмен банкнот на золото был прекращен, золотые монеты исчезли из обращения и вместо них появились обесценившиеся бумажные деньги.

В XX в. исполнителями роли “плохих” денег в разных странах стали всевозможные бумажные банкноты, вытеснившие золото из повседневного денежного обращения. Сегодня же закон Грехэма ярко проявляет себя в отношениях между так называемыми твердыми и слабыми, подорванными инфляционными явлениями, валютами.

3.3. Система кредитных и бумажных денег

Начало формирования другого типа денежных систем - системы кредитных и бумажных денег - положил мировой уже упоминаемый здесь экономический кризис 1929-1933 гг., известный как великая депрессия. К составным элементам этой системы относятся:

- господствующее положение кредитных денег;
- полный уход золота из обращения, прекращение обмена банкнот на золото и отмена их золотого содержания;
- увеличение эмиссии денег в целях широкого кредитования предпринимательского сектора государством;
- значительное расширение безналичного оборота;
- государственное регулирование денежного обращения.

Появление бумажных денег связано с развитием товарного производства и тем фактом, что металлические деньги в силу их износа, порчи и потерь слишком дорого обходились государственной казне. Затраты на печатание бумажных денег были несравненно меньше.

Вне процесса обращения бумажные деньги - это не имеющие никакой ценности листки. Строго говоря, банкноты, вышедшие из - под печатного станка, не являются еще деньгами. Они становятся средствами обращения, платежа и накопления (деньгами в прямом смысле слова) лишь тогда, когда их пускают

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Справочный материал

Из истории валютного регулирования

До великой депрессии 1929-1933 гг. в США преобладала система золотого стандарта, в соответствии с которой каждая денежная единица имела определенное золотое содержание - то или иное весовое количество золота. Сальдо в товарообмене между странами оплачивалось трансфером золота, поскольку именно оно выступало в качестве мирового средства платежа и накопления. Переходной от золотого стандарта к современному управляемому "валютному плаванию" явилась Бреттон-Вудская система, возникшая в конце второй мировой войны (1944 г.). Тогда впервые была сформулирована концепция мировой валютной системы стран-союзников антигитлеровской коалиции.

Бреттон-Вудская конференция внесла организующее начало в международные валютные отношения и явилась реальным воплощением глобального проекта Д. Кейнса. Однако последующие события привели к кризису и краху данной системы. Причиной была в том, что потребности товарооборота и миграции капитала предъявляли все более возрастающий спрос на валюту США. Количество долларов, функционирующих в мире, заметно превысило золотой запас Форт-Нокса (место, где казначейство США хранит золотой запас страны. Там же хранят свои золотые запасы и многие другие страны, в том числе западноевропейские государства). Обратимость доллара в золото становилась все более сомнительной и была официально "приостановлена" президентом Р. Никсоном в августе 1971 года. Это явилось "последним ударом" по остаткам золотого стандарта и системе фиксированных курсов. Доллар "пошел в плавание", его курс по сравнению с рядом валют понизился.

Итогом событий стала Ямайская сессия МВФ (1976 г), санкционировавшая запрет на использование золота в качестве основы валютных паритетов. Часть имевшегося у фонда золота была распродана по рыночным ценам, и была принята система плавающих курсов с привязкой их в основном к доллару США. Так называемая Ямайская система. Крушение Бреттон-Вудской системы, однако, не привело к ликвидации МВФ, хотя и наложило отпечаток на его функции. Наряду с ролью "дирижера" рыночного курса валют, наблюдением за платежными балансами, выдачей кредитов и организацией валютных интервенций МВФ превратился в центр, специально занимающийся проблемой задолженности развивающихся стран.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

в оборот. Поэтому устанавливаемый государством принудительный курс бумажных денег придает им общественную значимость в пределах соответствующей страны. В случае потери доверия населения к правительству, а также в результате эмиссии денег сверх реальных потребностей (для покрытия бюджетного дефицита, военных или других расходов) бумажные деньги обесцениваются, не представляя, таким образом, интереса для населения и хозяйствующих единиц и способствуя развитию нецивилизованных форм товарного обмена.

По мере развития производительных сил в том или ином государстве бумажных денег в обращении становится все меньше и меньше, они уступают место **кредитным деньгам**.

Различают три основных вида кредитных денег : **вексель, банкнота и чек**. Охарактеризуем коротко каждый из них.

В вексельном обороте может участвовать неограниченное количество лиц, поскольку вексель передается в порядке переуступки права требования определенной денежной суммы. Большинство векселей погашаются путем взаимного зачета вексельных обязательств без участия наличных денег.

Однако существуют границы замещения наличных денег вексельным обращением. Во-первых, коммерческий кредит охватывает лишь часть товарооборота, преимущественно оптовую торговлю; во-вторых, сальдо по взаимному зачету вексельных обязательств требует оплаты наличными деньгами; в-третьих, векселя имеют ограниченную сферу обращения; в-четвертых, обращение векселей ограничено их сроком. В связи с этим, границы обращения коммерческих векселей преодолеваются путем замены их **банкнотами**.

Классическая банкнота имела двойное обеспечение - вексельное (товарное) и золотое (золотой запас центрального банка). Необеспеченная металлом эмиссия называлась **фишдешарвой**.

Двойное обеспечение классических банкнот - кредитное и металлическое - гарантировало относительную устойчивость и эластичность банкнотного обращения. Однако падение золотого содержания денежных единиц, как и официальной цены

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

золота и прекращение размена банкнот на золото придали им во многом искусственный характер. Особенно это проявилось в годы первой мировой войны, когда в воюющих государствах был отменен размен банкнот на золото, а банкнотная эмиссия неоднократно увеличивалась. Например, во Франции ее размер возрос с 6,8 млрд. фр. в 1913 году до 33 млрд. фр. в 1918 году. Аналогичная ситуация наблюдалась в Германии после второй мировой войны. В Республике Узбекистан огромные размеры банкнотной эмиссии можно было наблюдать на примере промежуточной валюты - сум-купона. Если в начале его введения (в ноябре 1993 года) доллар США можно было приобрести, отдав за него чуть более 5 тыс. сум-купонов, то накануне введения собственной денежной единицы курс обмена вырос в 7 раз.

С 30-х годов во всех развитых странах начали выпускаться только неразменные на золото банкноты. В современном мире только в отдельных странах закон предусматривает золотое обеспечение банкнот. В большинстве государств оно отменено в законодательном порядке.

В странах с развитой рыночной экономикой наибольшее распространение получили чеки, исторически возникшие из функции денег как платежного средства и являющиеся широко применяемым кредитным средством в условиях высоко развитой банковской системы. Платежи чеками особенно развиты преимущественно во внутреннем платежном обороте страны, однако они используются также во внешнем платежном обороте при расчетах по экспорту и по импорту, по иностранному туризму и при неторговых платежах.

Необходимо отметить, что при общности основных элементов чекового оборота законодательства отдельных стран предусматривают различное регулирование некоторых сторон чековых операций. В целях установления единообразных правил выдачи, обращения и оплаты чеков в 1931 г. в Женеве была заключена международная чековая конвенция (так называемая Женевская конвенция).

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Справочный материал

Пути финансирования государственных расходов

Государство может финансировать свои расходы тремя способами:

- 1) увеличить налоговые поступления;
- 2) взять в долг;
- 3) напечатать деньги.

Доход, получаемый государством от печатания денег, называется **сеньораж**. Государство, печатая деньги для финансирования своих расходов, увеличивает тем самым их предложение и уменьшает стоимость денег, находящихся на руках у населения. Таким образом, инфляция является налогом на наличные деньги.

Объем доходов, получаемых за счет печатания денег, существенно отличается по странам. В экономической литературе приводятся следующие цифры. В Соединенных Штатах сеньораж составлял менее 3 % общего объема доходов государства. В Италии и Греции - около 10 %. В странах, переживающих гиперинфляцию, сеньораж часто является первостепенным источником доходов и соответственно основной причиной гиперинфляции.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

В отношении наиболее крупных фирм, тесно связанных с банком и зарекомендовавших себя с положительной стороны в течение значительного периода допускается оплата чеками сверх сумм, имеющих на счете клиента в банке. Такая практика ведения чековых операций получила название “овердрафт”.

Поскольку банки принимают от своих клиентов чеки, выписанные не только на счета, открытые в данном банке, но и полученные и выписанные на другие банки со временем возникают условия для взаимного зачета чеков между банками. Эти функции начинают выполнять **расчетные палаты**.

Развитие чекового обращения вызвало ряд проблем, связанных с множеством подписей на чековой книжке. Поэтому начиная с конца 50-х годов сначала в США, а позже и в Западной Европе чеки стали заменяться **кредитными карточками**, получившими в современном мире весьма широкое признание и служащими своеобразным символом респектабельности ее владельца. В Узбекистане они тоже появились. Национальный банк внешнеэкономической деятельности республики выпустил сумовые и валютные пластиковые карточки, которые значительно облегчают взаиморасчеты между предприятиями, входящими в данную систему.

Сегодня деньги диверсифицируются, буквально на глазах множатся их виды. Вслед за чеками и кредитными карточками появляются так называемые “электронные деньги” - компьютерные операции и пластиковые дебетные карточки, которые можно использовать для переводов с одного депозита на другой.

Западные экономисты склоняются к мысли, что в будущем бумажные деньги - банкноты и чеки - вообще исчезнут и их заменят электронные межбанковские трансакции (безбланковая форма), затраты на которые в 3-4 раза ниже затрат на изготовление бумажных денег. В этом случае деньги останутся, но станут “невидимыми” и “быстрыми”. Узбекистан в данном отношении значительно приблизился к уровню развитых

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

стран. Все коммерческие банки республики включены в систему электронных платежей. В марте 1996 года завершилось внедрение комплекса программ, позволившего проводить межбанковские платежи через 13 центров расчетов Центрального банка Республики Узбекистан. Это привело к ускорению этих операций внутри областей до 1-2 часов, а между областями - в течение одного дня.

3.4. Денежная масса и ее структура.

Что представляет собой денежная масса? **Денежная масса** - это совокупность наличных и безналичных покупательных и платежных средств, которые обеспечивают обращение товаров и услуг в народном хозяйстве любой страны и которые имеют частные лица, институциональные собственники (предприятия, объединения, организации, частные фирмы) и государство. Структура денежной массы состоит из активной части (денежные средства, непосредственно обслуживающие хозяйственную деятельность) и пассивной части (денежные накопления, остатки на счетах, т.е. потенциальные расчетные средства).

Как видим, она не проста и не совпадает с общепринятым бытовым представлением, когда считается, что деньги - это прежде всего **наличные средства** - бумажные купюры и мелкая разменная монета. В действительности доля в денежной массе низка, а основная часть сделок между предприятиями и в розничной торговле совершается в развитой рыночной экономике путем использования банковских счетов. Можно провести прямую параллель между уровнем развития и стабильности денежного обращения в стране и долей наличных денег в денежной массе. К примеру, в Соединенных Штатах и других развитых странах она не превышает 5-10 % в зависимости от распространения прогрессивных систем "visa" и ей подобных, в странах СНГ и в нашей стране, в частности, эта доля перешагнула рубеж 30 %, делая денежную систему

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

негибкой и легко восприимчивой к всевозможным злоупотреблениям.

Вместе с тем денежная масса включает в себя такие компоненты, которые нельзя непосредственно использовать как покупательное или платежное средство. К ним относятся денежные средства на срочных счетах, сберегательных вкладах и коммерческих банках, депозитных сертификатах, акциях инвестиционных фондов, получающих все большее распространение на территории Узбекистана, и т.п. Перечисленные компоненты денежной массы объединены под общим названием "квази-деньги" (от латинского quasi - как будто, почти) и представляют собой наиболее весомую и динамично растущую часть в структуре денежного обращения.

Квази-деньги, не считаясь деньгами в их прямом смысле, являются, тем не менее, ликвидными активами, т.е. легко реализуемыми в денежную форму без потери стоимости. Конечно, самым ликвидным активом являются деньги (абсолютная ликвидность), однако почти на одном уровне с ними стоят драгоценные металлы и камни, произведения искусства... Меньшей ликвидностью обладают здания, оборудование, машины и др. Как правило, эта категория ценностей относится к так называемым "замороженным" активам. Квази-деньги также весьма ликвидны, поскольку срочные вклады, облигации и некоторые виды акций в развитых странах можно быстро превратить в наличные деньги. Вместе с тем история знает немало фактов долгосрочного замораживания этого вида денег - в том случае, когда государству требовались значительные денежные средства на какие-либо нужды и оно превращало это мероприятие из добровольного в принудительное. Как правило, денежная политика страны, выходящей из политического или экономического кризиса начинается с восстановления доверия населения путем индексации таких "замороженных вкладов" и привлечения, таким образом, средств для оживления

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

инвестиционной активности в экономике. В Узбекистане этот процесс начал набирать силу с принятием постановления Кабинета Министров "О мерах по индексации денежных средств населения во вкладах и по государственному страхованию" от 12.02.96 г., в соответствии с которым установлены размеры индексации денежных средств населения с учетом роста индекса цен, имевшего место за 1992-1995 гг.

Таким образом, в структуре денежной массы выделяют такие совокупные компоненты или **денежные агрегаты**, как M_1 и M_2 . Структура элементов, входящих в каждый из компонентов, представлена в приложении к главе. Хочется только отметить, что различие между M_1 и M_2 заключается прежде всего в том, что в состав M_2 включены рассмотренные выше квази-деньги, которые, требуют какого-то времени для перевода их в наличные.

Следует отметить что в нашей стране до последнего времени денежные агрегаты не рассчитывались и не использовались в практической деятельности финансово-кредитных учреждений, не знакомы были с ними и вкладчики. Теоретически это обосновывалось марксистской-ленинской экономической теорией, в соответствии с которой объединение наличных денег и квази-денег считается недопустимым, так как смешиваются совершенно несопоставимые категории - деньги, ценные бумаги и кредит. Однако совершенно ясно, что между денежным рынком, рынком инвестиций и рынком ценных бумаг существует очень тесная взаимосвязь. Остатки на срочных счетах могут быть использованы для всевозможных расчетов, а доходы по ценным бумагам могут храниться на текущих счетах и аккумулироваться для инвестиционной деятельности.

С учетом продвижения нашей страны по пути развертывания рыночных преобразований грань между наличными и безналичными деньгами должна постепенно стираться, чему в немалой степени будет способствовать активное использование денежных агрегатов.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Справочный материал

К структуре денежной массы

Определение структуры денежной массы для Соединенных Штатов Америки включает следующие составные элементы:

M_1 — денежный агрегат, характеризующий деньги в узком смысле слова:

- 1) наличность, то есть металлические и бумажные деньги, находящиеся в обращении;
- 2) чековые вклады.

M_2 — денежный агрегат, характеризующий деньги в широком смысле слова или “почти деньги”, включающий в себя все составляющие M_1 , а кроме того, вклады на бесчековых сберегательных счетах, а также мелкие срочные вклады.

M_3 — денежный агрегат M_2 + крупные срочные вклады (более 100 тыс. долларов).

У нас в стране принята следующая структура денежной массы:

M_0 — наличные деньги;

M_1 — M_0 + остатки средств на соответствующих счетах + средства местных бюджетов + средства бюджетных, общественных и других организаций;

M_2 — M_1 + срочные вклады в сберегательных банках (Народный банк);

M_3 — M_2 + выпускаемые сертификаты + облигации целевых займов + облигации государственных займов + казначейские обязательства.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Выводы по Разделу 1

1. Деньги - такой же товар, как и все другие товары, окружающие нас. Их специфическая роль постепенно выделилась в ходе исторического развития в результате разделения труда, которое обусловило потребность в разнообразном обмене товаров.

2. В мире существуют различные типы денежных систем. Основные компоненты каждой сложились исторически и официально закреплены в законодательных актах соответствующих стран.

3. Какую бы форму они не принимали, деньги выполняют функции: обращения и платежа, меры стоимости, накопления или сбережения и мировых денег.

4. Довольно долгое время драгоценные металлы были основой денежного обращения в подавляющем большинстве стран мира благодаря своим особым преимуществам. Однако золото, в конце концов, вытеснило серебро, положив конец эре биметаллизма и начало эпохе золотого монометаллизма.

5. Появление бумажных, а затем и кредитных денег существенно упростило обменные отношения товаропроизводителей. Однако особенностью этих денег, в отличие от предшествующих видов денег, является тот факт, что вне процесса обращения бумажные деньги - просто обыкновенная бумага, не имеющая своей собственной стоимости. Эмитируя такие деньги, государство официально и во всеуслышание придает им статус официально принятой денежной единицы, имеющей хождение на территории данной страны.

6. В экономике любой страны бумажные и кредитные деньги составляют основу денежной массы, структура которой, в свою очередь, состоит из денежных агрегатов. Изменение объемов денежной массы в ту или иную сторону зависит от приоритетов денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком страны.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Вопросы и задания

Прочитайте первый раздел и ответьте:

- 1** Что такое деньги?
- 2** Как осуществлялось их выделение в качестве специфического товара?
- 3** Что служило в качестве элемента денежного обращения в XVIII - XIX веках?
- 4** Какова история возникновения бумажных денег?
- 5** В чем заключается сущность денег?
- 6** Как вы считаете, удовлетворяют ли деньги всем потребностям человека?
- 7** Почему деньги могут обмениваться на любой другой товар?
- 8** В чем принципиальная сущность металлистической и номиналистической теорий денег?
- 9** Охарактеризуйте функции денег. Как Вы считаете, какая из них наиболее важная?
- 10** Какие компоненты характеризуют денежную систему?
- 11** Какие типы систем денежного обращения знает история человечества?

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

- 12** На Ваш взгляд, каковы основные преимущества и недостатки монOMETаллизма и биметаллизма?
- 13** О чем гласит закон Томаса Грехэма?
- 14** В чем причина того, что золото все-таки вытеснило серебро из денежного обращения?
- 15** В чем заключается основная причина перехода на бумажные, а затем и на кредитные деньги?
- 16** В чем заключаются преимущества и недостатки каждого из трех видов кредитных денег: векселя, банкноты и чека?
- 17** Как Вы считаете, согласится ли человечество с мыслью о "невидимости денег"?
- 18** Что включается в понятие денежной массы и денежных агрегатов?
- 19** Как Вы считаете, можно ли ликвидировать сеньораж? Или он является неотъемлемым атрибутом любого государства?

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Глоссарий

Банкнота - беспроцентное обязательство (банковский билет) выпускаемый эмиссионными банками и осуществляющий собой основной вид кредитных денег.

Бартер - натуральный обмен определенного количества товаров или одного какого-либо товара на эквивалентное по стоимости количество другого товара без использования механизма валютно-финансовых расчетов.

Биметаллизм - денежная система, при которой за двумя металлами - золотом и серебром - законодательно закрепляется роль всеобщего эквивалента и монеты, отчеканенные из этих металлов, обращаются на равных основаниях.

Валюта - денежная единица страны, участвующей во внешнеэкономических и других формах международных связей, вовлекающих ее в международные денежные расчеты, т.е. в валютные отношения с другими странами.

Вексель - письменное долговое обязательство строго установленной формы, дающее ее владельцу (векселедержателю) беспорочное право по истечении срока требовать от должника или акцептанта уплаты указанной денежной суммы.

Векселедержатель - владелец векселя, имеющий право на получение указанной в нем суммы денег. Векселедержатель, обозначенный в качестве получателя в самом векселе, называется первым векселедержателем (ремитентом). При передаче векселя законным векселедержателем является лицо, основывающее свое право на непрерывном ряде индоссаментов. Векселедержатель имеет право на сам вексель, на получение платежа по нему от акцептанта, а также в порядке регресса от всех других ответственных лиц (индоссантов, авалистов). Векселедержателю принадлежит также ряд других прав (совершения протеста, предъявления судебных исков и т.д.).

Вексельный курс - цена иностранного векселя в местной валюте.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Деньги - товар особого рода, выполняющий роль всеобщего эквивалента, продукт стихийного развития обмена и форм стоимости. Деньги - это экономическая категория товарного производства, представляющая собой всеобщий стоимостной эквивалент.

Инфляция - увеличение количества обращающихся в стране бумажных денег сверх потребностей хозяйственного оборота.

Кларинг - система безналичных расчетов за товары, ценные бумаги и услуги, основанная на зачете взаимных требований и обязательств.

Кредитная карточка - форма расчетов, при которой банки берут на себя риск немедленной оплаты товаров и услуг, приобретаемых их вкладчиками. Представляет собой пластиковую карточку, содержащую номер, имя владельца, образец его подписи, срок действия. В обороте находятся также престижные (золотые и платиновые) карточки, а с 1983 года начали выпускаться "разумные", с запресованным микропроцессором (чипом) повышенной емкости памяти (8 тыс. знаков по сравнению с 72 у обычной), вмещающие дополнительную информацию о клиенте.

Кредитные деньги - платежные средства и средства обращения (банкноты, чеки, векселя), возникшие на основе развития кредита, и функции денег как средства платежа.

Квартальные деньги - денежные средства в безналичной форме, находящиеся на срочных и сберегательных вкладах в коммерческих банках.

Ликвидные активы - наличные деньги, золото, остатки средств до востребования на счетах, депозиты сроком до одного календарного месяца, частные и государственные ценные бумаги, коммерческие векселя и другие легко реализуемые средства банка.

Сальдо - разность между денежными поступлениями и расходами за определенный промежуток времени.

СУЩНОСТЬ И ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Трансакция - банковская операция перевода денежных средств (в том числе за границей) для каких-либо целей.

Чек - англ. check - письменный приказ владельца счета в банке (или в ином кредитном учреждении) о выплате с этого счета обозначенной в чеке суммы чекодержателю или о ее перечислении на счет последнего.

Эмиссия - от латинского emissio - выпуск в обращение денег и ценных бумаг. Эмиссия денег происходит в виде выпуска эмиссионными банками банкнот или казначействами бумажных денег.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Раздел 2

1.0. Государственные органы регулирования и контроля финансовых рынков.

1.1. Министерство финансов

Управление финансами охватывает деятельность, связанную с проведением общей финансовой политики государства, финансовым планированием, координацией финансовых ресурсов, использованием финансов в интересах экономической и социальной политики, разработкой финансового законодательства.

В нашей стране управление финансами возложено на Министерство финансов. Как центральный финансовый орган оно проводит в жизнь единую финансовую политику республики и осуществляет общее руководство организацией финансов в стране.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Главная задача Министерства финансов - подготовка и нефинансирование бюджета правительства.

Решение этой задачи осуществляется через следующие этапы:

- подготовка бюджета страны;
- утверждение бюджета Олий Мажлисом Республики Узбекистан;
- финансирование исполнения бюджета;
- контроль расходов.

В более широком смысле решение основной задачи подразумевает активное воздействие финансовой системы, налоговой, антимонопольной и ценовой политики на социально-экономическое развитие Республики Узбекистан, повышение эффективности производства, обеспечение роста национального дохода, доходов предприятий и организаций и иных финансовых ресурсов, укрепление связи финансово-кредитных рычагов с другими элементами хозяйственного механизма.

Наряду с этими задачами Министерства финансов Республики Узбекистан также является:

- активное воздействие финансовой системы на ускорение социально-экономического развития страны;
- разработка мер по обеспечению роста всех видов финансовых ресурсов, их концентрации на приоритетных направлениях развития производства, финансирование комплексных народнохозяйственных программ, обороноспособности страны, создание необходимых государственных резервов;
- обеспечение контроля за соблюдением финансовой дисциплины предприятиями независимо от форм собственности, соблюдение ими финансовых обязательств перед государством.

Функциями Министерства финансов Республики Узбекистан считаются:

- осуществление контроля за формированием рынка ценных бумаг, эмиссией и движением ценных бумаг, координация работы по формированию финансового рынка; ведение единого реестра акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью, регистрация ценных бумаг предприятий;

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- осуществление финансового и налогового регулирования инвестиционной деятельности иностранных инвесторов на территории Республики Узбекистан, разработка мер по созданию благоприятных финансовых условий для притока иностранного капитала в экономику республики;

- участие в подготовке документов и проведение экспертизы при необходимости привлечения правительством республики иностранных кредитов для финансирования программ социально-экономического развития республики, осуществление учета и контроля за поступлением полученных правительством иностранных кредитов; осуществление контроля за своевременным погашением и обслуживанием внешнего долга Республики Узбекистан;

- осуществление финансирования и учета операций Республики Узбекистан, связанных с оказанием безвозмездной помощи иностранным государствам, уплатой членских взносов в международные объединения и организации; содержание посольств, консульств, представительств и других дипломатических учреждений Республики Узбекистан в иностранных государствах;

- осуществление государственной регистрации международных объединений и организаций, предприятий с иностранными инвестициями, а также их структурных подразделений;

- совершенствование методов финансового, бюджетного, валютного и налогового планирования и финансирования;

- участие в разработке законодательных и нормативных актов в области налогообложения, антимонопольной политики, ценообразования, страхования, валютно-финансовой и внешнеэкономической деятельности;

- осуществление научно-исследовательских работ в области финансов, налогов, антимонопольной политики, ценообразования, страхования, валюты и внешнеэкономической деятельности.

Свою работу Министерство финансов Республики Узбекистан проводит в тесном контакте с другими

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

центральными экономическими органами: совместно с Госкомпрогнозстатом Республики Узбекистан - в работе по составлению сводного финансового баланса страны; с Государственным Комитетом Республики Узбекистан по демополизации и развитию конкуренции - в разработке оптовых, розничных и закупочных цен, а также антимонопольной политике в стране; с Центральным банком Республики Узбекистан - по разработке мер по укреплению денежного обращения, сбалансированию денежных доходов и расходов населения республики.

Для решения поставленных задач Министерство финансов наделено широкими правами: получать от предприятий независимо от форм собственности материалы, необходимые для составления проекта бюджета и его исполнения; ограничивать и приостанавливать финансирование из бюджета при наличии фактов незаконного расходования средств; вносить совместно с банком для рассмотрения соответствующими органами предложений о ликвидации и реорганизации предприятий, длительное время не выполняющих свои обязательства перед бюджетом и банком; создавать в распоряжении министра финансов резерв для решения отдельных народнохозяйственных, социальных или экологических проблем особой важности в ходе исполнения государственного бюджета; проводить ревизии и проверки финансово-хозяйственной деятельности предприятий.

Министерство финансов возглавляет министр, назначаемый Олий Мажлисом. При министре образуется совещательный орган - коллегия министерства, в состав которой входят заместители министра и члены коллегии - руководители ведущих подразделений министерства.

1.2. Центральный банк

Центральный банк играет исключительно важную роль в управлении экономикой и надзоре за банковской системой. Поэтому его деятельность и регулируется специальным зако-

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ном, который имеет высшую силу по сравнению с Уставом, что является общепринятой практикой во всем мире. Это учреждение с особым статусом, призванное контролировать всю банковскую систему, государственный орган, который имеет задачи и несет ответственность, далеко выходящие за рамки просто коммерческой деятельности.

Для эффективной реализации денежно-кредитной политики Центральный банк разрабатывает ее основные направления на год, которые после утверждения Олий Мажлисом принимаются в качестве программы действий.

Задачи Центрального банка, естественно, приводят к большому разнообразию функций, и это отражено в законе. В свете международной практики функции этой организации не являются необычными. Наряду с тем, что он уполномочен осуществлять возложенные на него функции, ему запрещено выполнять определенные действия.

В Законе Республики Узбекистан "О Центральном банке Республики Узбекистан" в ст. 3 определено: Главной целью Центрального банка является обеспечение стабильности национальной валюты.

Термин "стабильность валюты" включает в себя понятия стабильности денежной массы, стабильности цен и обменного курса национальной валюты. Они отражают роль Центрального банка в управлении экономикой. Конечно, существует много факторов, которые влияют на денежную массу, цены, обменные курсы, и немногие из них находятся под непосредственным контролем и влиянием Центрального банка.

Основными задачами Центрального банка являются:

- *формирование, принятие и реализация монетарной политики и политики в области валютного регулирования;*
- *организация и обеспечение эффективной системы расчетов в Республике Узбекистан;*
- *регулирование банковской деятельности и надзор за банками;*
- *хранение и управление официальными золото-валютными резервами Республики Узбекистан, включая резервы правительства по соглашению;*

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- организация совместно с Министерством финансов каскового исполнения государственного бюджета.

Так, Центральному банку не разрешается заниматься коммерческим инвестированием, кроме тех случаев, когда это напрямую облегчает выполнение его задач и функций.

Не допускается оказание финансовой помощи отдельному банку или организации, даже если это правительственное учреждение. Это обусловлено тем, что Центральный банк определяет политику регулирования, а не является кредитором других элементов системы. Он обязан использовать свои полномочия в равной степени по отношению ко всем юридическим лицам, не выделяя отдельные организации для специальной поддержки.

В Законе определен статус Центрального банка в качестве юридического субъекта и государственного органа, который с финансовой стороны является независимым от национального бюджета. Независимость позволяет ему осуществлять свою деятельность и проявлять необходимую инициативу в денежной политике для решения задач национальной экономики.

Как юридическое лицо Центральный банк наделен собственностью, включающей в себя недвижимость и финансовые активы, которые не могут быть отчуждены каким-либо государственным органом или организацией. Это также усиливает его независимость и обеспечивает возможность эффективно проводить денежную политику.

Высшим органам управления Центрального банка является Правление, которое не зависит от прямого и косвенного вмешательства других государственных органов при осуществлении монетарной политики и возложенных на него обязанностей. Правление возглавляется Председателем, который одновременно является Председателем Центрального банка, выполняя функцию исполнительного органа (директора).

Очень важным моментом являются гарантии независимости Центрального банка, который подотчетен Олий Мажлису Республики Узбекистан и независим в принятии решений в пределах своих полномочий.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Что подразумевается под понятием "независимость Центрального банка?"

- во - первых, Центральный банк обязан действовать в общих рамках экономической политики правительства. Нет никаких сомнений в том, что он не должен осуществлять свою собственную политику, отличную от политики правительства;

- во - вторых, Центральному банку нужно быть свободным и независимым в оперативном смысле, чтобы осуществлять свою кредитно-денежную политику, которая должна поддерживать Правительственную экономическую политику и обеспечивать стабильность в экономике. Это означает, что технические изменения в процентных ставках, банковских соотношениях ликвидности и обменных курсах должны быть самостоятельно определены Центральным банком на основе того, что требуется для обеспечения стабильности системы.

В свете этого он принимает важные решения во взаимодействии с другими органами, которые являются ответственными за управление экономикой. Центральный банк вступает в отношения с правительством и согласно с мировой практикой выполняет функции его банкира, фискального агента и консультанта по всем проблемам, относящимся к его компетенции, а также представляет правительству доклад по экономическим и финансовым вопросам, содержащий рекомендации к подготовке государственного бюджета.

Наделение Центрального банка указанными полномочиями позволяет обеспечить эффективное функционирование двухуровневой банковской системы. Для эффективной реализации нижеперечисленных функций Центральный банк имеет обширную сеть региональных учреждений и центральный аппарат.

Функции Центрального банка

Эмиссионная функция является старейшей и одной из наиболее важных. Банкнотная эмиссия сохраняет большое значение, поскольку наличные деньги по-прежнему необходимы

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

для платежей в розничной торговле и обеспечения ликвидности кредитной системы, которая должна иметь средства для окончательного погашения долговых обязательств.

Функция аккумуляции и хранения кассовых резервов коммерческих банков заключается в хранении на резервном счете резервов коммерческих банков в определенной пропорции к размеру их вкладов.

Функция хранения официальных золото-валютных резервов заключается в выполнении роли резервного актива и гарантийнострахового фонда в международных расчетах.

Функция кредитования коммерческих банков исторически связана с монополизацией банкнотной эмиссии центральными банками. Концентрация депозитов кредитных учреждений служит базой для расширения кредитных операций.

Функция предоставления кредитов и выполнения расчетных операций для правительства заключается в том, что Центральный банк ведет счета правительственных учреждений и организаций, казначейства, аккумулирует на этих счетах средства и производит выплаты с них; осуществляет операции с государственными ценными бумагами; предоставляет государству кредит в форме прямых краткосрочных и долгосрочных ссуд или покупки государственных облигаций; проводит по поручению правительственных органов операции с золотом и иностранной валютой.

Функция осуществления расчетов и переводных операций заключается в безналичных расчетах, основанных на зачете взаимных требований и обязательств.

Функция денежно-кредитного регулирования экономики заключается в изменении денежного предложения с целью стабилизации совокупного объема производства, занятости и уровня цен. Денежно-кредитная политика вызывает увеличение денежного предложения во время спада для поощрения роста производства, а во время инфляции, наоборот, ограничивает предложение денег.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Надзорная функция Центрального банка заключается в определении вероятности возникновения проблем в работе коммерческих банков. Банковский надзор осуществляется в виде лицензирования, контроля за экономическими нормативами, инспекции и ревизии деятельности коммерческих банков.

1.3. Центр координации рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг требует четкой организации процесса проведения операций и надлежащего порядка деятельности всех его участников, не терпит дилетантства и анархии. Для этого рынка характерны:

- высокая сложность и резкое изменение спроса и предложения;
- наличие большого числа профессиональных и непрофессиональных участников;
- огромные объемы заключаемых ими разнообразных сделок;
- конфиденциальный характер значительной части информации по ценным бумагам.

Все это, а также целый ряд других факторов предопределяет потенциальную важность борьбы против значительных злоупотреблений, ущемляющих интересы широкого круга инвесторов, снижающих их доверие к рынку, приводящих в итоге к падению его эффективности. Печальный опыт общения российского населения с десятками акционерных обществ типа "МММ" еще раз свидетельствует об этом. Для предотвращения негативных явлений в развитии рынка ценных бумаг он должен жестко регулироваться, за деятельностью участников рынка должен быть установлен надзор со стороны уполномоченных государственных органов.

Потребность в специализированных надзорных структурах также связана со специфичностью способов регулирования фондового рынка, включающих такие методы, как кон-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

троль за раскрытием обширного объема информации, выдача большого числа лицензий и специальных разрешений, организация регистрации выпусков ценных бумаг и участников рынка и т.п.

Для выполнения этих функций в республике создан Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан.

Одной из важнейших задач Центра является участие в разработке государственной стратегии и тактики формирования и развития рынка ценных бумаг с учетом специфики экономических реформ, проводимых в республике. Конкретные направления государственной политики фиксируются в законодательных и нормативных актах по вопросам формирования и регулирования рынка ценных бумаг и деятельности его участников, в разработке которых Центр принимает самое активное участие.

Объективно необходимым направлением деятельности Центра видится разработка и реализация мер по регулированию фондового рынка. Для этого регулирования Центр :

- осуществляет регистрацию ценных бумаг и их допуск на фондовый рынок, в том числе и от иностранных эмитентов;

- лицензирует деятельность инвестиционных институтов (брокерских контор, инвестиционных компаний, инвестиционных фондов, консультантов и других);

- устанавливает квалификационные требования к профессиональным участникам рынка ценных бумаг, проводит их аттестацию, выдает лицензии и свидетельства;

- согласовывает положения, внутренние правила проведения операций с ценными бумагами и организации биржевой деятельности, уставы (положения о фондовом отделе) фондовых бирж;

- устанавливает унифицированные стандарты и правила по операциям с ценными бумагами, ведению учета и отчетности по ним и т.п.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Другая важная задача, которую решает Центр, - контроль за полным представлением информации о ценных бумагах. Основная его цель - создание условий, при которых профессиональные участники фондового рынка снабжали бы инвесторов полной и достоверной информацией о ценных бумагах и их эмитентах и не имели бы возможности манипулировать общественным мнением.

Многие держатели акций не имеют возможности лично присутствовать на общих собраниях акционеров и принимать непосредственное участие в голосовании. Контроль за объемом и качеством раскрываемых АО сведений, который осуществляет Центр, призван способствовать обеспечению прав акционеров, голосующих по системе доверенностей, помогать им принять правильное решение.

Центр ведет и надзор за деятельностью инвестиционных посредников, компаний и консультантов. Он стремится создать такие условия, при которых вероятность обмана клиентов, неэффективного управления их средствами, незаконного обогащения за их счет сводилась бы к минимуму.

Функций, которые выполняет Центр, достаточно много. Ограничимся только одной из них, особенно необходимой на этапе становления фондового рынка. Это - координация деятельности на рынке ценных бумаг министерств, ведомств и других органов государственного управления, крупных рыночных институтов.

Для выполнения этих функций действующим законодательством Центру предоставлены большие права. Он, в частности, правомочен:

- устанавливать правила предоставления и публикации информации всеми эмитентами и участниками рынка ценных бумаг;

- требовать от эмитента, представляющего свои ценные бумаги для публичной продажи, от любого лица, профессионально обеспечивающего функционирование рынка ценных бумаг, а также от фондовых бирж представления копий правил, уставов, регламентов, инструкций, типовых документов, обязательных

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

к составлению и публикации в соответствии с законодательством Республики Узбекистан;

- проводить проверки бухгалтерской документации эмитентов и участников рынка ценных бумаг на предмет достоверности опубликованной информации о ценных бумагах и операциях с ними, а также при поступлении сведений о наличии или возможности нарушения законодательных и нормативных актов;

- рассматривать жалобы инвесторов, а также участников рынка ценных бумаг по нарушениям их законных прав и интересов, касающихся выпуска, обращения, проведения операций с ценными бумагами, проводить проверки фактов нарушения законодательства по ценным бумагам;

- присутствовать на заседаниях биржевых советов фондовых бирж, фондовых отделов других бирж, назначать государственных инспекторов для осуществления контроля за биржевой деятельностью;

- координировать деятельность профессиональных ассоциаций участников рынка ценных бумаг и деятельность их членов в соответствии с законодательством Республики Узбекистан;

- в пределах полномочий применять следующие санкции по отношению к нарушителям законов и нормативных актов по ценным бумагам:

- требовать от эмитентов приостановления рекламной кампании по предложению к открытой продаже ценных бумаг, проводимой без утверждения проспекта эмиссии ценных бумаг в установленном порядке;

- приостанавливать или ограничивать эмиссию и обращение ценных бумаг эмитентов в случае нарушения последними действующего законодательства;

- в случаях неоднократного или грубого нарушения профессиональными участниками рынка ценных бумаг законодательства Республики Узбекистан о ценных бумагах принимать решение о приостановлении или аннулировании лицензии, выданной на осуществление деятельности с ценными бумагами в ка-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

честве инвестиционных институтов и участников рынка ценных бумаг;

- передавать материалы по выявленным фактам нарушений законодательства о ценных бумагах в правоохранительные органы в соответствии с действующим законодательством.

Реализация этих и других полномочий позволяет обеспечить прозрачность функционирования фондового рынка, защищать интересы инвесторов и свести к минимуму злоупотребления с ценными бумагами.

2.0. Основы государственного денежно-кредитного регулирования

2.1. Денежно-кредитное регулирование и макроэкономическая стабильность

В рыночной экономике регулирование денежного обращения имеет большое значение в обеспечении эффективного функционирования национального хозяйства. Денежно-кредитная политика, представляя один из важнейших методов государственного финансового регулирования, в конечном итоге нацелена на достижение макроэкономической стабильности в обществе. В свою очередь, макроэкономическая стабильность является довольно емким понятием и, как правило, проявляет себя в макроэкономических показателях. Принято выделять среди важнейших макроэкономических показателей такие, как низкие темпы увеличения общего уровня цен, обеспечение стабильного роста производства в народном хозяйстве, поддержание полной занятости трудоспособного населения, удовлетворительное состояние платежного баланса и внешней стоимости национальной валюты. Такую группу взаимосвязанных экономических показателей часто называют **магическим квадратом макроэкономического регулирования**.

Достижение этих целей, однако, обеспечивается не одной лишь денежно-кредитной политикой центрального банка.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

По всем этим направлениям в Узбекистане достигнуты определенные успехи. Если среднемесячный уровень инфляции в 1 квартале 1995 года составлял 13,8%, то в 1 квартале 1996 года он составил 3,4%, то есть за год он снизился в 4 раза. За 1994 - 1995 годы в республике в результате осуществления жесткой финансовой политики созданы предпосылки макроэкономической стабилизации, во многих основных отраслях производства достигнут значительный рост в производстве продукции. Стабилизация и некоторый рост производства в народном хозяйстве Узбекистана создает предпосылки для более полной занятости трудоспособного населения. Положительное сальдо внешнеторгового оборота нашей страны, рост производства экспортоориентированной продукции способствует обеспечению удовлетворительного состояния платежного баланса.

В целом же различные направления государственной экономической политики, сливаясь вместе, образуют некую равнодействующую силу, которая ведет к достижению поставленных целей.

2.2. Сущность регулирования денежного обращения

Основой развития и надежного, устойчивого функционирования банковской системы является формирование гибкого механизма денежно-кредитного регулирования экономики, позволяющего Центральному банку эффективно воздействовать на хозяйственную активность, контролировать деятельность кредитных институтов, добиваться стабилизации денежного обращения.

Основным объектом денежно-кредитного регулирования со стороны Центрального банка выступает совокупная наличная и безналичная денежная масса в экономике, от динамики которой зависит изменение различных компонентов (потребление и инвестиции) совокупного платежеспособного спроса.

Центральный банк, исходя из сложившейся хозяйственной конъюнктуры и в соответствии с положениями Закона "О Центральном банке Республики Узбекистан", выбирает цели и

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

приоритеты своей деятельности, разрабатывает стратегию и тактику денежно-кредитной политики, которые конкретизируются в выборе определенных методов, инструментов и средств достижения поставленных задач.

В процессе осуществления денежно-кредитной политики Центральный банк старается обеспечить необходимое расширение кредитов и размеров денежной массы, что соответствует долгосрочным нуждам растущей экономики, соблюдая при этом внутренние цены стабильными. На более короткие периоды денежно-кредитная политика должна проводиться, как правило, в целях противостояния нежелательным инфляционным или дефляционным процессам.

Наиболее важной целью денежно-кредитного регулирования является также стабильность цен. Обеспечивая ее, денежно-кредитная политика создает условия, способствующие экономическому росту. Для активного осуществления денежно-кредитной политики необходимо, чтобы руководители денежно-кредитных учреждений определили цели и пути достижения этих целей.

В свою очередь, для формулирования очередных целей необходимы объективная оценка сложившейся фактической ситуации в денежно-кредитной сфере и анализ характера отражения в этой ситуации ранее запланированных целей. Следовательно, органы, вырабатывающие и осуществляющие денежно-кредитную политику, должны постоянно наблюдать и контролировать развитие событий на рынке. Кроме того, она должна располагать эффективными инструментами, с помощью которых можно влиять на существующее положение в нужном направлении.

Все перечисленные элементы воздействия на состояние в данной сфере выражают сущность денежно-кредитной политики.

Чрезмерный рост денежной массы приводит к высоким темпам роста расходов на отечественные или импортные това-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ры, то есть к росту цен. Если учесть, что в пределах короткого срока предложение товаров отечественного производства практически отличается незластичностью, то в результате высоких темпов роста в экономике возникает значительное инфляционное давление. Вследствие того, что при ограниченном предложении товаров отечественного производства денежные средства в значительной степени направляются на товары иностранного производства, возникает напряженное состояние платежного баланса.

Страны, осуществляющие программы мероприятий по системной корректировке экономики, обычно характеризуются значительным уровнем инфляции, медленным экономическим ростом и неравновесием внешнего баланса. В значительной степени эти проблемы являются следствием нежелательных процессов движения денежных агрегатов.

Цель денежно-кредитной политики состоит в том, чтобы рост ликвидности внутри страны соответствовал целям ее правительства в отношении экономического роста, инфляции и платежного баланса. В этом контексте меры контроля денежных агрегатов играют в программах мероприятий по корректировке экономики особо важную роль.

С точки зрения стратегии стабилизации экономики Узбекистана, денежно-кредитная политика должна предотвращать чрезмерные расходы. Однако в более широком смысле финансовая политика самым существенным образом определяет степень эффективности использования ресурсов в экономике, оказывая прямое и косвенное влияние на процессы мобилизации и использования финансовых средств.

Многолетний опыт стран с рыночной экономикой указывает на то, что следует управлять денежным предложением, стараясь обеспечить необходимое для определенного объема деловой активности количество денег в обращении, способствующее полной занятости, стабильности уровня цен и здоровому темпу экономического роста.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.3. Политика дешевых и дорогих денег

Денежно-кредитная политика должна вызывать увеличение денежного предложения во время спада для поощрения расходов, а во время инфляции, наоборот, ограничивать предложение денег для ограничения расходов.

В условиях оживления конъюнктуры, роста занятости и объемов производства, сопряженных с растущим спросом на деньги, Центральный банк прибегает к политике "дешевых денег", или экспансионистской денежно-кредитной политике, которая сопровождается, как правило, расширением масштабов кредитования, ослаблением контроля над приростом количества денег в обращении, сокращением налоговых ставок, понижением уровня процентных ставок.

Для того чтобы увеличить предложение денег, Центральный банк должен позаботиться о росте избыточных резервов в коммерческих банках. Какие конкретные меры должны быть приняты в этом случае?

Во-первых, следует расширить операции на открытом рынке по покупке ценных бумаг; во-вторых, нужно понизить норму резервирования, что автоматически переводит необходимые резервы в избыточные и увеличивает размер денежного мультипликатора, и, в-третьих, важно уменьшить учетную ставку с тем, чтобы побудить коммерческие банки к увеличению своих резервов посредством заимствования у Центрального банка. Такой набор политических решений, принимаемых Центральным банком, называется политикой дешевых денег. Цель проведения этой политики - сделать кредит дешевым и легкодоступным, с тем чтобы увеличить объем совокупных расходов и занятость.

Напротив, в условиях нарастания инфляции и диспропорций в экономике, расширения спекуляции Центральный банк стремится предотвратить "перегрев" конъюнктуры при помощи ограничения денежной массы. При этом Центральным банком предпринимаются следующие меры:

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- расширяются операции на открытом рынке по продаже государственных ценных бумаг коммерческим банкам и населению для того, чтобы сократить денежную массу путем урезания резервов коммерческих банков;
- увеличивается норма резервирования с целью автоматического освобождения коммерческих банков от избыточных резервов и уменьшения денежного мультипликатора;
- поднимается учетная ставка с целью снижения интересов коммерческих банков увеличивать свои резервы посредством заимствования у Центрального банка.

Совокупность мер, предпринимаемых Центральным банком, называется политикой "дорогих денег", или рестрикционной типом денежно-кредитной политики. Рестрикционный тип направлен на ужесточение условий и ограничение объема кредитных операций коммерческих банков. Его проведение предполагает и сопровождается увеличением налогов, сокращением государственных расходов, а также другими мероприятиями, направленными на сдерживание инфляции, а в ряде случаев на оздоровление платежного баланса. Рестрикционный тип денежно-кредитной политики может быть использован в целях борьбы с инфляцией и направлен на сглаживание циклических колебаний деловой активности.

Проведение такой рестрикционной денежно-кредитной политики в 1994–1995 гг. оказало воздействие на сокращение реального объема совокупных потребительских расходов, в особенности в 1995 г. Валовые инвестиционные расходы, наоборот, несмотря на ужесточение регулирования денежных запасов в экономике, увеличивались в реальном исчислении, также в особенности в 1995 г. Такой процесс свидетельствует о важных различиях в развитии потребительского и инвестиционного секторов, характеризующих специфику национальной модели реформирования народного хозяйства.

Реализация наряду с денежно-кредитной рестрикционной политикой также и фискальной политики, ориентированной на селективное ограничение текущих потребительских расходов, обусловило увеличение реального объема совокупных сбережений в экономике, значение которого превысило

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

уровень 1990 года почти на 60%. Хотя с переходом на национальную денежную единицу, экономика испытала заметное понижение реальных совокупных сбережений и инвестиций, в то же время государственная экономическая политика, направленная на мобилизацию и целевое распределение финансовых ресурсов, обеспечила их стабилизацию и рост.

Как видим, в зависимости от состояния хозяйственной конъюнктуры выделяются два основных типа денежно-кредитной политики, для каждого из которых характерен свой набор инструментов (рычагов воздействия) и определенное сочетание административных и экономических методов регулирования.

Денежно-кредитная политика как рестрикционного, так и экспансионистского типа может иметь **тотальный** либо **селективный** характер. При **тотальной** денежно-кредитной политике мероприятия Центрального банка распространяются на все учреждения банковской системы, при **селективной** - на отдельные кредитные институты либо на их группы или на определенные виды банковской деятельности. Селективная денежно-кредитная политика позволяет Центральному банку оказывать выборочное воздействие в определенном направлении. При ее проведении практикуется использование следующего набора инструментов или их разнообразные сочетания: установление лимитов учетных и переучетных операций (например, по отраслям, регионам и т.д.), лимитирование отдельных видов операций банков (их группировок); установление предельного уровня маржи при проведении различных финансово-кредитных операций; регламентация условий выдачи отдельных видов ссуд различным категориям заемщиков; установление кредитных потолков и т.д. В Узбекистане в 1994-1996 годы использовались инструменты как тотального характера (например, 30% резервные требования по обязательствам коммерческих банков), так и селективного характера (например, установление предельной 50% маржи от ставки рефинансирования по кредитам).

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Выбор типа проводимого денежно-кредитного регулирования, а соответственно и набора инструментов регулирования деятельности коммерческих банков ведется Центральным банком в каждом конкретном случае с учетом состояния хозяйственной конъюнктуры. Разработанные на основе такого выбора основные направления денежно-кредитной политики обязательно утверждаются законодательным органом. Эффективность применения различных типов денежно-кредитной политики, как и отдельных инструментов регулирования банковских операций, определяется тем, насколько дестабилизация денежного обращения вызвана "чисто" монетарными, а не общеэкономическими или политическими факторами.

2.4. Конечные и промежуточные цели денежно-кредитной политики

Нередко механизм реализации денежно-кредитных мероприятий называют **передаточным**, или **трансмиссионным**, **денежно-кредитным механизмом**. Такой механизм связывает цепочкой причинно-следственных связей инструменты денежно-кредитной политики с промежуточными и, наконец, с конечными макроэкономическими целями. Таким образом, трансмиссионный механизм можно формально представить как последовательный и логически связанный ряд конкретных экономических показателей. Воздействием определенного инструмента денежного регулирования можно вызвать функциональную передачу сигналов по передаточной цепи вплоть до конечного звена. Конечно, такое технологическое утрирование не может отразить сложный механизм экономических процессов в обществе. Тем не менее это моделирование значительно облегчает понимание механизма денежно-кредитного регулирования.

В начале каждого года, а в условиях высокой инфляции и более короткого периода, правительство и Центральный банк формулируют **конечные** цели экономической и денежно-кре-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

дитной политики на предстоящий период. Наиболее важными из них, как мы уже отметили, являются реальный темп экономического роста, приемлемый темп инфляции и удовлетворительное состояние платежного баланса.

Центральный банк не может прямо достигнуть поставленных макроэкономических целей, поскольку его функции не носят директивного характера. Центральный банк регулирует экономику опосредованно через инструменты денежно-кредитной политики. В этом случае возникает необходимость выбора целей, которые располагаются между инструментами и конечными макроэкономическими целями. Экономисты утверждают, что совокупное достижение промежуточных целей обеспечивает достижение и конечной цели. Таким образом, для того чтобы облегчить достижение конечных целей, формируются **промежуточные цели**, ведущие к конечным.

При выборе промежуточных целей Центральный банк исходит, как правило, из следующих принципиальных требований к главному се индикатору:

- 1) промежуточная цель должна быть легко измерима;
- 2) должна поддаваться контролю со стороны Центрального банка;
- 3) должна находиться в тесной связи с конечной целью - инфляцией.

Объем денежной массы в сравнении с процентными ставками, кредитными агрегатами более других отвечает таким требованиям, поэтому именно денежная масса в большинстве случаев берется в качестве такой промежуточной цели.

Таким образом, главная задача Центрального банка при проведении денежно-кредитной политики - соблюдение целевого ориентира прироста денежной массы (таргетирование), исходя из текущего состояния хозяйственной конъюнктуры и перспектив экономического развития. Целевой ориентир прироста денежной массы определяется на контрольный срок, например на год вперед с прогнозной разбивкой по кварталам и месяцам, но может корректироваться в течение данного периода.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

I.

Справочный материал

Конечные и промежуточные цели немецкого Бундесбанка

Первой задачей Бундесбанка в середине 70-х годов при выработке новой концепции денежно-кредитной политики стало определение промежуточных и конечных целевых индикаторов трансмиссионного процесса. В конце каждого года, начиная с 1974 г., Бундесбанк определяет целевые ориентиры денежной массы, объясняя основополагающие черты своей стратегии на следующий год для широкой общественности. Установление целевых темпов роста денежных агрегатов всегда базируется на ключевых макроэкономических показателях - росте национального производства или производства в условиях полной занятости, предусмотренного развития цен, скорости обращения.

В качестве промежуточного целевого ориентира проводимой денежно-кредитной политики Бундесбанк выбрал объем денежной массы, который, следуя международной практике, разграничил на узкие и широкие понятия:

M_1 = наличные деньги + вклады до востребования отечественных небанков в отечественных кредитных институтах;

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

II.

$M_2 = M_1 +$ срочные вклады до 4 лет отечественных небанков в отечественных банках;

$M_3 = M_2 +$ сберегательные вклады с законным сроком предварительного уведомления об изъятии отечественных небанков в отечественных кредитных институтах.

С 1975 до 1988 г. Бундесбанк использовал в качестве промежуточного целевого параметра денежную массу центрального банка (наличные деньги небанковского сектора + минимальные резервные требования). Начиная с 1988 г. и до сих пор промежуточным целевым параметром является M_3 .

Использование в качестве промежуточной цели денежной массы Центрального банка обуславливалось несколькими обстоятельствами:

1) существованием значительного временного лага между получением и обработкой двух денежных агрегатов, первый рассчитывался раньше второго;

2) для Бундесбанка необходимо было подчеркнуть свою ответственность в отношении денежного обращения, т.е. денежная масса центрального банка имела психологическое преимущество.

Только после того, как общественность ознакомилась со стратегией промежуточной цели, этот аргумент потерял свое значение и был осуществлен переход на агрегат M_1 .

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.5. Оценка спроса на деньги

Для определения надлежащего размера денежной массы необходимо осуществить анализ спроса населения и предприятий на ликвидные денежные средства. Спрос на деньги, как известно, обусловливается необходимостью иметь в своем распоряжении достаточное количество ликвидных денег для осуществления повседневных покупок и совершения сделок, а также использования денег как средства сохранения стоимости. Для достижения обеих целей важную роль играет достижение устойчивости реальной покупательной силы денег.

Расчет компонентов спроса на деньги, как правило, основывается на количественном уравнении обмена $MV = PT$. На практике свое выражение оценка спроса на деньги находит в определении и установлении целевого ориентира прироста денежной массы. Центральный банк руководствуется следующими основными показателями: прогнозируемый рост валового национального продукта в ценах базового периода; расчетная скорость обращения денег в плановом периоде; максимально допустимый уровень роста цен в прогнозируемом периоде.

Потенциальный уровень экономической активности может быть приближенно выражен через объем валового внутреннего продукта. Потенциальный ВВП призван отражать оценку общего производственного потенциала. Специалисты Центрального банка при исчислении этого показателя используют производственные функции типа Кобба-Дугласа, регрессионные модели на основе данных за длинные сроки. Ожидаемый в следующем году рост цен Центральный банк определяет как нормативный с учетом предшествующего тренда динамики цен. Скорость обращения определяется также с помощью применения статистических методов на основе предыдущего тренда этого показателя.

Эмпирическая оценка спроса на деньги может быть основана на статистике существовавших в предшествующие пе-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

риоды соотношений между спросом на деньги и ВВП, инфляцией, ставками процента и другими факторами. Как правило, при этом используются корреляционно-регрессионные модели, позволяющие оценить тесноту связи между ними. Возможен также еще более приближенный оценочный подход, при котором оценка спроса на деньги осуществляется на основе вероятного изменения величины отношения денег к номинальному ВВП при сложившейся скорости обращения денег.

Таким образом, для установления связи между намеченными целями в отношении платежного баланса, экономического роста и инфляции и инструментами денежно-кредитной политики должны быть предприняты следующие основные меры:

- разработка обоснованного прогноза спроса на деньги, соответствующего намеченным целям в отношении предполагаемых уровней экономического роста и инфляции, а также расчетному показателю скорости обращения денег;
- выбор инструментов денежно-кредитной политики, которые бы обеспечивали достижение требуемых уровней объемов внутреннего кредита и показателей денежной массы.

2.6. Эффективность денежно-кредитной политики

В условиях необходимости стабилизации экономики важной проблемой остается эффективность и результативность применения тех или иных ее инструментов. Мы знаем, что в целях стабилизации экономики может быть использована фискальная политика и другие механизмы. Но, по всеобщему признанию большинства экономистов стран с развитой рыночной экономикой, денежно-кредитная политика - неотъемлемая часть и эффективное средство государственной стабилизационной политики.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Соответственно сокращались темпы роста скорости обращения, хотя абсолютный ее уровень продолжал увеличиваться.

На скорость обращения и эффективность денежно-кредитной политики влияют процентные ставки на денежных рынках. Мы говорили о роли процентной ставки, соединяющей утечки из потока расходов населения с инъекциями в этот поток. Здесь взаимосвязь целей денежно-кредитной политики и процентной ставки является весьма противоречивой. Расширение денежной массы в обращении удешевляет деньги или снижает процентные ставки. Однако снижение процентных ставок на практике является часто неравномерным на депозитных и кредитных рынках: банки могут не понижать кредитные процентные ставки при понижении депозитных ставок. Тогда скорость оборачиваемости может существенно не меняться или не меняться вообще, что дестабилизирует преследуемые цели. При равномерном снижении процентных ставок влияние депозитной и кредитной процентных ставок на скорость оборачиваемости денежных средств взаимопогашается, и действия денежно-кредитной политики становятся более эффективными.

Несоответствие между целями денежного предложения и процентными ставками порождает дилемму целей. Эта дилемма возникает в силу того, что руководящие денежно-кредитные учреждения не могут стабилизировать и денежное предложение и процентные ставки одновременно. В результате коллизии противоречивых целей возможна выработка более прагматичной, умеренной позиции, когда определенное внимание уделяется как процентным ставкам, так и денежному предложению, но явное предпочтение не отдается ни одной из них.

При недостаточном развитии финансовых рынков особо четко наблюдается слабая связь между инструментами денежно-кредитной политики и процентными ставками. Так, в 1990 - 1995 годы в условиях формирования рыночной эко-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

номики Узбекистана денежно-кредитная политика не оказывала заметного влияния на процентообразование на денежных рынках. Преобладание в рефинансировании коммерческих банков централизованных и межбанковских кредитов, высокие нормы резервных требований препятствовали формированию рыночного процентообразования на денежных рынках: из-за неразвитости финансового рынка существовала слабая взаимосвязь между различными процентными ставками. Последнее связывало процентную политику Центрального банка и вынуждало его применять прямые инструменты контроля над установлением процентов по кредитам коммерческих банков.

Сохранение отрицательности процентных ставок по кредитам в коммерческих банках связано с централизованными кредитами рефинансирования, а по депозитам - с существовавшим тогда механизмом контроля денежной массы. Первое деформировало рыночное кредитование, второе - активную работу с населением и предприятиями: несмотря на снижение темпов инфляции в 1995 году срочные депозиты населения и предприятий в коммерческих банках сократились к началу 1996 года до 15,4% (на 8,9%).

Коммерческими банками не обеспечивалось в этот период оперативное регулирование процентных ставок по кредитам и срочным депозитам, учитывающее изменения рыночной ситуации, что увеличивало просроченную задолженность по кредитам и процентам по ним, а также снижало доверие к банкам.

Неразвитость процентообразования, таким образом, снижала оборачиваемость кредитных ресурсов коммерческих банков, не обеспечивала достаточных условий для активизации сбережений населения и предприятий.

На эффективность проведения денежно-кредитной политики влияет и международная политика государства. Повышение процентной ставки увеличивает иностранные финансовые инвестиции в страну, усиливает спрос на внутреннюю национальную валюту. Повышение стоимости национальной валюты ведет к повышению ее курса по отношению к иностранным валютам, понижению чистого экспорта и к ухудше-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

нию состояния платежного баланса. Понижение процентной ставки уменьшает приток иностранного финансового капитала. Следовательно, курс национальной валюты падает, а чистый экспорт возрастает. Поэтому можно сделать вывод, что вызванные изменениями процентной ставки в стране потоки международного капитала усиливают денежно-кредитную политику внутри страны.

Конечно, для стран СНГ с переходной экономикой относительные процентные ставки в первой половине 90-х годов еще не могли играть роль привлечения зарубежных капиталов. Основными причинами тому являлись несформированность рыночных институтов, рыночной психологии, всеяческие барьеры между странами СНГ, регулировавшими потоки капиталов. Например, относительно высокие процентные ставки по валютным депозитам в соседней с Узбекистаном Республике Казахстан в 1995 году имели более заметное воздействие на внутренние экономические процессы, нежели на межстрановые потоки валюты. Однако нельзя отрицать формирование предпосылок роста международных экономических отношений на внутренние экономические процессы.

3.0. Механизм денежно-кредитной политики

При формировании денежно-кредитной политики приходится решать одновременно две противоречивые задачи: с одной стороны, придать изменению денежной массы в обращении максимальную гибкость и маневренность, способность оперативно реагировать на любые изменения в хозяйственной конъюнктуре, поддерживать растущую деловую активность, с другой - ограничить расширение денежной массы определенными рамками, не допустить поступления в оборот избыточной массы платежных средств.

Все целенаправленные изменения в денежном обращении преследуют цель обеспечить сбалансированность денежной сферы при одновременном активном использовании ее стимулирующих функций в народном хозяйстве.

Как и в любом другом секторе экономики, на состояние денежного обращения действует множество факторов. В тео-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ри денежного обращения выделяются две группы факторов, влияющих на состояние денежного равновесия. Первая - группа факторов, формирующих спрос на деньги, вторая - группа факторов, определяющих размеры предложения денег. Процессы взаимного приспособления спроса и предложения денег очень сложны, а негативные результаты этого приспособления приводят к различным нарушениям и диспропорциям в народном хозяйстве страны. Неравновесное состояние денежного обращения может возникнуть как в результате изменений спроса на деньги из-за изменений в реальном секторе товарного оборота, ценовой динамики, скорости обращения денег, внешнеэкономических факторов и т.д., так и вследствие чрезмерного или недостаточного предложения денег финансовым сектором.

Если банковская система, являющаяся главным источником поступления в оборот платежных средств, не обеспечивает требуемых темпов расширения денежной массы для предприятий и населения, держит народное хозяйство на "голодном денежном пайке", то это способствует сокращению платежеспособного спроса и приводит к свертыванию производства и сокращению занятости. Когда же, напротив, банковская сфера является источником систематического поступления в оборот избыточных денег по сравнению с реальной потребностью в них, то это усиливает инфляционное давление и ведет к падению покупательной способности национальной валюты.

Расширение денежной массы в обращении можно представить как процесс, состоящий из двух этапов:

- первоначальное образование денежной массы, которое происходит в результате увеличения обязательств Центрального банка перед государственными органами и банковской системой;

- вторичный рост денежной массы в депозитных банках; это достигается путем "мультипликации" средств, депонированных в этих банках, в результате чего часть кредита, предоставленного из этих средств, возвращается в депозитные банки после его использования заемщиком в виде новых вкладов, которые могут вновь сужаться. Этот процесс легче

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

I.

Справочный материал

Регулирование денежного обращения в условиях золотого стандарта

Поиски такой модели денежного устройства, которая автоматически обеспечивала бы поддержание необходимых пропорций как внутри денежной сферы, так и между нею и другими элементами хозяйственной системы, проходят через всю историю становления капиталистического хозяйственного механизма. Для периода домонополистического капитализма было характерно стремление создать своего рода автоматически действующую систему саморегулирования, которая стихийно, без вмешательства центральных регулирующих органов поддерживала бы необходимые темпы эмиссии или изъятия денег из оборота. В то время этот автоматический механизм связывали с золотым стандартом. Полноценные золотые монеты находились в реальном обращении, а выпуск банкнот был законодательно связан с величиной централизованного золотого резерва в центральном банке или казначействе.

Система регулирования денежного обращения в условиях золотого стандарта отличалась значительной инерционностью и неэластичностью. Процесс выпуска денег механически определялся притоком или оттоком из страны благородных металлов, а не объективной потребностью в деньгах населения и хозяйствующих субъектов в стране. Действие механизма золотого стандарта усиливало нехватку денег в народном хозяйстве, так как отток золота из страны во время кризисов неизбежно приводил к резкому сокращению эмиссии денег как раз в момент наибольшей потребности в них.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

II. Поэтому система золотого стандарта оказалась недолговечной. Государственно-монополистический капитализм требовал более гибких эмиссионных методов, обеспечивающих государственным органам свободу маневрирования в денежной сфере. Второе десятилетие XX в. представляет собой своеобразный рубеж, отделяющий денежные системы, построенные на принципе золотого стандарта, от современных форм кредитно-денежного регулирования без участия благородных металлов в платежном обороте.

Мировой экономический кризис 1929-1933 гг. привел к крушению системы золотого стандарта. Во многих развитых странах золото было изъято из обращения и передано в резерв казначейства. "Многие сначала думали, - писал американский экономист Л. Чендлер, - что это просто временные меры, которые будут отменены, как только восстановится доверие. Но старый золотомонетный стандарт и старый золотой доллар ушли навсегда".

Тем не менее следует отметить, что денежная система при золотом стандарте автоматически обеспечивала устойчивость национальной денежной единицы. Механизм автоматического обеспечения устойчивости денежной единицы заключался в следующем. Золотой стандарт предполагал устойчивую и фиксированную цену золота. Если количество денежных знаков чрезмерно увеличивалось, но при этом цена золота оставалась фиксированной, то людям было выгодно на "лишние" деньги покупать относительно подешевевшее золото у казначейства и таким образом из обращения казначейством изымались излишние денежные знаки. И наоборот, когда количество денежных знаков чрезмерно уменьшалось и их становилось недостаточно для нормального хозяйственного оборота, цена золота возрастала и люди продавали казначейству свое, теперь уже подорожавшее золото.

Отмена золотого стандарта ознаменовала собой отход от грубомеханических способов регулирования денежной массы. Их место заняла более сложная и многоступенчатая система "управления деньгами", основанная на дискреционных принципах политики центральных банков.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

понять, если познакомиться с некоторыми простыми уравнениями:

$$M = MO + D, \quad (1)$$

где M - деньги, MO - денежные средства, находящиеся в обращении вне банков, D - вклады;

$$B = MO + BR, \quad (2)$$

где B - база денежной массы, BR - банковские резервы. Если определить денежный мультипликатор m как отношение денег к базе денежной массы, то получим выражение

$$m = \frac{M}{B} \quad (3)$$

Таким же образом денежный мультипликатор можно представить как отношение денежных средств и резервов к вкладам.

Поделив правые части первых двух уравнений на вклады D и подставив результаты в последнее уравнение, получаем

$$m = \frac{(1 + c)}{(c + r)},$$

где c - отношение денежных средств к вкладам, r - отношение резервов к вкладам.

Если иметь в виду, что r состоит из трех компонентов: нормы обязательных резервов по депозитам до востребования r_1 , нормы обязательных резервов по срочным вкладам r_2 и нормы избыточного резерва r_3 , то уравнение для расчета мультипликатора агрегата M_1 по денежной базе примет вид:

$$m_1 = \frac{(1 + c)}{(r_1 + r_2 b + r_3 + c)},$$

где b - отношение срочных депозитов к депозитам до востребования.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Формула расчета мультипликатора агрегата M_1 по денежной базе будет выглядеть следующим образом:

$$m_2 = \frac{(1 + c + b)}{(r_1 + r_2(b + r_3 + c))} .$$

Таким образом, если вычислить величину денежного мультипликатора, то можно определить, на сколько изменится денежная масса при изменении денежной базы. Например, если известно, что действующее соотношение c равно 40%, норма обязательных резервов по депозитам до востребования r_1 равна 20%, норма обязательных резервов по срочным вкладам r_2 равна 10%, отношение срочных депозитов к депозитам до востребования r_3 равна 50%, и если коммерческие банки держат в виде избыточных резервов r_4 на уровне 2% своих обязательств по вкладам до востребования, тогда денежный мультипликатор в узком смысле слова будет равен:

$$m = \frac{(1 + 0,4)}{(0,2 + 0,1 \times 0,5 + 0,02 + 0,4)} = \frac{1,4}{0,67} = 2,09 .$$

Таким образом, зная значение мультипликатора, можно определить, насколько изменится денежная масса в узком смысле слова M_1 при изменении величины денежной базы. Если денежная база увеличится на 1000 сумов, то при мультипликаторе, равном 2,09, величина M_1 увеличится на 2090 сумов.

Денежный мультипликатор в широком смысле слова будет равен

$$m = \frac{(1 + 0,4 + 0,5)}{(0,2 + 0,1 \times 0,5 + 0,02 + 0,4)} = \frac{1,9}{0,67} = 2,84 .$$

Аналогичным образом определяется изменение суммы денег в широком смысле слова. Если денежная база увеличится на 1000 сумов, денежная масса в широком смысле слова M_1 при мультипликаторе, равном 2,84, увеличится на 2840 сумов. Таким образом, появляется возможность прогнозировать

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

вания всей денежной массы и ее агрегатов, если известны изменения денежной базы и мультипликатора.

При помощи уравнения денежного мультипликатора можно было бы довольно точно предсказывать влияние изменения денежной базы на объем денежной массы, если бы параметры r_1 , r_2 , r_3 , c и v были стабильны во времени, а денежная база и денежный мультипликатор не влияли бы друг на друга. В действительности, как правило, эти условия не выполняются. С одной стороны, параметры, входящие в мультипликатор, изменяются с течением времени. С другой стороны, в современной экономике между изменением резервных денег и денежным мультипликатором существует сильная обратная связь. Например, операция на открытом рынке, направленная на увеличение наличных денег в обращении (т.е. на рост объема денежной базы), очень часто приводит к изменению ряда основных процентных ставок. Это, в свою очередь, влияет на уровень избыточных резервов, соотношение между срочными депозитами и депозитами до востребования, уровень денежного обращения и, в конечном счете, - на денежный мультипликатор.

Анализ сложившейся в первой половине 90-х годов ситуации показывает, что влияние коммерческих банков на увеличение денежной массы было еще незначительным.

Коммерческими банками не обеспечивалась более высокая скорость оборачиваемости привлекаемых ресурсов. Это подтверждается низкими значениями денежного мультипликатора, который был равен на начало 1994 года и до июля - 1,4, до ноября - 1,7. В 1995 году значение мультипликатора не выходило за рамки 1,5. Это свидетельствует о том, что денежная масса в обращении в этот период создавалась самим Центральным банком. Данный процесс определялся начальной стадией формирования банковской системы рыночного типа, когда возникает масса проблем, связанных с уровнем банковского менеджмента и профессиональных кадров бан-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ковских работников, объективными трудностями обеспечения ликвидности и платежеспособности в условиях спада производства. Кроме того, следует отметить, что относительно слабая мультипликационная способность коммерческих банков "облегчала" инфляционный контроль. Такой низкий мультипликативный эффект в определенной степени объяснялся существованием кредитных потолков и высоким уровнем резервных требований, низкой возвратностью кредитов, предпочтением населением наличных денег.

Концепция денежного мультипликатора утверждает денежную базу как деньги повышенной силы. Мультипликативная связь между денежной базой и денежной массой позволяет объяснить, каким образом Центральный банк может целенаправленно воздействовать на процесс предложения денежной массы. Центральный банк является одним из основных определителей денежной базы, при этом он может воздействовать, исходя из определенных целей, на величину денежной базы либо на величину мультипликатора, либо на оба показателя, взятых вместе.

В то же время Центральный банк в рыночной экономике не может полностью контролировать и управлять размерами денежной базы. Поведение коммерческих банков (получение кредитов у Центрального банка), поведение государства (социальная политика, компенсации, налоговая политика) и поведение населения (приток и отток денег за рубеж) вносят определенные трудности в достижение полного контроля над динамикой денежной базы. В отношении мультипликатора также необходимо заметить, что коэффициенты наличности, нормы избыточных резервов и другие компоненты колеблются под влиянием психологии и поведения населения и коммерческих банков: величина денежного мультипликатора зависит от поведения банков (через нормы резерва), а также от поведения небанковского сектора (через коэффициенты наличности и сбережений).

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Как видит читатель, изменения в размере денежной массы зависят не только от политики денежно-кредитных органов, но и от ситуации в фискальном и внешнем секторах, поведения населения и хозяйствующих субъектов. Поэтому для достижения эффективности денежно-кредитной политики координация ее с другими направлениями государственной экономической политики, а также стабильное и предсказуемое состояние финансовых и производственных институтов представляются совершенно необходимым.

4.0. Инструменты денежно-кредитного регулирования

Механизм регулирования банковских операций зависит от форм организации банковской деятельности в стране, места, роли и функций Центрального банка, степени его независимости от правительства и других факторов. Этот механизм включает методы и инструменты регулирования банковских операций и конкретные формы контроля за динамикой денежной массы, банковских процентных ставок и банковской ликвидностью на макро- и микроуровне.

4.1. Административные и экономические методы

Для регулирования могут использоваться как *прямые (административные)*, так и *косвенные (экономические) методы воздействия на деятельность банков.*

К административным методам относятся прямые ограничения (лимиты) или запреты, устанавливаемые Центральным банком в отношении количественных и качественных параметров деятельности коммерческих банков. При использовании административных методов воздействия наиболее широко применяются следующие инструменты:

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- *введение потолков (или лимитов) на выдачу различных категорий ссуд и на привлечение кредитных ресурсов;*
- *ограничение на открытие коммерческими банками филиалов и отделений;*
- *лимитирование размеров комиссионного вознаграждения, тарифов за оказание различных видов услуг, процентных ставок;*
- *определение видов операций, обеспечения, а также перечня банков, допущенных к отдельным видам операций.*

К экономическим методам денежно-кредитного регулирования относятся мероприятия, которые оказывают в основном косвенное воздействие. Экономические методы в наибольшей степени присущи экономике рыночного типа, где развитие процессов саморегулирования предполагает проведение на микроуровне самостоятельной денежно-кредитной политики каждым кредитным учреждением второго уровня, эффективность и результаты которой определяют его значимость в банковской системе и стимулируют конкуренцию.

Инструменты непосредственного регулирования предназначены для того, чтобы намеченные правительством цели денежно-кредитной политики достигались на основе использования правил, в которых непосредственным образом указаны плановые цифры. При их помощи осуществляется прямой контроль над складывающимися в небанковском секторе финансовыми условиями, а именно процентными ставками и кредитом.

Инструменты косвенного регулирования действуют путем влияния на поведение банков и небанковских институтов исключительно при помощи рыночных сил. С этой целью Центральный банк использует свои полномочия для определения объема денежной массы в обращении и предоставляет экономике возможность самой реагировать на изменения процентных ставок на денежном рынке.

Обычно денежно-кредитная политика стран с переходной экономикой основывается на преимущественном использовании инструментов непосредственного регулирования: в данных условиях финансовый сектор еще недостаточно раз-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

вит, нет подходящих структур для создания конкурентной среды.

Фактически существовавшие ограничения определили и выбор соответствующих инструментов проведения денежно-кредитной политики в Узбекистане на начальных этапах рыночных преобразований.

Среди экономистов существует единое мнение о том, что промышленно развитые страны в проведении денежно-кредитной политики должны пользоваться не прямыми, а косвенными методами. Однако такое мнение применительно к нашей экономике оказалось неверным, поскольку страна имеет особенности развития, которые отличают ее как от развитых стран, так и от стран, традиционно считающихся развивающимися.

Особенностью нашей республики явилось присутствие всех макроэкономических составляющих кризиса одновременно: сильнейший спад ВВП, безработица (по большей части скрытая) и инфляция, что соответствовало так называемой стагфляции экономики. Это и обусловило соответствующие ограничения проведения денежно-кредитной политики.

С другой стороны, важнейшим политическим ограничением явилась радикальная смена централизованно-плановой системы на рыночную. Унаследованная от бывшего Союза неэффективная структура производства не могла сразу изменить сущность сложившихся социально-экономических и организационно-технических институтов: монопольность внутренних рынков, неконкурентоспособность продукции предприятий, психологию иждивенчества, бюрократию хозяйственных министерств, ведомств и организаций, несоответствие информационно-статистической отчетности новым потребностям. Социально-экономическое и организационно-техническое состояние производственных, финансовых и психологических институтов обусловили глубокую диспропорцию между задачами развития производственного потенциала и возможностями финансового сектора.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Эти и другие институциональные ограничения обусловили напряженную ситуацию с кадровым, аналитическим, инструментальным и объектным обеспечением рыночной денежно-кредитной политики и определили необходимость приспособления методов денежно-кредитной политики к фактической ситуации, наложили ряд ограничений на методы ее осуществления.

Не существовало и правового обеспечения развития реформ, поскольку долгое развитие экономики в рамках централизации не нуждалось в законодательном закреплении рыночных механизмов, а тем более рыночных преобразований.

Эти особенности определили преждевременность использования косвенных методов проведения денежно-кредитной политики. Объективная необходимость диктовала использование на первых порах прямых методов и инструментов, которые в основном должны были обеспечить два важных условия: быть средством обеспечения экономической стабильности и не препятствовать процессу структурного совершенствования финансовой системы страны.

Таким образом, для Узбекистана преимущества использования инструментов прямого воздействия в начале перехода к рынку перевешивали имеющиеся у них недостатки (ибо им соответствовала существующая финансовая система). Впоследствии по мере продвижения по пути рыночных преобразований они были модернизированы. Это и позволило сохранить общий контроль над денежно-кредитной сферой в стране на протяжении всего периода после обретения независимости. Позже реформа денежно-кредитной политики начала осуществляться с помощью косвенных инструментов регулирования (появление кредитных аукционов, осуществление операций с ценными бумагами). Переход к косвенным инструментам становился все более необходимым по мере усиления инфляционных тенденций. Борьба с инфляцией с каждым продвижением в общеэкономических реформах (структурная перестройка, достижение топливной независи-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

мости, расширение импортозамещающих отраслей, повышение конкурентоспособности предприятий) становилась все более скоординированной, последовательной, реализуемой с минимальными издержками в уровне производства и занятости.

Переломным моментом в политическом, экономическом и психологическом восприятии реального начала рыночных преобразований явился 1994 год, когда на уровне правительства был принят целый пакет серьезных законодательных актов, который фактически закрепил необратимость проводимых реформ.

Среди них следует отметить Указ Президента Республики Узбекистан "О мерах по дальнейшему углублению экономических реформ, обеспечению защиты частной собственности и развитию предпринимательства" от 21 января 1994 года, постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию банковской системы и стабилизации денежно-кредитных отношений" № 146 от 18 марта, "О неотложных мерах по укреплению денежного обращения и повышению покупательной способности сум-купона" № 195 от 11 апреля, "О мерах по совершенствованию структуры управления и практической деятельности банковской системы республики" № 234 от 3 мая, "О мерах по насыщению потребительского рынка, укреплению денежного обращения и расширению экспортного потенциала" № 315 от 23 июня, "О мерах по сокращению налично-денежной массы, находящейся в обращении" № 356 от 11 июля, "О мерах по расширению валютного рынка в республике" № 436 от 27 августа. 1995 год продолжил данную тенденцию в правовой сфере.

Наиболее важными из прямых инструментов являются потолки на кредиты отдельных банков и меры непосредственного контроля ставок процента.

В число инструментов прямого регулирования входят также потолки на размер или стоимость кредита, предоставляемого отдельным секторам экономики.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Типичными рычагами прямого контроля служат **лимиты и кредитные потолки, устанавливаемые на процентные ставки**. Контроль над процентными ставками может осуществляться в различных формах. Величина ссудного процента может не только непосредственно определяться в административном порядке, но и контролироваться путем установления для банков регулируемых ставок рефинансирования и фиксированной маржи. Процентные ставки по депозитам и сберегательным вкладам, действующие в сфере финансовых отношений между коммерческими банками и их небанковской клиентурой, могут контролироваться Центральным банком только напрямую с помощью нормативных положений.

Установление кредитных потолков успешно применяется при осуществлении структурной перестройки экономики, когда в условиях ограниченности кредитных ресурсов кредиты выдаются в первую очередь приоритетным отраслям. Для других отраслей вводится режим ограниченного кредитования.

Существует множество различных видов кредитных потолков.

Во-первых, возможно ограничение кредитов только для определенных секторов экономики - выборочный кредитный контроль. Этот контроль подразделяется на положительный, основанный на установлении верхнего предела для определенных видов ссуд (например, потребительских и ипотечных), и отрицательный, включающий установление нижних пределов на ссуды для ряда основных секторов экономики (например, для сельского хозяйства).

Положительный выборочный контроль осуществляется исходя из соображений банковской осмотрительности (ограничение предоставления банковских ссуд определенному сектору экономики для поощрения их диверсификации и сокращения тем самым кредитного риска) или же в целях обеспечения макроэкономической стабильности.

Отрицательный выборочный контроль направлен не на обеспечение макроэкономической стабилизации: он преследует микроэкономическую цель - оказать поддержку пережи-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Справочный материал

Прямые и косвенные инструменты

Экономисты часто делают различие между прямыми и косвенными инструментами денежно-кредитного регулирования, хотя не всегда такое различие ясно. Существует ряд определений:

- прямые инструменты воздействуют прямо на кредиты, предоставляемые коммерческими банками, в то время как косвенные воздействуют посредством влияния на ликвидность банков, изменяя (уменьшая или увеличивая) их кредитный потенциал;

- прямые инструменты принимают форму директивных регулирующих и нормативных правил, а косвенные действуют через рыночный механизм;

- прямые инструменты вызывают изменения в балансах коммерческих банков, в то время как косвенные отражаются на балансе Центрального банка.

Таким образом, Центральный банк может двумя различными путями влиять на денежное обращение: непосредственно определять размеры (или коридоры колебаний) объемов кредитов и процентных ставок по ним либо регулировать условия спроса и предложения на денежном рынке.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

вающим спад секторам, которые считаются жизненно важными для экономического развития страны. В настоящее время такая поддержка в Узбекистане осуществляется по отношению к сельскому хозяйству.

Во-вторых, существуют общие кредитные потолки (совокупные потолки), которые устанавливаются в отношении общей суммы кредитов, предоставляемых банковским сектором. Эти потолки обычно неодинаковы для отдельных банков и часто зависят от суммы непогашенных кредитов каждого банка. Возможно, что при определении лимитов в качестве критерия может быть использована величина капитала банка. В то время как одни банки могут исчерпать свой лимит, на других банках эти ограничения могут не сказаться, создавая тем самым свободное пространство для расширения кредита в рамках общего кредитного потолка. Такое отставание от заданного показателя может быть сокращено, если предоставить банкам возможность торговать неиспользованными кредитными ресурсами на кредитных аукционах в пределах данного лимита.

В-третьих, существуют кредитные потолки, учитывающие, что инфляционные последствия кредитной экспансии зависят от способа ее финансирования: банки могут финансировать свои кредиты за счет выпуска долгосрочных ценных бумаг или привлечения долгосрочных сберегательных вкладов. Это меньше отражается на инфляции, чем финансирование кредитов за счет текущих вкладов.

Главное преимущество инструментов непосредственного регулирования заключается в эффективности осуществляемого с их помощью контроля за расширением кредита и за процентными ставками. Однако у этих инструментов имеются и существенные недостатки.

Когда прямой контроль осуществляется в течение продолжительного периода, обход нормативных положений и уклонение от их исполнения наблюдается чаще. Поэтому со временем прямой контроль над кредитами становится менее эффективным и причиняет больше вреда, чем пользы. Однако преждевременная отмена прямого регулирования без созда-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ния конкурентной среды и надлежащих альтернативных инструментов косвенного воздействия может привести к утрате контроля над сферой денежно-кредитных отношений и вынудить довольно скоро вернуться к методам прямого регулирования.

Исходя из экономической ситуации в течение 1994 - 1995 гг. Центральным банком был принят ряд мероприятий, обусловивших заметную переориентацию денежно-кредитной политики с обеспечения кредитных нужд экономики на достижение макроэкономической стабильности через сдерживающую политику рефинансирования коммерческих банков. Ужесточение денежно-кредитной политики выразилось в увеличении нормы резервных требований по обязательствам коммерческих банков с 15 до 30 %, повышении ставки рефинансирования Центрального банка, рациионировании централизованных кредитов, установлении предельных ограничений (потолков) как по кредитным компонентам внутренних активов денежных властей, так и в разрезе отдельных коммерческих банков, ужесточении контроля за их целевым использованием и возвратом, организацией аукционов кредитных ресурсов, таргетировании наличных денег в обращении, сокращении прямого (квизифискального) кредитования государственных предприятий и других мероприятий по снижению темпов роста денежной массы и, в конечном итоге, инфляции. Проводимая политика дала свои результаты - со второй половины 1994 года темпы инфляции значительно снизились. Такая же тенденция продолжилась и в 1995 году.

Необходимо отметить, что в 1994-1995 гг. в качестве прямого метода достаточно широко употреблялся выборочный кредитный контроль, осуществляемый по секторам экономики. Приоритетным направлением являлось кредитование сельского хозяйства и отраслей социальной направленности. Если в 1994 г. в общем объеме краткосрочных кредитных вложений в экономику удельный вес кредитов, направленных в отрасли агропромышленного комплекса составлял 48,9%, то в 1995 г. он возрос до 54,1%. Аналогичные показатели по социальному комплексу составили соответственно 13,2 и 8,6%. Таким обра-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

зом, только на два данных комплекса приходилось свыше 60% всех кредитных вложений экономики. Целью такого выборочного кредитного контроля не являлось обеспечение макроэкономической стабилизации: преследовалась микроэкономическая цель оказания поддержки тем переживающим спад комплексам народного хозяйства, которые являются жизненно важными для экономического развития страны.

Однако чем дальше страна углубляла реформенные преобразования, тем все более обозначался ряд существенных недостатков прямых методов и инструментов денежно-кредитной политики.

Во-первых, поскольку по своей сущности это нерыночный метод регулирования взаимоотношений, назревала опасность неправильного распределения ресурсов, которое все чаще и чаще приходило в несоответствие с потенциалом секторов экономики и степени предприимчивости хозяйствующих субъектов.

Во-вторых, преимущественное использование такого инструмента определяло вялость проведения кредитных аукционов, то есть "замораживало" долю кредитов, предоставляемых на рыночных условиях, затрудняя, таким образом, развитие здоровой конкуренции в банковском секторе.

В-третьих, происходило сдерживание развития новых банков, которые изначально создавались для обслуживания особо динамичных предпринимательских сегментов рынка.

В практике реализации денежно-кредитной политики в странах с развитой рыночной экономикой используются, как уже было отмечено, в основном косвенные инструменты. Косвенное регулирование осуществляется посредством изменения денежной базы либо нормы резервирования депозитов.

4.2. Применение основных инструментов денежного регулирования

В рыночной экономике к основным инструментам реализации денежно-кредитной политики, проводимой Центральным банком, относятся следующие:

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- установление минимальных резервных требований;
- определение размеров и условий рефинансирования коммерческих банков;
- операции на открытом рынке.

Операции на открытом рынке призваны регулировать денежную массу путем покупки и продажи Центральным банком коммерческим банкам и населению государственных облигаций. Рост предложения достигается за счет денег, выпущенных в обращение при покупке Центральным банком у населения и коммерческих банков государственных ценных бумаг. При необходимости сокращения денежной массы производится изъятие денег из обращения путем их продажи.

Операции на открытом рынке - наиболее часто применяемый инструмент денежно-кредитной политики в США и других странах с развитой рыночной экономикой. Естественно, этот инструмент эффективно работает только в условиях оптимально функционирующего рынка ценных бумаг, при высоком уровне доверия населения к ценным бумагам.

Механизм использования Центральным банком операций на открытом рынке в качестве инструмента воздействия на результаты банковской деятельности заключается в следующем. При покупке Центральным банком ценных бумаг у коммерческих банков эти суммы поступают на их резервно-корреспондентские счета, т.е. увеличиваются минимальные резервы по сравнению с нормативными и, следовательно, появляется возможность расширения активных, в том числе ссудных, операций с клиентурой, что ведет к расширению денежной массы. В случае продажи Центральным банком ценных бумаг коммерческим банкам, наоборот, сумма зарезервированных ими средств уменьшается, а в банковской системе происходит сокращение кредитных ресурсов, что ведет в конечном счете к сокращению денежной массы. Таким образом, регулируя спрос и предложение на ценные бумаги, Центральный банк влияет не только на величину резервов коммерческих банков, их кредитоспособность, но и на совокупный объем денежной массы

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

в народном хозяйстве. Целесообразность использования Центральным банком данного инструмента заключается в оперативности воздействия, а также в том, что периодичность и масштабы проведения операций определяются по его усмотрению исходя из желаемого прогнозируемого эффекта, что делает этот инструмент наиболее удобным, гибким и оперативным в применении.

По форме проведения операции Центрального банка на открытом рынке могут быть прямыми и обратными. Прямая операция представляет собой обычную покупку либо продажу ценных бумаг. Обратная операция заключается в купле-продаже ценных бумаг с обязательным совершением обратной сделки по заранее установленному курсу. Гибкость обратных операций, более мягкий эффект их воздействия придают популярность данному инструменту регулирования. Так, доля обратных операций центральных банков ведущих развитых стран мира на открытом рынке составляет от 82 до 99,6 %.

В Узбекистане операции с государственными ценными бумагами начали проводиться с 28 марта 1996 года, когда на Узбекистанской валютной бирже прошли первые торги по государственному казначейским обязательствам. Развитию этого рыночного инструмента денежно-кредитного регулирования придается большое значение. Политика Центрального банка в области открытого рынка будет направлена на регулирование денежного рынка посредством продажи и покупки по рыночным ценам государственных ценных бумаг, долговых обязательств, выпущенных самим Центральным банком.

Широкое использование операций на открытом рынке будет способствовать развитию краткосрочного денежного рынка, повышению ликвидности коммерческих банков, повышению оборачиваемости денежных ресурсов в экономике.

Резервные требования представляют собой минимальную норму резервирования депозитов, устанавливаемую Центральным банком для коммерческих банков. При увеличении нор-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

мы обязательных резервов уменьшается значение денежного мультипликатора и предложение денег сокращается. Этот инструмент в развитых странах используется реже всего, поскольку в наименьшей степени соответствует рыночным законам.

Минимальные резервы выполняют две основные функции. Во-первых, они как ликвидные средства служат обеспечением обязательств коммерческих банков по депозитам их клиентов. Периодическим изменением нормы обязательных резервов Центральный банк поддерживает степень ликвидности коммерческого банка на минимально допустимом уровне в зависимости от экономической ситуации.

Во-вторых, минимальные резервы являются инструментом, используемым Центральным банком для регулирования объема денежной массы в стране. Посредством изменения норматива резервирования средств Центральный банк регулирует масштабы активных операций коммерческих банков, а следовательно, и возможности осуществления ими депозитной эмиссии. Коммерческие банки могут расширять ссудные операции, если их обязательные резервы в Центральном банке превышают установленный норматив. Когда масса денег в обороте превосходит необходимую потребность, Центральный банк проводит политику кредитной рестрикции путем увеличения норматива резервирования средств. Тем самым он вынуждает коммерческие банки сократить объем активных операций, вследствие чего сокращается предложение денег.

При неразвитости альтернативных инструментов денежно-кредитной политики в Узбекистане резервные требования к обязательствам коммерческих банков вплоть до середины 1996 года оставались главным инструментом контроля ликвидности в экономике. В целях смягчения инфляционного давления со стороны коммерческих банков перед введением национальной валюты в мае 1994 года резервные требования были удвоены с 15 до 30 % по депозитам до 3 лет и 10 % в отношении депозитов со сроком размещения 3 года и выше. Только после развития достаточных предпосылок применения косвенных

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

рычагов денежно-кредитной политики в 1996 году Центральный банк приступил к последовательному снижению резервных требований.

Учетная ставка процента - это ставка, под которую Центральный банк представляет коммерческим банкам кредиты. При необходимости увеличения денежной базы и предложения денег он снижает учетную ставку, то есть удешевляет кредит и стимулирует расширение заимствования у Центрального банка через так называемое **дисконтное окно**. При снижении учетной ставки у коммерческих банков появляется живой коммерческий интерес к получению подешевевших ссуд у Центрального банка с целью расширения кредитования своих клиентов под сложившиеся кредитные ставки и на разнице между пониженной учетной ставкой и сложившейся кредитной ставкой увеличить свои доходы. Такую ссуду коммерческие банки берут у Центрального банка через дисконтное окно. Возникновение этого понятия связано с тем, что, возможно, когда-то существовало такое окно центрального банка, у которого в очереди стояли представители коммерческих банков для получения ссуд по пониженной учетной ставке.

Таким образом, посредством понижения учетной ставки увеличиваются кредитные ресурсы коммерческих банков и растет предложение денег в экономике.

Учетная политика, будучи составной частью государственной процентной политики, является другим важным инструментом денежно-кредитного регулирования. Учетная политика проводится Центральным банком посредством установления и пересмотра официальной процентной ставки двух основных видов: ставки по редисконтированию (переучету ценных бумаг) и ставки по рефинансированию (кредитованию банковских учреждений). Регулируя уровень ставок по рефинансированию и редисконтированию, Центральный банк влияет на величину денежной массы в стране, способствует повышению или сокращению спроса коммерческих банков на кредит. В период проведения жесткой рестрикционной поли-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

тики Центральный банк индексирует величину официальных ставок, ужесточает условия учета и переучета векселей:

- *повышает требования к качеству векселей;*
- *устанавливает ограничения контрагентов переучета;*
- *вводит лимиты переучета (например, запрещение учета векселей неперспективных отраслей) и т.д.*

Коммерческие банки могут суживать у Центрального банка дополнительные средства под залог ценных бумаг с целью увеличения своих кредитных ресурсов. Центральный банк оценивает такое стремление коммерческого банка с точки зрения проводимой им денежно-кредитной политики. Если оно соответствует политике расширения денежного предложения, то кредит под залог ценных бумаг выдается. Если же проводится политика, направленная на сужение денежной массы, то предоставление кредита может быть приостановлено.

Величина процентных ставок Центрального банка не обязательно должна изменяться в соответствии с динамикой рыночных процентных ставок коммерческих банков. Она может отклоняться от нее в ту или иную сторону. Однако установление и объявление Центральным банком уровня официальных ставок процента является для коммерческих банков одним из главных индикаторов, характеризующих основные направления политики Центрального банка в области контроля за динамикой денежной массы.

Ставка по кредитам Центрального банка Узбекистана выросла в течение 1994 года с 40% в январе до 225% к декабрю. Повышение ставки рефинансирования Центрального банка оказало воздействие на динамику процентов по межбанковским кредитам, которые выросли в течение года с 65 до 225 % годовых. Тем не менее в целом спрос банков и сектора предприятий оставался преимущественно неэластичным в силу инертного характера мягких бюджетных ограничений. В конце марта 1995 года ставка рефинансирования была повышена до 300 процентов годовых. По мере снижения инфляционных ожиданий и с учетом возможных тенденций ставка рефинансирования с 1 июля 1995 года была снижена до 10% в месяц, а

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

к концу года доведена до 7%. Политика установления ставки рефинансирования Центрального банка с учетом среднемесячных темпов инфляции обеспечила достижение реальных процентных ставок по кредитам положительных значений.

Рассмотренные нами инструменты денежно-кредитной политики используются Центральным банком страны для снижения темпов инфляции, стабильности экономического роста и занятости, сбалансированности платежного баланса.

Вместе с тем инструменты денежно-кредитной политики не должны ограничивать свободу действий рыночных сил и конкуренцию в финансовом секторе экономики. Так, Центральный банк напрямую не устанавливает каких-либо ограничений на объем кредитов коммерческих банков небанковскому сектору, а также процентных ставок на кредитных рынках и рынках ценных бумаг и вкладов населения.

Хотя возможности Центрального банка по регулированию предложения денег с помощью описанных инструментов достаточно широки, все же они не могут держать его под своим полным контролем. Дело в том, что изменения предложений на рынке денег могут принимать неожиданный для Центрального банка характер из-за политики коммерческих банков, деятельность которых относительно независима. Например, коммерческие банки могут создавать избыточные резервы, превышающие резервные требования, в результате чего происходит сокращение предложения денег. Значит, в результате определенных, с точки зрения этих банков оправданных, действий Центральный банк не всегда в состоянии добиться изменения предложения денег в желаемом направлении.

В этих целях Центральный банк может в определенной комбинации использовать одновременно все три инструмента. Например, для увеличения денежного предложения Центральный банк может одновременно предпринять следующие действия:

- купить определенное количество государственных ценных бумаг у коммерческих банков и населения;

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- *понижить в предписанной законом рамках резервную норму;*

- *понижить учетную ставку.*

В результате всех этих действий увеличатся объемы избыточных резервов в системе коммерческих банков. Поскольку они служат для последних основой увеличения денежного предложения путем кредитования, то можно ожидать, что предложение денег в стране возрастет. Это, в свою очередь, приведет к понижению процентной ставки, вызывая рост инвестиций. Такие меры Центральный банк обычно предпринимает в целях расширения экономической активности.

В условиях избыточного денежного предложения и инфляции Центральный банк предпринимает в определенной комбинации обратные действия:

- продаст государственные ценные бумаги;
- повышает в допустимых законом размерах резервную норму;
- повышает учетную ставку.

Вследствие этого денежное предложение сокращается, вызывая рост процентной ставки, а это в свою очередь приводит к сокращению объемов инвестиций.

5.0. Банковский надзор и стабильность деятельности финансовых институтов

С момента возникновения банковского дела нестабильность, вызванная банкротствами отдельных банков, массовыми изъятиями вкладов, риском, сопряженным с проводимой банками политикой частичного резервного покрытия, объективно подталкивала государство к расширению практики регулирования банковского дела. С помощью регулирования государство всегда пытается защитить вкладчиков и кредиторов от финансовых потерь и избежать разрушительных для эконо-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

I.

Справочный материал

Инструменты денежно-кредитного регулирования в Узбекистане

Переход к рыночно-ориентированной экономике потребовал от Центрального банка Республики Узбекистан обращения к традиционным инструментам денежно-кредитного регулирования.

Большую роль в совершенствовании методов денежно-кредитной политики сыграло постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по совершенствованию банковской системы и стабилизации денежно-кредитных отношений" от 18 марта 1994 г., в котором предусматривалось строгое ограничение кредитной и налично-денежной эмиссии, прекращение предоставления льготных централизованных кредитных ресурсов для отраслей народного хозяйства.

В этом направлении также имело большое значение постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан "О мерах по насыщению потребительского рынка, укреплению денежного обращения и расширению экспортного потенциала республики" от 23 июня 1994 г., которым были введены жесткие предельные ограничения на квартальный рост задолженности коммерческих банков и правительства по кредитам Центрального банка, увеличение норм обязательных резервов коммерческих банков.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

II.

Начал действовать механизм аукционного распределения кредитов, который, постепенно расширяясь, смешал их прямое целевое размещение. В условиях переходного характера и нестабильности денежного обращения большое значение придавалось норме резервных требований. Курсовая политика основывалась на стратегии постепенного девальвирования для предупреждения импортных шоков в ситуации нехватки валютных ресурсов и избежания резкого роста внутренних цен.

Признавалось, что качественное изменение механизма рефинансирования могло происходить лишь параллельно с качественными переменами в производственном, внешнеэкономическом и банковском секторах, разработкой правовых, институциональных и организационных условий для развития рынка ценных бумаг.

Тем не менее неотложные задачи макроэкономической стабилизации потребовали оперирования рычагами: были увеличены процентные ставки по аукционным кредитам Центрального банка до позитивного уровня, девальвировался официальный курс национальной валюты, была повышена норма резервных требований. Это и обеспечило во многом снижение темпов инфляции. Вместе с тем это создавало барьеры для развития банковской системы, удорожал импорт. Системный характер реформ не оставлял иного выбора: реформа регулирующих инструментов эмиссионного института не могла реализоваться без определенных издержек.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

мики последствий банкротства банков. Банкротство отдельного банка чревато банкротством десятков и сотен предприятий, многих тысяч рядовых вкладчиков.

С помощью банковских ревизий, централизованных банковских операций и страхования депозитов государство пытается обеспечить надежность и стабильность банковской системы.

Банки должны соблюдать жесткие правила системы регулирования своей деятельности, т. е. выполнять правила, устанавливаемые соответствующими государственными органами. Эти правила касаются банковских операций и набора предлагаемых услуг, качества и размера кредитов, достаточности собственного капитала, а также способов роста и расширения, которые используются банками для улучшения обслуживания клиентов.

Ни один новый банк не может начать свою деятельность без разрешения государства. Разрешение на использование различного вида депозитов и других финансовых инструментов для мобилизации средств банк обязан завизировать во всех важнейших органах регулирования и надзора. Качество банковских кредитов и инвестиций, достаточность банковского капитала тщательно проверяются различными контролерами. Если банк хочет расширяться и построить новое здание, слиться с другим банком, создать новое отделение, приобрести или создать предприятие небанковского типа, прежде всего ему необходимо получить разрешение в соответствующих учреждениях.

За банками наблюдают так пристально потому, что они способны создавать деньги путем предоставления кредитов или собственной инвестиционной деятельности за счет беспрепятственно расходуемых депозитов. Изменение размеров создаваемой денежной массы четко коррелирует с состоянием экономики, особенно с созданием новых рабочих мест и наличием или отсутствием инфляции.

Банковская система выполняет жизненно важную роль посредника, аккумулируя сбережения частных лиц и предпри-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

I.

Справочный материал

КАК "БЭРИНГЗ" ПОШЕЛ НА ДНО

Уроки банкротства старейшего банка Великобритании. Японский город Кобе разрушило землетрясение.

Британский банк "Бэрингз" рухнул под напором алчности и безответственности. Между этими событиями, как ни странно, существует прямая связь.

Когда служащие банка "Бэрингз" шли домой в пятницу вечером 24 февраля 1995 г., они вполне могли предаваться приятным размышлениям о всех выгодах своего положения и еще раз с гордостью вспомнить, что среди многих знаменитых клиентов банка - одного из столпов британской финансовой системы - сама королева Елизавета II. Однако, вернувшись на работу в понедельник, они с ужасом обнаружили, что репутация банка разбита вдребезги. С долгами более чем в миллиард долларов, превышающими весь капитал и резервы банка, "Бэрингз" обанкротился.

Такой внезапный крах старейшего банка Великобритании кажется почти невероятным. Еще более удивительно, что виной этому один-единственный человек - 28-летний служащий, который вел чрезвычайно рискованную биржевую игру в Сингапуре. Вместе с тем история краха банка "Бэрингз" свидетельствует о новых опасностях, подстерегающих финансистов на мировых рынках, и о живучести таких старых человеческих пороков, как самонадеянность, глупость и алчность.

Ник Лисон, 28-летний служащий Сингапурского отделения банка "Бэрингз", имел репутацию дерзкого брокера со стальными нервами и заработал для банка большие деньги на фьючерсах, играя на незначительной разнице в цене контрактов, продаваемых на биржах Осаки и Сингапура.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

II.

Под небольшой залог Лисон приобретал контракты, дававшие ему в последующем право покупки акций компаний по фиксированной цене, в надежде сыграть на дальнейшем росте их рыночной цены. В первую неделю января "Бэрингз" скупил 3024 фьючерсных контракта "Никкей 225", а к середине февраля их число быстро выросло до 20076. При средней стоимости одного контракта примерно 1,6 млн. иен общая цена контрактов, на которую рисковал банк, составила более 30 млрд. иен.

Подобно азартному игроку, который пытается отыграться, удваивая ставки, Лисон увеличил число скупаемых контрактов в отчаянной попытке поймать удачу и развернуть японский рынок в свою пользу. Но землетрясение, разрушившее промышленный центр Кобе, привело к резкому падению акций на японском фондовом рынке и, как следствие, к гигантским - 1,42 млрд. долл. - убыткам "Бэрингз".

Лисон проводил свои операции практически бесконтрольно. Странно, что молодой брокер одновременно занимался и операциями на бирже, и контролировал финансовое состояние отделения, в том числе брокерские операции и выплату процентов от сделок. Это, похоже, позволяло Лисону скрывать часть накапливающихся убытков на скрытом от лондонского руководства счете.

Несмотря на огромный опыт, накопленный "Бэрингз" за его более чем двухсотлетнюю историю, банк прогорел, не оценив в полной мере вековой мудрости финансистов: зная свое дело и никогда не кладя все яйца в одну корзину.

Джон Торнхил, московский корреспондент "Financial Times". Журнал "Деловые люди", апрель 1995 г.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ятий и предоставляя их другим физическим и юридическим лицам, т. е. банки перераспределяют мобилизованные денежные средства для наиболее эффективного и производительного использования.

Центральные банки несут ответственность за контроль над предложением денег. Основная задача руководства Центрального банка состоит в регулировании денежного обращения в соответствии с потребностями всей экономики. Эта задача предполагает приведение имеющегося количества денег в соответствие с растущим уровнем производства, а также с относительно стабильным уровнем цен. Если все остальные функции Центрального банка носят более или менее операционный характер, то правильное управление денежным предложением требует принятия нешаблонных общих и частных политических решений.

5.1. Виды и организации контроля в банках

Существует несколько видов контроля за деятельностью коммерческих банков. Главные из них - **государственный, ведомственный и независимый контроль.**

Государственный контроль за деятельностью коммерческих банков определяется действующей системой банковского законодательства. Все кредитные учреждения и банки, включая Центральный, функционируют в рамках законов.

Ведомственный контроль включает надзор за деятельностью коммерческих банков со стороны Центрального банка. Задачи, цели и границы ведомственного контроля определены соответствующими законодательными и нормативными актами.

Независимый контроль - это контроль, осуществляемый независимыми вневедомственными организациями, т. е. аудиторскими фирмами.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Коммерческие банки для повышения надежности и обеспечения качества своей работы организуют и осуществляют внутрибанковский контроль, или внутренний аудит. При проведении внешнего аудита обязательно проверяется наличие системы внутреннего контроля и эффективность ее функционирования.

Все виды контроля за деятельностью коммерческих банков взаимосвязаны, что обусловлено единством целей и задач: обеспечение стабильной и безубыточной деятельности коммерческих банков и всей банковской системы.

Организация банковского надзора основывается на национальной законодательной базе и рекомендациях международных банковских организаций. Система банковского надзора включает:

- *определение типов банковских учреждений, подлежащих надзору;*
- *процедуру выдачи лицензий на совершение банковских операций;*
- *стандарты бухгалтерского учета, банковской и статистической отчетности;*
- *порядок аннулирования лицензий на банковскую деятельность или ограничения банковских операций;*
- *обязательность аудиторских проверок;*
- *порядок назначения временной администрации по управлению банком;*
- *объявление банка неплатежеспособным.*

Организационные структуры банковского надзора характеризуются значительным разнообразием. В таких странах, как Великобритания, Италия, Нидерланды, Россия, надзор осуществляют национальные центральные банки. В Канаде и Швейцарии органы надзора отделены от них. В Германии, США и Японии существует смешанная система, при которой центральные банки разделяют обязанности по надзору с государственными органами.

Основная задача органа надзора - **определение вероятности возникновения проблем в работе банка в будущем.**

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Свои полномочия органы надзора могут выполнять в процессе выдачи лицензий на банковскую деятельность, принятия решения об ограничении круга выполняемых операций, осуществления контроля за действующим банком.

Банковский надзор осуществляется в виде лицензирования, контроля за экономическими нормативами, инспекции и ревизии деятельности банка.

При выдаче лицензий на банковскую деятельность проверяется правомерность и источники формирования уставного капитала, соответствие его установленным требованиям. Проверяется компетентность и профессиональная пригодность руководителей банка, определяется круг будущих операций, которые предполагает выполнять банк, а также цели, задачи и стратегия банка.

Контроль за соблюдением банками экономических нормативов органы надзора осуществляют с помощью анализа представляемой отчетности. При несоблюдении установленных нормативов органы надзора применяют экономические санкции.

Контроль за деятельностью коммерческих банков органы надзора ведут путем организации проверок на местах. Функции органа надзора на основе утвержденных правил проверок кредитных учреждений в Узбекистане выполняет департамент лицензирования и регулирования деятельности коммерческих банков Центрального банка Республики Узбекистан. Проверки могут быть двух видов: комплексные и некомплексные (выборочные).

Комплексная проверка осуществляется в срок не более 30 дней и предусматривает проверку всех основных операций банка, своевременность завершения операционного дня и составление ежедневного баланса. Комплексной проверке подлежат все коммерческие банки не реже одного раза в два года.

Некомплексная проверка ограничена сроком до 15 дней и затрагивает отдельные сферы области деятельности банка (обычно те, где вероятность возникновения нарушения наибольшая).

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

По результатам проверки составляется акт в 3 экземплярах, каждый из которых подписывается руководителем проверки, руководителем и главным бухгалтером проверяемого банка и другими должностными лицами. Один из экземпляров акта передается руководству проверяемого банка.

Проверка соблюдения банком обязательных экономических нормативов осуществляется на основе действующего законодательства и указаний о порядке расчета экономических нормативов. Наличие единых требований, предъявляемых к деятельности банков, позволяет создать условия, обеспечивающие стабильность и устойчивость каждого отдельного банка и всей банковской системы.

5.2. Оценка кредитного портфеля банка

Кредитный портфель банка составляют остатки средств по балансовым счетам по краткосрочным, долгосрочным и просроченным кредитам. Это объемные характеристики кредитного портфеля банка. Качественные характеристики используются для оценки обеспечения банком возвратности кредитов и сокращения размеров кредитных рисков, т. е. невозврата суммы основного долга по кредиту и процентов по нему.

Обеспечение возвратности кредита зависит от организации кредитного процесса в конкретном банке, соблюдения порядка выдачи и погашения ссуд, правильности отражения ссуд в учете, особенно пролонгированных и просроченных, аналитической работы банка и правильности классификации ссуд, величины резервов на покрытие убытков по ссудам, законности операций по межбанковским кредитам и кредитам за счет централизованных ресурсов.

Задачами банковского надзора являются проверка перечисленных направлений деятельности банка и подтверждение отчетности.

Важным моментом является анализ качества ссуд, выданных неклиентам данного банка с учетом объема и назначе-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ния ссуды; качества залога (объем, ликвидность, место хранения, качество оформления) или вида гарантии или платежеспособности страховой компании, выдавшей полис; процентной ставки; финансового состояния заемщика; сведений о заемщике; отношений банка с заемщиком; условий выдачи и погашения ссуды; оформления документов и кредитного досъе; фактов пролонгации или просрочки.

В результате проверки органов надзора должно быть подтверждено качество кредитного портфеля банка и размер кредитных рисков банка. Кредитный риск может быть связан как с невозможностью своевременного возврата основного долга и процентов по нему по вине заемщика вследствие его неплатежеспособности или недобросовестности, так и с назначением кредита, типом заемщика по форме собственности (государственное предприятие, частное, кооператив, акционерное общество и т. д.), отраслевой принадлежностью, наличием и видами гарантий по ссудам и надежностью самих гарантов, оценкой выполнения ранее данных обязательств по кредитам банка, перспективами дальнейшего развития заемщика. Кредитный риск оценивается по каждой выданной банком ссуде при выдаче кредита и на каждую отчетную дату.

Приведем следующие общепринятые определения.

Обеспеченная ссуда - ссуда, имеющая обеспечение в виде ликвидного залога, реальная стоимость которого равна ссудной задолженности или превосходит ее, либо имеющая банковскую гарантию, гарантию правительства, либо застрахованная в установленном порядке.

Недостаточно обеспеченная ссуда - ссуда, имеющая частичное обеспечение (по стоимости не менее 60% от ее размера), но его реальная стоимость или способность его реализации сомнительны.

Необеспеченная ссуда - ссуда, не имеющая обеспечения, либо реальная стоимость обеспечения составляет менее 60% размера ссуды.

К первой группе риска "стандартные ссуды" относятся ссуды, по которым своевременно и в полном объеме погаша-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ется основной долг, включая ссуды, пролонгированные в установленном порядке, но не более двух раз, а также просроченные до 30 дней обеспеченные ссуды. Под стандартные ссуды коммерческие банки обязаны создавать резерв на возможные потери в размере не менее 2% от величины выданных ссуд.

Ко второй группе риска "нестандартные ссуды" относятся просроченные до 30 дней недостаточно обеспеченные ссуды, а также просроченные от 30 до 60 дней обеспеченные ссуды. Коммерческие банки обязаны создавать резерв на возможные потери по нестандартным ссудам в размере 5% от величины выданных ссуд.

К третьей группе риска "сомнительные ссуды" относятся просроченные до 30 дней необеспеченные ссуды, просроченные от 30 до 60 дней недостаточно обеспеченные ссуды, а также просроченные от 60 до 180 дней обеспеченные ссуды. Коммерческие банки обязаны создавать резерв на возможные потери по сомнительным ссудам в размере 30% от величины выданных ссуд.

К четвертой группе риска "опасные ссуды" относятся просроченные от 30 до 60 дней необеспеченные ссуды, а также просроченные от 60 до 180 дней недостаточно обеспеченные ссуды. Коммерческие банки обязаны создавать резерв на возможные потери по опасным ссудам в размере 75% от величины выданных ссуд.

К пятой группе риска "безнадежные ссуды" относятся просроченные от 60 до 180 дней необеспеченные ссуды и все ссуды, просроченные свыше 180 дней. Коммерческие банки обязаны создавать резерв на возможные потери по таким ссудам в размере 100% от величины выданных ссуд.

Порядок отнесения задолженности к той или иной группе кредитного риска по потребительским кредитам определяется с учетом наличия у заемщика постоянного дохода, возраста, состояния здоровья, выполнения ранее принятых обязательств, наличия залога (поручительства).

Органы надзора должны проверить достаточность созданного резерва в объеме прогнозируемого размера кредитного риска. При его недостаточности они должны рассмотреть и порекомендовать коммерческому банку источники его создания.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

5.3. Проверка состояния бухгалтерского учета в коммерческом банке

Основные правила проверки коммерческих банков органами надзора, определяемые Центральным банком:

Первое - выявление нереальных (недостоверных) активов и пассивов, подтверждение реальности и достоверности баланса банка.

Второе - проверка состояния бухгалтерского учета, в том числе соответствие организации бухгалтерского учета действующим нормативным положениям коммерческих банков.

Третье - проверка правильности расчетов экономических нормативов.

Четвертое - анализ хозяйственно-финансовой деятельности и консультирование.

Согласно четвертому правилу, проверяется качество банковского менеджмента, качество управления активами и пассивами. Органы банковского надзора должны обоснованно предъявлять требования по списанию с баланса длительных просроченных ссуд и начисленных процентов, расценивая их как нереальные активы и пассивы в балансе банка. Проверяющие, как правило, консультируют сотрудников коммерческого банка и помогают им в создании внутренних инструкций, которые делают балансы банков достоверными и реальными в части учета ссудных операций и процентных доходов.

5.4. Проверка правильности формирования доходов и расходов банка

Формирование доходов и отнесение затрат на расходы осуществляются коммерческими банками на основе различных нормативных и инструктивных документов.

Операции по формированию доходов и осуществлению расходов относятся к внутрибанковским, и документы, под-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

тверждающие правомерность совершения этих операций, формируются в отдельные папки.

Процентная ставка является предметом коммерческой сделки и фиксируется в кредитном договоре, заключаемом между клиентом и банком. Размеры процентных ставок, порядок, период, сроки их начисления и порядок взыскания определяются по соглашению сторон.

Следует отметить, что если коммерческий банк на 90% формирует свой доход на основе распоряжений его же бухгалтерии, то он нарушает принципы корпоративной этики, и такие действия не могут расцениваться как правомерные.

Основной работой органов банковского надзора по проверке правильности отражения в отчетности и подтверждения прибыли является проверка правильности отнесения на прибыль банка в полной сумме следующих доходов: *дивидендов и процентов, полученных по акциям, облигациям и другим ценным бумагам, принадлежащим банку, а также доходов, полученных от долевого участия в деятельности других банков, предприятий и организаций.*

Непосредственно к финансовым результатам деятельности коммерческих банков относятся расходы и потери, указанные в методических материалах Центрального банка.

Самым важным направлением деятельности органов банковского надзора является предупреждение случаев отнесения расходов, подлежащих покрытию за счет прибыли банка, к расходам, включенным в себестоимость банковских услуг.

Таким образом, основными задачами проверки состояния налогообложения коммерческого банка являются следующие:

- *подтверждение правильности полученных банками доходов;*
- *подтверждение правильности включаемых в себестоимость банковских услуг и исключаемых из налогооблагаемой базы расходов;*
- *подтверждение правильности расчета суммы прибыли до налогообложения; доходов и расходов, относимых на финансовые результаты;*

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- подтверждение правильности осуществленных банком расходов за счет прибыли после уплаты налогов и других обязательных платежей;

- проверка правильности сроков исчисления и уплаты налогов в бюджет.

6.0. Инфляция и антиинфляционная политика

6.1. Сущность инфляции и формы ее проявления

“Вздутие” денежной массы и уровня цен. Инфляция (от лат. *inflatio* - вздутие) в применении к денежному обращению означает переполнение сферы обращения денежными знаками сверх реальных потребностей народного хозяйства.

Часто под инфляцией понимают просто рост цен на товары и услуги. Однако следует учесть, что инфляция не представляет рост цен на товары на каком-то отдельном рынке, инфляция есть общеэкономический феномен. В отношении цен можно считать, что имеет место инфляция, если происходит увеличение не просто цен на отдельном рынке, а повышается общий уровень цен в целом по стране.

Одной из наиболее труднорешаемых проблем, с которыми сталкиваются общества на пути от централизованной экономики к экономике свободного рынка, является проблема инфляции. Однако они должны превозмочь связанные с этим тяготы, если хотят пользоваться благами, которые может принести рыночная экономика.

Что же такое инфляция? Это повышение среднего уровня цен на товары и услуги, производимые и продаваемые экономикой. В условиях рыночной экономики инфляция происходит по одной из двух причин: либо люди увеличивают свои траты быстрее, чем производители успевают увеличить снабжение этими товарами и услугами; либо наступает сокращение снабжения товарами и услугами потребителей и/или производителей, что вызывает рост цен. Инфляцию порой определя-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ют как увеличение количества денег, стремящихся утнаться за сокращающимся количеством товаров.

Инфляция особенно тяжело отражается на экономике, находящейся в переходной стадии, из-за либерализации цен - отмены государственного контроля над ценами, - являющейся важнейшим шагом по направлению к рыночной экономике. Изначальный результат подобной либерализации цен легко предсказуем: волна повышения цен на товары, хронически бывшие дефицитом. Почему? Потому что государство искусственно занижает цены на эти товары, и спрос постоянно опережал предложение, или из-за иных экономических перекосов и неэффективности, вызванных правительственными решениями. Бремя инфляции может оказаться еще более тяжким, если ко времени перехода в руках у людей скапливаются большие суммы денег (поскольку их невозможно было потратить на что-либо, представляющее ценность).

Тем не менее вознаграждение за тяготы этого неизбежно-го приступа инфляции во время переходного периода достаточно значительно. Освободившись от государственных пут, механизмы предложения и спроса могут начать функционировать. Высокие цены сигнализируют мощный спрос, и рынок, пусть поначалу медленно и спотыкаясь, отвечает повышением производства. Пусть деньги, скопившиеся у людей, потеряли свою ценность, но те деньги, которые у них есть, стали теперь реальными, и потребители могут покупать товары, начинающие появляться в магазинах. С увеличением предложения цены стабилизируются и очереди начинают исчезать, поскольку потребитель сознает, что в продаже появляется все большее количество разнообразных продуктов.

Предприниматели и инвесторы отвечают на новую экономическую свободу открытием новых бизнесменов и конкуренцией на предложение товаров и услуг, тем самым создавая рабочие места, увеличивая предложение и вызывая дальнейшую нормализацию цен.

Ключевым элементом этого перехода является то, что правительство отказывается от своей роли в установлении цен и

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

позволяет рыночным силам предложения и услуги. Когда такой свободный рынок укрепляется, инфляция может продолжаться, но превращается в гораздо более управляемую и менее угрожающую проблему, чем на раннем, более тяжелом периоде экономического перехода.

“Вздутие” денежной массы и уровня цен часто взаимосвязаны и сопровождают друг друга. Так, представляется естественным, что если при увеличении денежной массы не увеличивается количество товаров, то это обуславливает рост цен или снижение покупательской способности денег. И наоборот, повышение уровня цен обуславливает рост денежного спроса хозяйственных агентов и соответственно следующий за этим рост денежной массы в обращении.

Сущность инфляции, однако, заключается не просто в переполнении денежного обращения деньгами, которые не обеспечены товарной массой. Сущность и причины инфляции лежат гораздо глубже - в диспропорциях в воспроизводственном процессе (производство, потребление и накопление, обмен и потребление общественного продукта), в диспропорциях между производственным и финансовым секторами.

Они могут носить самый различный характер - от конъюнктурных, циклических до структурных и системных. Так, в 80-е годы экономика бывшего СССР обнаружила признаки системного кризиса, необходимо было проводить масштабные преобразования как в производственном, так и в финансовом секторах одновременно. Риск переполнения денежного обращения деньгами велик именно тогда, когда отстают производственный сектор и экономика испытывает хронический дефицит товаров. Финансовый сектор в дефицитной экономике больше работает на расширение спроса, чем на предложение товаров. В результате увеличивается диспропорция между спросом и предложением, происходит переполнение каналов денежного обращения денежными знаками, что создает предпосылки для возникновения инфляционных процессов.

Для более полного понятия сути инфляции следует остановиться на таком явлении, как инфляционный налог. Суть

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

его заключается в том, что при предоставлении не предусмотренных в бюджете субсидий какой-либо отрасли ее работники получают дополнительные преимущества по отношению к работникам других отраслей в виде дополнительных денежных средств.

Яркой иллюстрацией сути этого явления служит чрезвычайное субсидирование угледобывающей отрасли России. Поскольку в бюджете не предусмотрены такие расходы, то правительство обращается за кредитом в Центральный банк. В результате шахтеры получают крупную сумму денег, т.е. их доходы существенно возрастают.

Цены относительно их возросших денежных доходов становятся более доступными, чего на скажешь о доходах работников других отраслей.

По мере того как шахтеры тратят свои дополнительные доходы, цены на товары и услуги растут. Остальное население оказывается в проигрыше: ему приходится мириться с повышением цен и сократить свои расходы. Фактически для всех, кто не связан с угледобывающей промышленностью, т.е. практически для всего населения, инфляция оборачивается дополнительным налогом.

Последствия инфляции сложны и многообразны. Небольшие ее темпы содействуют росту цен и нормы прибыли, являясь, таким образом, фактором временного оживления конъюнктуры.

По мере углубления инфляция превращается в серьезное препятствие для воспроизводства, обостряет экономическую и социальную напряженность в обществе. Цена перестает выполнять свою главную функцию в рыночном хозяйстве - быть объективным информационным сигналом для субъектов экономики.

Инфляция активизирует бегство от денег к товарам, превращая этот процесс в лавинообразный, обостряет товарный голод, подрывает стимулы к денежному накоплению способствует возрождению бартерного обмена. Высокие темпы инфляции отрицательным образом воздействуют на фискальную систему, так как падает реальное значение налоговых по-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ступлений в бюджет. В условиях инфляции обесцениваются сбережения населения, потери несут также банки и учреждения, предоставляющие кредит. Становится практически невозможным долгосрочный кредит, так как в течение периода кредитования необходима постоянная индексация кредитных ставок.

Инфляция имеет и социальные последствия: она обуславливает отставание темпов роста номинальной, а также реальной заработной платы от резко возрастающих цен на товары и услуги. Ущерб от инфляции терпят все категории людей с фиксированными доходами, которые либо уменьшаются, либо возрастают темпами, меньшими, чем темпы инфляции.

Другими примерами вздутия номинальных показателей, или инфляции, может служить повышение номинальной ставки процента и понижение обменного курса валюты. В результате инфляционных процессов в экономике государства покупательная способность национальной денежной единицы падает, инфляция съедает реальную стоимость денежных запасов или обесценивает денежную единицу страны. Тогда население и предприятия стараются поменять денежные остатки в отечественной валюте на более "сильную" валюту, покупательная способность которой, по их мнению, является прочной и стабильной.

Рассмотрев формы проявления инфляции, мы показали, что инфляция как процесс находит выражение в повышении цен на товары, повышении процентных ставок на денежных рынках, снижении курса национальной валюты.

6.2. Типы инфляции

Открытый и скрытый типы инфляции. Как мы уже говорили, под инфляцией обычно понимают повышение общего уровня цен. Такой тип инфляции, при котором мы можем наглядно наблюдать рост цен на товары и услуги, называется

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

явной (или открытой) инфляцией. Но инфляция может происходить и в скрытой (или подавленной) форме - без очевидного повышения цен на товары и услуги. Так, если качество товара или потребительские стоимости ухудшаются по тем или иным причинам, а цены остаются постоянными, то мы фактически платим за них дороже, чем ранее. Если при неизменных ценах на товары имеется хронический их дефицит, то возможно приобрести эти товары по более высокой цене. В этом случае, следовательно, мы имеем дело со скрытой инфляцией. Таким образом, в отличие от открытой при подавленной инфляции роста цен не наблюдается, но обесценение денег выражается в дефицитах, невозможности купить товары и услуги по их фиксированным ценам. Подавленная инфляция является предпосылкой перехода к открытой инфляции.

В Узбекистане политика либерализации цен и сокращения субсидий началась в 1992 году и в основном завершилась к концу 1994 года. На начальном этапе на последствия либерализации цен в республике крайне негативно сказывались такие факторы, как накопившийся в значительном объеме огромный неудовлетворенный спрос на потребительские товары; монополистическая структура производства и торговли; монокультура хлопка в аграрном секторе и неравномерное распределение индустриально-ориентированных отраслей по республикам СНГ; социально-демографическая структура населения республики; обострившиеся процессы разрушения единого народнохозяйственного комплекса.

Масштабы открытой инфляции могут быть различными. Различают галопирующую инфляцию, при которой рост цен приобретает стремительный, скачкообразный характер, и ползучую, при которой цены растут постепенно, но неуклонно. Принято считать, что для галопирующей инфляции характерен рост цен от 20 до 200% в год. При ползучей инфляции цены возрастают не более чем на 10% в год. Гиперинфляция представляет собой астрономический рост количества денег в обращении и уровня товарных цен.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Узбекистан пережил гиперинфляцию в 1992-1993 гг., когда ее уровень инфляции составил более 1500% в год. За период 1992 - 1995 гг. динамика дефлятора ВВП, индексов розничных, потребительских и оптовых цен проявляла тенденцию к последовательному и устойчивому снижению. Такая тенденция явилась результатом реализации проводимой правительством и Центральным банком политики экономической стабилизации. Исходя из общепринятых оценок масштабов инфляции можно сказать, что в 1995 году гиперинфляция в Узбекистане начала сменяться галопирующей инфляцией (от 20 до 200 % в год). В то же время следует отметить, что для различных показателей инфляции характерны свои волны повышения и понижения. Так, для дефлятора ВВП переломным годом явился 1995 год (рост дефлятора ВВП в 1994 году достиг своего пика и составил 1329%). Понижение волны роста розничных цен наблюдается с 1992 года, когда годовой индекс розничных цен превысил 1007%.

Во многих странах, испытавших гиперинфляцию, наблюдалось такое характерное явление: темпы роста цен резко опережали темпы роста количества денег в обращении. В условиях гиперинфляции хозяйствующие субъекты теряют доверие к национальной валюте, стараются как можно скорее избавиться от обесценивающейся наличности и сбережений. В результате колоссально повышается скорость оборота денег, что равносильно увеличению их количества. В связи с этим важно подчеркнуть роль инфляционных ожиданий в раскручивании спирали гиперинфляции.

Ожидаемая и неожиданная инфляция. Следует отличать ожидаемую инфляцию от неожиданной. Последствия неожиданной инфляции могут принципиально различаться в зависимости от фона, на котором она проявляется. Если внезапный скачок цен происходит в экономике, где инфляционные ожидания еще не набрали силу, то, оценивая этот скачок цен как кратковременное явление, население ожидает, что скоро за ним последует их снижение, и будет больше сбе-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

регатъ и сокращать свой платежеспособный спрос. При уменьшении размеров спроса начинается давление на цены в сторону их снижения.

И наоборот, если неожиданная инфляция возникла на фоне уже существующего инфляционного ожидания, то население, опасаясь дальнейшего обесценивания своих доходов, резко увеличивает расходы на приобретение товаров и услуг, что само по себе создает трудности в экономике, искажает реальную картину потребностей в обществе и ведет к расстройству хозяйства. Таким образом, внезапный скачок цен на фоне инфляционных ожиданий может спровоцировать дальнейшие инфляционные процессы, которые будут подстегивать рост цен.

Инфляция спроса и инфляция издержек. В зависимости от того, вызывается ли инфляция увеличением спроса или сокращением предложения товаров на рынках, экономисты различают два типа инфляции:

инфляция спроса, суть которой объясняется одной очень образной фразой, раскрывающей явление: "Слишком много денег охотится за слишком малым количеством товаров". Иными словами, избыток в обращении платежных средств наталкивается на ограниченное предложение товаров, и это выражается в росте общего уровня цен;

инфляция, вызванная ростом издержек производства, означает рост цен вследствие их увеличения. Причинами увеличения издержек могут быть олигополистическая практика ценообразования, рост цен на сырье, действия профсоюзов, требующих повышения зарплаты, и др.

Поскольку общее повышение цен приводит к снижению реальных доходов населения, то неизбежны требования профсоюзов увеличить номинальную заработную плату и государственная политика компенсации денежных потерь от инфляции. Возникает порочный круг: рост цен вызывает требования повышения доходов населения, что, в свою очередь, при-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

водит к новому скачку цен, так как растут издержки на заработную плату.

Сопоставление темпов инфляции по индексам потребительских и оптовых цен говорит о том, что в экономике Узбекистана инфляция издержек носит более выраженный характер, так как в целом за год темпы роста оптовых цен опережали рост цен потребительских. Вообще, такая тенденция возникла в 1992 году и продолжалась в 1993-1994 гг.

По данным расчетов и анализа Госкомпрогнозстата в промышленности страны уже в первой половине наблюдалась тенденция выравнивания темпов роста издержек и потребительских цен, а также уменьшение количества скачков цен на энергоресурсы. Так, если в 1994 году 3 раза наблюдались такие скачки цен, то в 1995 году - только 2 раза.

Инфляция, вызванная внутризкономическими причинами, и инфляция импортированная. Инфляция может быть вызвана развитием внутренних финансово-экономических факторов; она также может быть "импортирована", т.е. обусловлена внешнеэкономическими причинами. Так, увеличение денег в обращении в результате повышения денежных доходов населения является внутренней причиной инфляции. Повышение стоимости импорта товаров и услуг по внешнеэкономическим операциям вызовет рост внутреннего уровня цен и явится внешней причиной инфляции.

На фоне форсирования либерализации ценообразования в республиках СНГ Узбекистан был вынужден ускорить снятие ценовых ограничений. Значительное повышение оптовых и розничных цен произошло в 1992 году, что было вызвано импортом инфляции из республик СНГ прежде всего по причине освобождения цен на энергоносители.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

6.3. Измерение инфляции

Инфляция и инфляционные процессы в экономических системах, проявляющиеся в повышении цен, всегда являются объектом пристального внимания со стороны широких кругов общества. Борьба с инфляцией - одна из основных задач экономической политики правительства и Центрального банка страны. В свою очередь, чтобы проводить успешную и правильную антиинфляционную политику, государственные органы должны определить размеры инфляции или роста цен.

В жизни цены меняются непрерывно, что-то дорожает, что-то дешевеет, да и колебания цен тоже различны.

Поэтому всех всегда интересует вопрос, на какую величину выросли или упали цены отдельных товаров или определенного набора товаров и услуг, называемого рыночной (потребительской) корзиной.

Для измерения инфляции используют специальные экономико-статистические показатели - темпы роста цен (индексы) и темпы прироста цен. Индекс цен представляет относительное изменение их среднего уровня цен за определенный период. Под средним уровнем цен экономисты понимают средневзвешенное значение всех цен на товары определенной совокупности, называемой потребительской корзиной.

Обычно при исчислении индекса цен цены базового периода принимают за 100%, а цены других лет оценивают по отношению к этим 100%. Индекс цен определяется по формуле

$$Ип = \frac{Цтп}{Цбг \times 100\%}$$

где $Ип$ - индекс цен текущего периода (мес., кв., год), $Цтп$ - цены текущего периода, $Цбг$ - цены базового года.

Измерение уровня инфляции с помощью темпов прироста цен определяется по формуле где $Тцп$ - темпы прироста цен

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

текущего периода, Ц_{тп} - цены текущего периода, Ц_{пп} - цены прошлого периода.

$$T_{пц} = \frac{(Ц_{тп} - Ц_{пп})}{Ц_{пп} \times 100\%}$$

Существуют различные виды индексов цен. Следует выделять цепные и базисные индексы цен. Цепные индексы характеризуют соотношение цен каждого последующего периода с предыдущим.

В этом случае говорят, что в феврале цены выросли в 1,15 раза по сравнению с уровнем цен в январе. Базисные, или долгосрочные, индексы характеризуют соотношение цен какого-то периода из динамического ряда с первоначальным, базовым периодом. Мы можем получить значение базового индекса путем перемножения значений цепных индексов. Так, базовый индекс в апреле по отношению к январю составил 195,6 % (1,15x1,26x1,35). Таблица цепных и базовых индексов выглядит следующим образом:

Важное место среди индексов занимает дефлятор ВВП (ВНП). Это индекс цен, в котором потребительская корзина включает все конечные товары и услуги. Данный индекс позволяет сравнивать рост общего уровня цен на основе корзины национального продукта. Дефлятор ВВП исчисляется по следующей формуле:

$$Дввп = \frac{Стп}{Сбп \times 100\%}$$

где Дввп - дефлятор ВВП текущего периода (мес., кв., год),

Стп - стоимость корзины ВВП в ценах текущего периода,

Сбп - стоимость корзины ВВП в ценах базового года.

Анализ инфляционных процессов в Узбекистане показывает, что взаимодействие денежных запасов в обращении и

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Рост цен в ценовых индексах

Месяц	Рост (индекс), %	Рост в коэффициентах
Январь	100	1
Февраль	115	1,15
Март	126	1,26
Апрель	135	1,35
...

динамики цен в начале либерализации цен было неоднозначным. Конечно, влияние растущей денежной массы на инфляцию имело место. Однако сам лавинообразный рост розничных и оптовых цен определял спрос на централизованные кредиты, т.е. был причиной увеличения денежной массы. Таким образом, рост денежной массы был следствием роста цен. Такой процесс объективно был обусловлен реакцией денежного обращения на либерализацию цен. Финансовая политика государственных органов в этот период была ориентирована на

Месяц	Рост (индекс), %	Рост в коэффициентах
Январь	100	1
Февраль	115	115
Март	126	145
Апрель	135	196
...

поддержание и развитие базовых и других приоритетных отраслей народного хозяйства: значительные объемы государственных инвестиций направлялись на укрепление и развитие топливно-энергетического комплекса, золотодобычу, перерабатывающую промышленность, жилищное строительство, мелиорацию земель, расширение экспорта. Такая политика ис-

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ходила из крайней необходимости структурной перестройки этих важнейших отраслей на первом этапе реформ.

Увеличение денежной массы является основным источником инфляции и приводит к тому, что и предприятия, и частные лица получают возможность предлагать большее количество денег за тот или иной товар, тем самым стимулируя рост цен.

Чтобы понять механизм инфляции и то, как правительство может с ней справиться или же, наоборот, усугубить ее некомпетентной политикой, необходимо разобраться в основах экономической концепции денег. Как отмечал лауреат Нобелевской премии экономист Милтон Фридман, "инфляция везде и всегда - явление денежное". Инфляция - это недуг денежной системы. Ее высокие темпы указывают на то, что по той или иной причине правительство выпустило из рук контроль над количеством денег в обращении. Инфляция возникает тогда, когда выпуск денег увеличивается гораздо быстрее, чем выпуск товаров.

Некоторые полагают, что инфляция вызывается недостатком товаров, а отнюдь не избытком денег в обращении. Это неверное представление. Например, в России в 1992 г. объем годового производства сократился на 20%, а цены при сохранении количества денег в обращении должны были подняться приблизительно на 20%. Однако вместо этого в 1992 г. цены в России подскочили в среднем примерно на 1000%. Ясно, что такой рост цен нельзя объяснить сокращением объемов производства на 20%. Анализ изменения объема денежной массы в 1992 г. показывает, что он увеличился почти на 1000%. Поэтому можно сделать вывод, что инфляция возникла не в результате дефицита товаров, а в результате неумеренного выпуска денег.

В современных странах количество денег в экономике определяется правительством. Каждая страна мира (за редким исключением) обладает собственной валютой, контроль над которой осуществляют правительство и Центральный банк этой страны. С помощью многообразных финансовых операций

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

правительство и Центральный банк регулируют денежную эмиссию, а следовательно, уровень инфляции в стране.

Несмотря на то, что только правительство и Центральный банк решают, какое количество банкнот поступит в обращение, все же именно население выбирает - оставить эти банкноты в своем бумажнике или же вернуть их в банковскую систему, сделав необходимые покупки, вложив деньги на банковский счет или купив ценную бумагу.

Эти решения населения наравне с действиями правительства и Центрального банка влияют на объем денежной массы в экономике.

6.4. Антиинфляционная политика

В условиях жесткой денежной политики, важнейшее значение имеет территориальное регулирование денежного обращения.

В условиях Узбекистана каждая область (регион) наделены своим бюджетом, который предусматривает получение наличных средств для выдачи зарплаты, стипендий, пенсий и прочих выплат. Выплаченные деньги должны вовлекаться в обращение путем покупки продуктов питания, одежды, товаров и услуг. Таким образом, массе выплаченных денег должна противостоять соответствующая масса товаров и услуг: спрос и предложение должны находиться в равновесном состоянии.

Однако практика показывает, что во многих регионах республики имеет место недостаток предложения и значительная часть выплаченных денег не возвращается в банки, оседая у населения и представляя отложенный спрос. Поскольку регионом требуется дополнительная денежная наличность, банкноты следует производить регулярно, как правило, один или два раза в месяц, что приводит к эмиссии и вытекающим из нее негативным явлениям.

В чем причина такого явления? Существуют товары, без которых люди не могут обходиться (товары первой необходимости). В их число входит продовольствие, одежда и т.п., на которые тратится в общей сложности примерно 50 % зарпла-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Инфляционная ситуация в Узбекистане в 1991-1995 гг.

С момента обретения независимости Узбекистана, но до введения собственной полноценной национальной валюты экономика страны испытывала небывалый в истории Узбекистана натиск инфляции. Период нахождения в рублевой зоне характеризовался наивысшим уровнем инфляции, который был вызван разрушением хозяйственных связей и импортом российской инфляции.

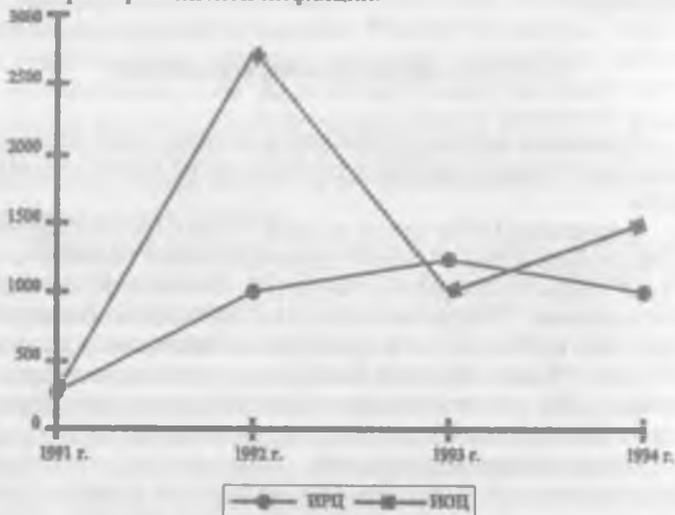


Рис. V.12. Динамика индекса розничных и оптовых цен в Узбекистане

В течение 1992 г. наблюдался преимущественный рост индекса оптовых цен, что было вызвано поставками материалов и оборудования. Рост оптовых цен приводил к росту розничных цен. В течение 1993 г. наблюдалась обратная тенденция в изменении индекса оптовых цен, а индекс рознич-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ных цен продолжал неуклонно расти. К концу 1993 г. годово-вой индекс розничных цен превысил индекс оптовых цен. Влияние падения индекса оптовых цен сказалось на снижении индекса розничных цен с лагом в один год. Однако индекс оптовых цен в течение 1994 г. снова начал расти, что обуславливает неблагоприятную ситуацию для роста индекса розничных цен в 1995 г. Из рис. V.12 видно, что индекс розничных цен продолжал расти в течение всего первого полугодия 1995 г.

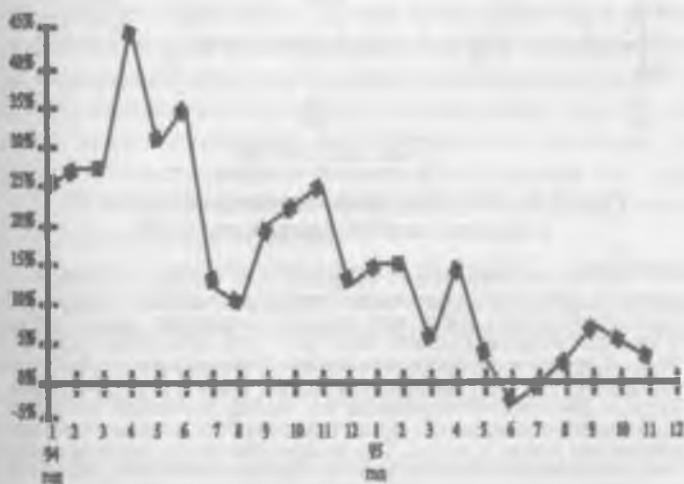
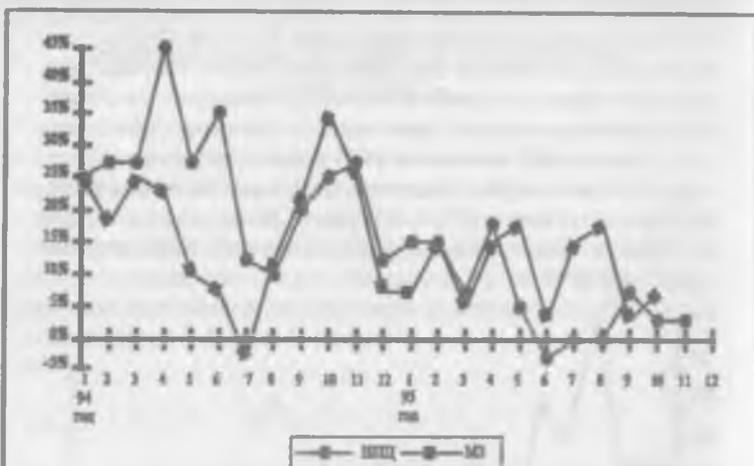


Рис. V.13. Динамика среднемесячных индексов потребительских цен в Узбекистане

По рис. V.13 видно, что проведение жесткой денежно-кредитной политики в 1994 и 1995 гг., направленной на снижение темпов инфляции, позволило в значительной степени обуздать ее и довести среднемесячный уровень во втором полугодии 1995 г. до 2,9%.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



**Рис. V.14. Динамика среднемесячного прироста M_2
и индекса потребительских цен ИПЦ**

Вслед за тенденцией прироста или снижения денежной массы с лагом примерно в один месяц наблюдалась тенденция соответствующего роста или падения инфляции, выраженная в индексе потребительских цен. Лаг - это временной промежуток, в течение которого изменения объемов денежной массы вызывают соответствующие изменения в темпах прироста цен. Если в российской экономике лаг между денежной массой и инфляцией составляет 3-4 месяца, то в Узбекистане этот лаг составляет всего 1 месяц. Это можно объяснить различиями в масштабах экономики государств, территориальными различиями, хотя этот фактор при переходе на современные средства расчета играет все меньшую роль.

Различия в размере лага могут быть объяснены влиянием других немонетарных факторов:

- состояние структуры производства, если она не соответствует требованиям рыночной экономики, так как любое изменение структуры производства, вызывающее сокращение оборота товаров и услуг, действует как инфляционный фактор при данной массе денег в обращении;
- инфляция издержек, к которым в качестве самых важных можно отнести увеличение номинальной заработной платы и цен на сырье и энергию;
- инфляционное ожидание, которое выражается в субъективной "накрутке" производителем или посредником на цену своего продукта с целью компенсации своих будущих возможных потерь от сложившегося уровня инфляции.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ты. Еще 10 % выплаченных денег тратятся на проезд, коммунальные услуги и т. д.

Статистика подтверждает эти данные: на денежный дефицит в республике приходится около 40% - в отдельных регионах именно таков уровень невозврата наличных средств.

Почему люди не тратят остальных денег? Прежде всего потому, что отсутствует предложение, либо товары и услуги не имеют необходимого качества. Анализ показывает, что многие фабрики и заводы отечественного производства выпускают достаточно много продукции. Однако цена их высока, а качество низкое. На складах некоторых предприятий накапливается огромное количество не пользующегося спросом товара, что является настоящим бедствием для экономики. Поэтому первым условием сокращения эмиссии является создание условий для реконструкции и перепрофилирования тех производств, которые производят продукцию, пользующуюся низким покупательским спросом.

Второй большой блок вопросов связан с увеличением объема услуг. Нужно признать, что в результате приватизации многие предприятия социально-бытовой сферы не сумели обеспечить устойчивой работы в рыночных условиях. В результате снизился и без того низкий уровень оказываемых населению социально-бытовых услуг. Для того, чтобы хозяйственные руководители региона могли предметно и результативно заниматься сокращением денежной эмиссии, можно рекомендовать для расчетов следующую формулу:

$$\mathcal{E} = P - S, \quad (1)$$

где \mathcal{E} - эмиссия, P - предложение, S - спрос

При $P > S$, эмиссия отсутствует.

При $P < S$, эмиссия растет.

Рассмотрим факторы влияющие на спрос и предложение.

Спрос S суммарно можно приравнять к общему объему выплат в данном регионе. Обозначив их:

S_1 - заработная плата;

S_2 - стипендии;

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

S_3 - пенсии и пособия;

S_4 - прочие выплаты.

$$\text{Получим } S = S_1 + S_2 + S_3 + S_4 = \sum_1^i S \quad (2)$$

Эта формула позволяет хорошо представить структуру составляющих объема денежной массы.

Общее предложение в основном состоит из массы товаров и массы услуг, которые предлагаются к реализации в данном районе.

Обозначив соответственно:

T - масса товаров; Y - объем услуг.

Получим:

$$P = T + Y \quad (3)$$

Формулу (3) можно использовать для определения объема товаров и услуг в общем объеме.

Если T_1 и Y_1 принять за объемы реализованных фактически товаров и услуг, то $P_1 = T_1 + Y_1$ - будет фактическое предложение.

Разница между P - общим предложением и P_1 - фактической реализацией, обозначенная как P_2 , покажет объем товаров и услуг пониженного спроса:

$$P_2 = P - P_1 \quad (4)$$

Если P_2 имеет большую абсолютную величину и сопоставима с P и P_1 , то производственный сектор региона находится в бедственном положении и необходимы экстренные меры по санации производства.

Однако вернемся к формуле (1). При $S > P$, особенно когда это превышение значительно, эмиссия денег неизбежна. И здесь встает извечный вопрос - что делать? Формула диктует только один вариант - надо наращивать предложение, т. е. резко увеличить значение P .

Для решения этой задачи необходимо осуществление следующих мероприятий:

1. Переоснастить и перепрофилировать действующие в регионе производства для увеличения объема и качества товаров и услуг.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2. Резко увеличить объем нетрадиционных, но необходимых рыночных услуг на селе и в городе.

3. Развивать такую доходную отрасль как, туризм, особенно международный.

4. Широко использовать аукционы по продаже недвижимости, среди которой:

- убыточные производства;
- незавершенные строительством объекты;
- автотранспорт;
- сельхозтехника;
- излишнее оборудование.

5. Выявить и предложить к продаже земельные участки под строительство жилья и личные подсобные хозяйства.

6. Организовать широкую продажу акций в фондовых магазинах.

7. Создавать оптовые рынки (караван-сарай) на магистральных дорогах.

Обозначив вышеуказанные способы увеличения объемов товаров и услуг в предложении, а также те, которые еще могут быть применены в конкретном регионе, получим:

$$T_A = T_1 + T_2 \dots T_n$$

и

$$Y_A = Y_1 + Y_2 \dots Y_n$$

где T_A и Y_A - дополнительный объем товаров и услуг.

Тогда

$$P = (T + Y) + (T_A + Y_A) \quad (5)$$

Варьируя составляющими T_A и Y_A , возможно постепенно ликвидировать денежную эмиссию в регионе.

Проведение антиинфляционных мероприятий должно сочетать долговременную и краткосрочную политику. Долговременная политика включает в себя:

~ - задачу погасить инфляционные ожидания населения, которые нагнетают текущий спрос. Для этого правительство проводит последовательную антиинфляционную политику, стараясь завоевать таким образом доверие населения. Важно стиму-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

лизовать производство, проводить антимонопольные меры, либерализацию цен и другие меры, направленные на эффективное функционирование рынка;

- меры по сокращению бюджетного дефицита за счет совершенствования налоговой системы и снижения расходов государства;

- мероприятия в области денежного обращения, в частности, установление предельно допустимых целевых ориентиров роста денежной массы, жестких лимитов на ежегодный прирост денежной массы;

- нейтрализацию внешних факторов развития инфляции, в частности, уменьшение инфляционного воздействия на экономику путем краткосрочных кредитов и займов правительства за рубежом для финансирования бюджетного дефицита, которые затем конвертируются, и на эту сумму выпускается дополнительная масса национальной валюты.

Краткосрочная антиинфляционная политика направлена на временное снижение темпов инфляции и включает:

- расширение совокупного предложения без увеличения совокупного спроса за счет стимулирования дополнительного производства товаров и услуг, массированного импорта потребительских товаров, продажи большого количества акций предприятий;

- стимулирование страхования и сбережений.

В связи с антиинфляционной политикой остро стоит вопрос об издержках борьбы с инфляцией. С точки зрения интересов общества, борьба с инфляцией может привести к значительным потерям в народном хозяйстве, т. е. росту безработицы и спаду производства.

По некоторым подсчетам, для снижения инфляции на 1% безработица должна быть в течение года на 2% выше своего естественного уровня, при этом реальный ВВП уменьшается на 4% по сравнению с потенциальным. Пытаясь обуздать вышедшую из-под контроля инфляцию, правительства мно-

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

гих стран проводили так называемую политику цен и доходов, главная задача которой сводилась к ограничению роста заработной платы.

6.5. Методы снижения дебиторской задолженности

В странах с переходной экономикой и, в частности, во всех постсоветских государствах, очень серьезным недостатком финансового рынка является проблема неплатежей.

Причинами этого являются:

1. Плохая работа банков.
2. Недостаток оборотных средств у предприятий.
3. Наличие многообразных плохо конвертируемых валют.
4. Недобросовестность и некомпетентность отдельных руководителей, использующих чужие средства.

В Узбекистане используется широкий арсенал средств борьбы с этими явлениями.

I. В целях ускорения банковских платежей практически все основные банки могут работать в компьютерном режиме. Своевременность и правильность платежей контролируется специально созданными расчетными центрами Центрального банка. Но самой главной мерой явилась практика заключения типовых договоров между клиентами и банками, рекомендованными Центральным банком.

Типовым договором предусмотрен минимальный срок платежей в пределах города, области и республики. При нарушении этого срока по вине банка последний сам обязан перечислить штраф за просрочку платежа на счет клиента. А поскольку сумма этого штрафа весьма значительна и не может быть уменьшена, т.к. это запрещено типовым договором, то просрочки платежей резко сократились.

II. Наиболее сложной проблемой является, недостаток оборотных средств. И надо сказать, что и здесь в Узбекистане применяется много различных вариантов погашения дебиторской

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

задолженности, связанной с различными объективными причинами.

Рассмотрим некоторые из них.

Проведение внутриотраслевых зачетов.

1) В результате приватизации в республике созданы хозяйственные объединения в рамках концернов, ассоциаций и т.д. по отраслевому или территориальному признаку. В пределах их взаимодействия и кооперированных поставок возникают задолженности между различными предприятиями, входящими в соответствующую структуру. Периодически между ними проводятся внутриотраслевые зачеты, которые учитываются банками на основании представленных документов. Этот метод позволяет ликвидировать от 10 до 30% взаимной задолженности в зависимости от специфики предприятия.

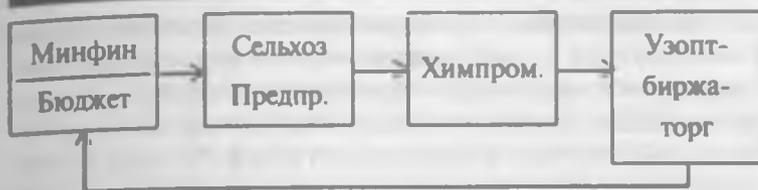
2) Межотраслевые зачеты проводятся по тому же принципу, что и внутриотраслевые, только на уровне различных хозяйственных объединений по предварительному согласованию.

3) Замкнутые цепочки с участием Министерства финансов являются оригинальным решением ликвидации задолженности.

Рассмотрим этот вариант на конкретном примере.

Государственный налоговый комитет РУз выявляет крупный долг республиканской организации "Узоптбиржеторг" по платежам в бюджет. Однако долг этот образован в результате того, что ассоциация "Химпром" не рассчиталась за поставленные "Узоптбиржеторгом" сырье и материалы. В свою очередь "Химпрому" должны организации Минсельхоза, получившие у него удобрения без предоплаты и не имеющие средств из-за сезонного характера сбыта продукции. Часть этой продукции должна быть оплачена из средств госбюджета, т.к. является госзаказом. Рассмотрев подобную цепочку долгов, Минфин принимает решение о фьючерсной оплате части госзаказа сельхозпредприятиям. Но при этом оформляется соглашение, по которому выделенные средства направляются на погашение долгов вышеназванных предприятий по замкнутой цепочке:

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ



Выявление и погашение долгов по аналогичной схеме показало очень высокую эффективность этой системы.

4) Хорошие результаты были получены также при целевой концентрации средств на спецсчете. Чтобы избежать расходования средств на втростепенные нужды, практикуется их зачисление на специальный счет с последующим контролем целевого использования. Например, государство осуществляет предварительное финансирование программ выращивания хлопка и зерна. Авансовые платежи поступают на спецсчет, посредством которого осуществляются обязательные платежи за энергоносители, удобрения, сельхозтехнику и т.д. Этот метод хорош тем, что позволяет предупреждать возникновение задолженности и страхует от недобросовестности руководителей хозяйственных предприятий.

5) Вексельное обращение было введено в Узбекистане в 1995 году и сразу обрело значительный удельный вес во взаиморасчетах. Векселя, выпущенные банками или под их гарантию, удобны прежде всего своей многооборотчиваемостью. Их использование позволило резко сократить дебиторскую задолженность предприятий.

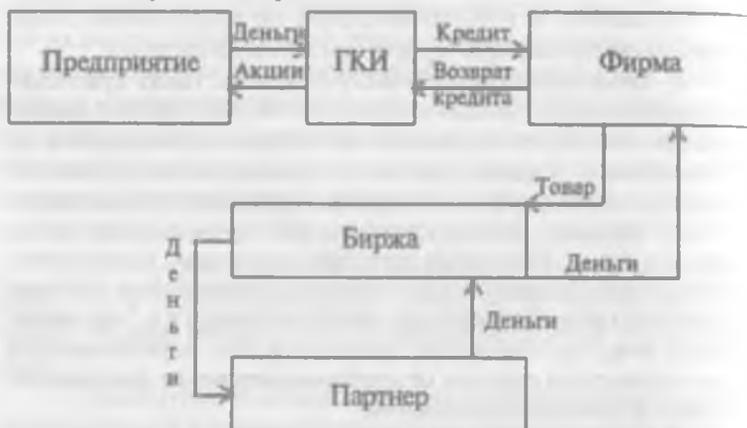
6) Комбинированные зачеты с применением ценных бумаг явились новой формой взаиморасчетов предприятий, причем в роли ценных бумаг могут быть использованы не только государственные, но и банковские обязательства, а также акции.

Например, предприятие намерено купить какие-либо акции у Госкомимущества, но испытывает затруднения с финансами. В то же время у него имеются значительные запасы готовой продукции, которую с удовольствием реализуют подразделения товарно-сырьевой биржи. Однако фирма, желающая это сделать, также испытывает недостаток оборотных средств, хотя знает, кому можно продать продукцию предприятия.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В этой ситуации Госкомимущество предлагает фирме краткосрочный кредит, при помощи которого она закупает продукцию предприятия и через биржу продает на сторону, рассчитываясь за кредит. Предприятие же, получив деньги от фирмы, приобретает желаемый пакет акций. На схеме это выглядит следующим образом:



III. Наличие многообразных валют и низкая конвертируемость их затрудняет денежные расчеты между предприятиями на международном уровне.

Однако и в этом случае есть способы преодоления препятствий.

1. Создание финансово-промышленных групп.

Это современный метод ведения производства и использования государственных льгот для преодоления межгосударственных барьеров.

ФПГ - мощный инструмент экономики, создающий своеобразный способ производства, сочетающий выгоды рыночной и плановой экономики, снижающий межгосударственные и межведомственные барьеры, поднимающий на новую ступень международное разделение труда и способствующий как повышению его производительности и улучшению качества продукции, так и в значительной мере уменьшению вредного

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

воздействия на окружающую среду вследствие использования последних достижений науки и технологии.

ФПГ может быть организована двух типов: межгосударственная ФПГ (Транснациональная компания) и ФПГ между различными предприятиями и организациями внутри одной страны. Основное преимущество может дать транснациональная компания.

ФПГ представляют собой хозяйственные ассоциации, ведущие деятельность на основе объединения капиталов.

В состав ФПН могут входить предприятия любой организационно-правовой формы, независимо от формы собственности, финансов-кредитные учреждения, инвестиционные институты, отдельные предприятия и организации, в т.ч. иностранные.

Отрасли производства, в которых создание ФПГ может принести наибольший эффект - это отрасли, требующие глубокой специализации и значительных финансовых и временных затрат на производство готовой продукции.

В первую очередь это наукоемкие и высокотехнологичные отрасли - авиастроение, автомобиле- и тракторостроение, судостроение, сложные комплексы в сфере телекоммуникаций, производство сложной вычислительной техники, выполнение уникальных проектов - радиотелескопов, раскрытие генома человека - в генной инженерии и т.д.

Основные преимущества ФПГ:

- *международное разделение труда и углубление его специализации;*
- *производство осуществляется в той стране, где это наиболее выгодно;*
- *преодоление межгосударственных барьеров;*
- *высокая мобильность и динамизм;*
- *для производства комплектующих легко найти конкурентного поставщика в любой стране мира.*

Комплектующие для сложной и уникальной техники передаются из одной страны в другую по себестоимости, а прибыль распределяется после реализации готовой продукции, исходя из соответствующих критериев, разработанных самой ФПГ.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- легкость оформления банковских гарантий и проведения платежей.

Благодаря слиянию капиталов и участию финансового капитала упрощаются вопросы оформления банковских гарантий. При поставке партнерами продукции друг другу вопросы оплаты могут быть решены по взаиморасчетам.

Создание ФПГ позволяет резко снизить операции по платежам за счет взаимочета кооперированных поставок и общих финансовых операций.

Проблемы конвертируемости могут быть в значительной мере сняты за счет создания клиринговых центров и счетов.

При клиринговых расчетах национальные валюты в каждой из сторон обслуживают расчеты по клиринговому договору, заключенному между холдинговой компанией с соответствующими клиентами-доверителями (получателями и плательщиками). Главный принцип в том, что деньги - валюта не пересекает границ.

В то же время сопоставимость национальных валют, учет стоимости на основе конвертации должен осуществляться на базе третьей "твердой" валюты, например, на базе доллара США (условная единица расчета), который в данном случае выступает как эквивалент для конвертации национальных валют.

Система предусматривает различные ситуации. Так, например, может измениться стоимость доллара и его покупательская способность (причин очень много). Это приведет к изменению курсов национальных валют по отношению к доллару и, следовательно, к изменению курса между теми валютами, которые используются в той или иной стране, это потребует нового счета для объемов контракта, стоимости взаиморасчетов, услуг, т.е. всей цепочки клиринговых расчетов и сопоставлений.

Может быть такая ситуация, когда в одной из стран повысится курс национальной валюты по сравнению с долларом, что также внесет необходимость пересчета всей клиринговой линии. При этом необходимо иметь в виду, что курсы валют могут быть официальными и рыночными. Это также должно быть предусмотрено в договоре.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

IV. В значительной мере гарантией выполнения договоренностей является создание условий, при которых затруднено использование нечестных методов:

1. Введение частичной или полной предоплаты предохраняет предприятие от возможных неприятностей.

2. Требование гарантий обслуживающим банком также практически, сводит на нет риск при платежах.

3. Составление договоров с серьезной ответственностью и крупными штрафными санкциями заставит руководителя подумать, если у него возникает желание использовать чужие средства.

4. Сбор информации о партнере возможен через представительные организации, посольства, консульства, торгово-промышленные палаты, независимые информационно-аналитические организации.

5. Использование издаваемых на солидном уровне справочников с информацией о потенциальном партнере.

Вопросы для обсуждения

Прочитайте второй раздел и ответьте:

1. Каковы функции Министерства финансов?
2. В чем суть налоговой, антимонопольной и ценовой политики?
3. Что является объектом денежно-кредитного регулирования?
4. Что такое денежно-кредитная политика?
5. Каковы цели денежно-кредитной политики?
6. Что такое спрос на деньги?

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

7. Что происходит, когда Центральный банк покупает у населения большое количество государственных ценных бумаг?
8. Что такое предложение денег?
9. Что такое операции на открытом рынке?
10. Верно ли утверждение, что широкомасштабные операции на открытом рынке, проводимые Центральным банком с целью облегчения доступа к кредиту, понижают общий уровень цен?
11. В чем заключается политика “дешевых денег”?
12. В чем заключается политика “дорогих денег”?
13. Какие цели преследует Центральный банк, продавая большое количество государственных ценных бумаг на открытом рынке?
14. Какие существуют методы воздействия на деятельность банков?
15. В чем суть и отличие административных и экономических методов воздействия на деятельность банков?
16. Какие существуют инструменты денежно-кредитного регулирования?
17. В чем различие между активными и пассивными операциями банков?
18. Чем отличаются прямые операции на открытом рынке от обратных?

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- 10 В чем отличие между рестрикционным и экспансионистским типом денежно-кредитной политики?
- 20 Центральный банк повышает учетную ставку. Ведет ли эта мера к снижению общей величины резервов коммерческих банков? Поясните свой ответ.
- 21 Что такое золотой стандарт?
- 22 Как работает механизм денежно-кредитного регулирования при золотом стандарте?
- 23 Что такое денежная база?
- 24 Что такое банковские резервы?
- 25 Что такое норма резервирования?
- 26 Как резервная норма влияет на денежное предложение?
- 27 Если норма обязательных резервов составляет 100%, то чему равна величина денежного мультипликатора?
- 28 Правильно ли, на Ваш взгляд, следующее утверждение: снижение учетной ставки, используемое в качестве инструмента денежно-кредитной политики, приводит к ограниченному эффекту в связи с тем, что Центральный банк не может прямо контролировать объем ссуд, предоставляемых коммерческими банками. Объясните свой ответ.
- 29 Предположим, что имеются следующие данные по банковской системе: норма обязательных резервов 20%; общая сумма резервов 70 млрд. сумов; депозиты до востребования 50 млрд. сумов. Исходя из приведенных данных, возможное увеличение денежного агрегата M_1 должно составить _____ млрд. сумов.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- 30 При каком условии уменьшение нормы обязательных резервов не окажет существенного влияния на предложение денег в экономике?
- 31 Что такое инфляция? Каковы экономические причины ее возникновения?
- 32 Объясните суть инфляционного налога. Приведите пример такого налога.
- 33 Коротко охарактеризуйте типы инфляции. Как Вы думаете, какой из типов инфляции наиболее обременителен для экономики?
- 34 Как государство может бороться с инфляцией? Всегда ли наличие инфляции в стране однозначно говорит о том, что она испытывает депрессию или застой в экономике? Объясните свой ответ с помощью кривых совокупного спроса и совокупного предложения.
- 35 Каковы особенности инфляционной ситуации в Узбекистане?
- 36 Чем обосновывается то, что кривая предложения показывается в форме вертикальной линии?
- 37 Что происходит с покупательной способностью денег, когда темпы роста инфляции опережают рост номинальных денежных доходов?
- 38 Какое из следующих утверждений о кривой совокупного спроса, выведенной из уравнения количественной теории денег, является неверным:
- для фиксированного предложения денег уравнение количественной теории дает отрицательную зависимость между уровнем цен и объемом выпуска;

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

- кривая совокупного спроса имеет отрицательный наклон;
- движение вдоль кривой совокупного спроса описывает изменения уровня цен и объема выпуска при неизменном предложении денег.

Глоссарий

Аудит - независимая экспертиза и анализ финансовой отчетности хозяйствующих субъектов, уполномоченными на то лицами аудиторами (аудиторскими фирмами) с целью определения ее достоверности и соответствия финансовых и хозяйственных операций законодательным и иным нормативным актам Республики Узбекистан, а также полноты, реальности, соответствия требованиям, предъявляемым к ведению бухгалтерского учета или иной финансовой отчетности. Аудит включает также консалтинг - предоставленные услуг по договору с клиентом.

Банковская маржа - разница между суммой обеспечения, под которую выдан кредит, и суммой выданного кредита.

Депозит - 1. Денежные средства или ценные бумаги, помещаемые для хранения в кредитные учреждения. 2. Денежная сумма или ценные бумаги, вносимые должником в судебные учреждения для передачи кредитору.

Дисконт - 1. Учетный процент в банковской практике, взимаемый банками при учете векселей. 2. В практике валютных и товарных рынков - скидка с курса валюты при срочных наличных операциях. 3. В практике фондовой биржи - разница между номиналом ценной бумаги и ее биржевым курсом в случае, когда последний ниже.

Золотой стандарт - денежная система, при которой золото играет роль всеобщего эквивалента и в обращении находятся золотые монеты, подлежащие свободной чеканке, или разменные на золото знаки стоимости.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Кредитный риск - риск, неуплаты заемщиком основного долга и процентов причитающихся кредитору. Он связан как с просрочкой платежа по вине покупателя вследствие его недобросовестности или неплатежеспособности (коммерческие риски), так и с причинами телитического характера (политические риски)

Гар - разрыв во времени между двумя явлениями или процессами, находящимися в причинно-следственной связи.

Мультипликатор денежный - прирост предложения денег, вызванный увеличением денежной базы на 1 денежную единицу

Неплатежеспособный банк - банк, у которого обязательства по депозитам плюс обязательства по заемным средствам превосходят активы.

Обеспеченная ссуда - ссуда имеющая обеспечение в виде ликвидного залога, реальная стоимость которого равна ссудной задолженности или превосходит ее, либо имеющая банковскую гарантию, гарантию правительства, либо застрахованная в установленном порядке.

Торгетирование - способ реализации хозяйственной политики государства или отдельного предприятия, выражающиеся в выборе какой-либо экономической "тишены", на которую необходимо воздействовать, чтобы достиг определенных результатов, поставленной цели.

Тренд - направление, в котором изменяются цены.

Фискальная (налогово бюджетная) политика - меры, предпринимаемые со стороны правительственных органов по изменению налогообложения и структуры государственных закупок с целью воздействовать на экономику.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Раздел 3.

сновной экономической проблемой для любого хозяйствующего субъекта является поиск и реализация наилучшего, наиболее эффективного из альтернативных путей использования его ограниченных ресурсов.

1.0. Функции финансовых рынков и финансовой системы

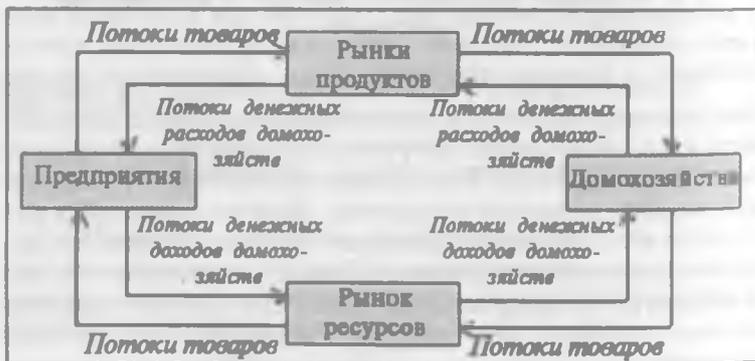
В рамках простого кругооборота решаются три главных вопроса макроэкономики: что производить, сколько производить и как распределять полученные результаты производственной деятельности. В различных экономических системах эти вопросы решаются по-разному. Если на рынке цены управляют использованием ресурсов - говорят о рыночной модели экономического развития. Если же управление использованием ресурсов происходит с помощью политических или административных мер - речь идет о командной или плановой экономике.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

В упрощенной модели кругооборота домашние хозяйства и предприятия взаимосвязаны факторами производства, денежными доходами в виде заработной платы, процентов и дивидендов от прибылей. Предприятия используют рабочую силу, капитал и природные ресурсы для производства товаров и услуг, которые они, в свою очередь, продают домашним хозяйствам. Последние оплачивают товары и услуги с помощью денег, полученных от продажи своей рабочей силы и ссуды своего капитала предприятиям. Таким образом происходит кругооборот ресурсов, продуктов и дохода.

1.1. Рынки ресурсов и рынки продуктов

Встречные потоки товаров и денежных платежей происходят на рынках - рынках факторов производства, или рынках ресурсов, и рынках продуктов. Места, где покупаются и продаются за деньги первичные факторы производства, экономисты называют рынками ресурсов; места, где продаются и покупаются товары и услуги, называются товарными рынками или рынками товаров. На рынках производственных ресурсов спросу на деньги одних участников рынка противостоит спрос на ресурсы или факторы производства других участников, главным образом предприятий. На товарных рынках спросу на деньги, главным образом со стороны предприятий, отвечает спрос на произведенные товары со стороны домашних хозяйств.



Модель кругооборота ресурсов, продуктов и доходов

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

В этом кругообороте можно выделить два потока - поток ресурсов, товаров и поток денежных расходов, доходов. Второе направление очень важно для понимания значения финансовой системы в рыночной экономике. Дело в том, что домохозяйства, как правило, не расходуют весь полученный доход на приобретение товаров и услуг, часть средств они сберегают, т.е. делают сбережения, представляющие отложенный спрос.

Желание сберегать формирует временно свободный запас денег, который может вкладываться в банки и приносить доход в виде процентов. Распространенными формами сбережений домохозяйств являются накопления наличных денег, сберегательные вклады, приносящие (или не приносящие) процентный доход. Следовательно, из потока доходов домохозяйств происходит утечка денежных средств в форме сбережений. Тогда возникает вопрос: каким образом кругооборот ресурсов и продуктов будет балансироваться встречным потоком денежных средств, если постоянно определенная часть последних будет сберегаться?

Другие участники рынка, наоборот, испытывают потребность в текущем потреблении или инвестировании в производство товаров и услуг, строительство или торговлю.

1.2. Кругооборот платежей

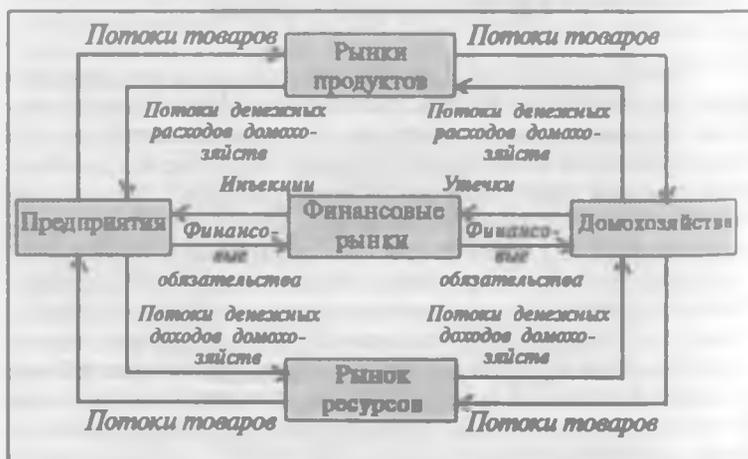
Если домохозяйства в среднем тратят меньше, чем зарабатывают, то предприятия в целом тратят больше средств, чем получают от реализации своих продуктов. Предприятия и государство остро нуждаются в значительных финансовых средствах для обеспечения своих инвестиционных и других расходов. Современные национальные экономические системы испытывают значительные потребности в инвестициях - для строительства крупных заводов, фабрик, других производственных сооружений, аэропортов, коммуникационных и транспортных систем, жилых зданий, школ и т.д. Инвестиции в новейшие виды оборудования и технологий повышают производительность труда, обеспечивают более высокий жизненный уровень в стране. В поисках необходимых финансовых средств хозяйствующие субъекты обращаются за ссудами в банки, выпускают акции и облигации. Сами люди также осуществляют материальные и финансовые инвестиции - поку-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

пают дома, акции и облигации. Если в данный момент у них нет средств или недостаточна сумма, то они тоже становятся клиентами банков. В конечном итоге домохозяйства, предприятия и правительство направляют полученные кредитные средства на текущие платежи по своим обязательствам.

Как видно, из денежных запасов вливаются в поток платежей дополнительные средства, которые называются осудными инъекциями. Таким образом, утечки из потока платежного кругооборота происходят главным образом в форме сбережений домохозяйств, а инъекции в поток платежей осуществляются преимущественно в форме кредитных инвестиций предприятий.

Сбережения населения - это предложение временно свободных финансовых ресурсов. Кредитные инвестиции предполагают спрос на временно свободные финансовые ресурсы. В конечном итоге спрос и предложение кредитных ресурсов определяют появление специфических финансовых рынков, где происходит купля-продажа финансовых ресурсов. Учитывая наличие финансовых рынков в модели кругооборота ресурсов, продуктов и дохода, мы строим более усложненную ее модель.



Модель кругооборота платежей с финансовыми рынками

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Финансовые рынки и финансовые институты, функционирующие на них, составляют финансовую систему страны.

1.3. Функции финансовой системы

Она выполняет ряд важных функций, жизненно необходимых для экономики страны.

Функция сбережения. Система финансовых институтов предлагает населению, предприятиям разнообразные способы денежных сбережений в форме беспроцентных и процентных вкладов, ценных бумаг - депозитных сертификатов, облигаций и акций. Финансовые институты берут на себя обязательство сохранить и приумножить покупательскую способность "временно бездействующих денег" предприятий и домашних хозяйств.

Функция кредитования. Это активная функция финансовой системы. Она тесно переплетается с первой, поскольку кредитный потенциал финансовых институтов, в частности банков, прямо зависит от объема сберегаемых в экономике страны финансовых средств.

Функция обслуживания платежей. В экономике любой страны постоянно и в громадных объемах происходят платежи, связанные с товарными, финансовыми операциями. Хозяйствующие субъекты (предприятия) расплачиваются со своими работниками, выдавая им заработную плату и премии, поставщиками сырья и товаров, платят налоги и другие обязательные платежи и т.д. Все эти расчеты осуществляются посредством разнообразных финансовых инструментов, таких, как платежные поручения, требования, аккредитивы, чеки, векселя, кредитные карточки и т.д.

Функция экономической политики. Центральный банк и правительство, воздействуя на денежно-кредитные и фискальные рычаги финансовой системы, проводит в нужном направлении государственную экономическую политику.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

1.4. Спрос на деньги и предложение денег

Человек, нуждаясь в деньгах для каких-то своих целей, выходит на рынки с целью найти необходимые средства. Какие существуют пути решения его проблемы? Он может выйти на рынок труда и предложить работодателю свою рабочую силу на условиях определенного контракта. В этом случае работодатель может выплатить наемному работнику аванс и продолжать далее выплачивать заработную плату в течение оговоренного в контракте срока. Другой путь: человек может пойти на рынок жилья и предложить свое жилье в качестве временного съёмщикам или арендаторам, получая средства в форме квартирной ренты.

Если человека не устраивают первые два пути получения необходимых денежных средств на рынках ресурсов, то он может продать какую-нибудь домашнюю вещь или изготовленное им самим изделие на рынке товаров.

Наконец, человек может взять кредит у своих друзей, знакомых или в банке. Получение денег на условиях кредита, как правило, требует представления под обеспечение возврата ссуды каких-нибудь активов. Ими нередко служат гарантии, залог в виде недвижимости или ценных бумаг. Заимствование денег широко распространено в экономической деятельности, и в качестве заемщиков выступают разнообразные мелкие и крупные участники рынка - население, частные фирмы, корпорации и т.д. Кредиторами могут быть также хозяйственные институты.

Таким образом, на рынках спрос на денежные активы противостоит предложению денежных активов. Хотя способы получения хозяйствующими субъектами денежных средств для транзакционных или других целей бывают различными, однако основополагающий принцип остается одним и тем же для всех. Все участники рыночного хозяйства выходят на рынки - рынки ресурсов, рынки товаров, рынки денег и капиталов, рынки валюты.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

2.0. Классификация финансовых рынков

2.1. Сбережения, инвестиции и финансовый рынок

Термин "финансовый рынок" является широким понятием. Он представляет собой действительно очень емкую и сложную экономическую категорию, которая описывает систему отношений между собственниками и заемщиками капитала, осуществляющими взаимодействие с помощью определенных финансовых институтов. Для современной экономики финансовый рынок является своеобразным "нервным центром", по уровню его развития можно судить о "здоровье" экономики страны, ибо, воздействуя на финансовый рынок, можно управлять экономической активностью общества.

В условиях нормально развивающейся экономики возникает естественный вопрос, о котором мы уже говорили: как эффективнее распорядиться постоянно возникающими сбережениями?

История человеческого развития знает два наиболее распространенных способа их использования: хранение наличных денег (в "чулках" или во вкладах в сберегательных банках) либо приобретение ценных бумаг.

Значительная часть сбережений совершается семейными "ячейками" общества, а большинство инвестиций в экономику производится хозяйствующими субъектами. Цивилизация выработала определенный механизм с набором институтов, инструментов, который регулирует перемещение этих денежных потоков от первых ко вторым. В качестве такого механизма и выступают финансовые рынки.

2.2. Способы финансирования инвестиций

Основу современного финансового рынка составляют многочисленные финансовые институты или посредники. Это - рынок, где есть продавцы и покупатели, а значит, есть и то-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

вар, который продается и покупается, - деньги и другие финансовые активы. Они могут предоставляться в пользование на время (в форме займов под обязательства) либо навсегда (под акции).

Вместе с тем финансовые рынки питаются из множества разнообразных каналов, по которым денежные средства идут от собственников сбережений к заемщикам. В экономической литературе они разделяются на две основные группы.

К первой группе относятся каналы прямого финансирования, по которым средства перемещаются непосредственно от собственников сбережений к заемщикам. В свою очередь они делятся на два вида: **капитальное финансирование**, по которому предприниматель получает средства в обмен на часть права собственности на нее (обыкновенные акции), и **финансирование путем получения займов**, согласно которому фирма получает средства на обязательство выплатить их в будущем по заранее оговоренному проценту и без получения права собственности на фирму (облигации). Все эти ценные бумаги определяют развитие и функционирование **рынка ценных бумаг**.

К косвенному финансированию относятся все возможные операции вложения средств вкладчиков в финансовые институты: коммерческие банки, страховые и трастовые компании, пенсионные фонды и т. п. Так, финансовые институты, используя средства мелких и крупных вкладчиков, осуществляют финансирование всевозможных проектов. "Косвенность" финансирования заключается в том, что сами вкладчики напрямую в данные проекты свои средства не вкладывают.

Долгосрочные денежные вклады физических и юридических лиц используются финансовыми посредниками для выдачи в качестве инвестиционных кредитов, которые вместе с долгосрочными ценными бумагами подлежат купле-продаже на **рынке капиталов**.

Сбережения не обязательно должны вкладываться только в долгосрочные инвестиции, они могут быть материализованы в ценные бумаги, имеющие весьма короткий срок жизни

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

- краткосрочные казначейские обязательства, векселя и т.п. Вместе с краткосрочными вкладами граждан и юридических лиц и другими элементами денежной массы (см. раздел 17), они образуют денежный рынок.

Денежный рынок является объектом приложения денежно-кредитной политики центрального банка. Он предназначен для торговли активами кредитных учреждений, которые служат в Центральном банке наиболее важными резервами ликвидных средств кредитных учреждений. Таким образом, делая активы дороже или дешевле, увеличивая или сокращая их, Центральный банк оказывает влияние на готовность иных банков к выдаче кредитов, а значит, на размер процентов по кредиту и процентной ставки по вкладам.

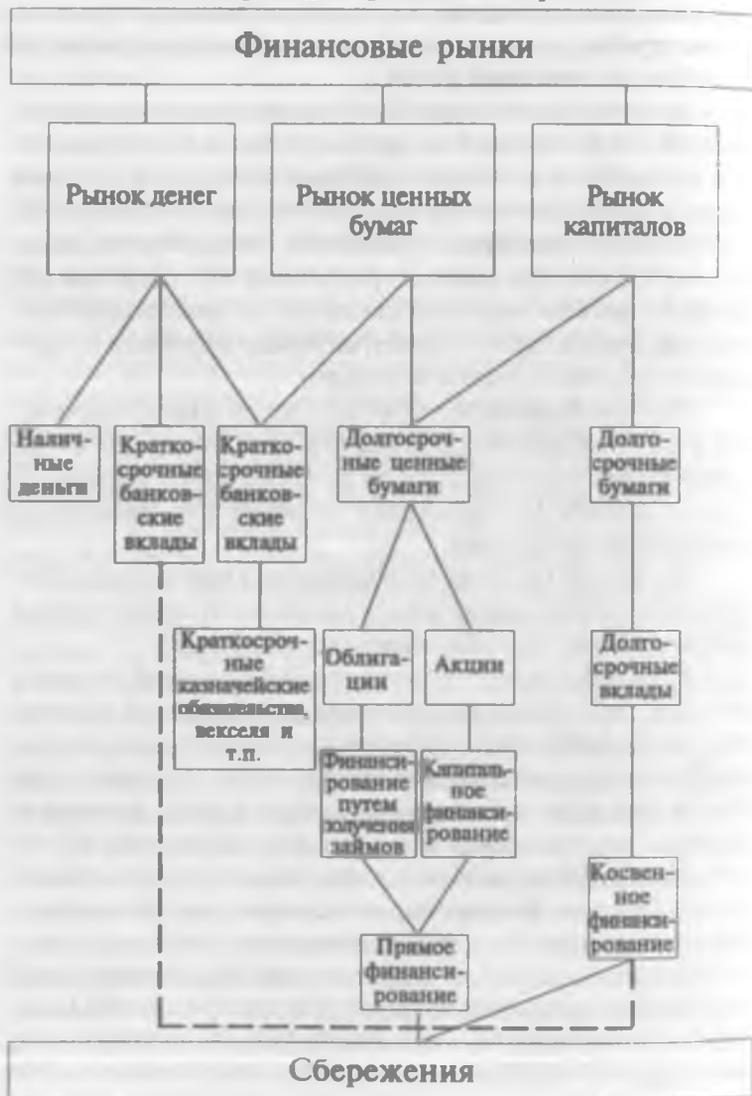
Денежный рынок обеспечивает гибкую подачу наличности в казну государства и дает возможность фирме или физическому лицу получать доход от их временно свободных денежных средств. Без рынка денег не может быть полнокровного финансового рынка.

До сих пор мы объясняли механизмы официальных финансовых рынков, однако наряду с ними могут существовать и неофициальные. Чем обусловлено их появление?

В странах с недостаточно развитой финансовой системой либо там, где наблюдается инфляция или нарушение равновесия платежного баланса, значительная часть финансовых операций может осуществляться именно через неофициальные рынки. Они могут принимать различные формы, начиная от практики предоставления ссуд в сельских местностях и кончая крупномасштабной деятельностью городских внебиржевых рынков, которые функционируют параллельно с официально организованными. Зачастую объектом операций здесь является иностранная валюта. С существованием таких рынков связано решение, например, вопросов денежно-кредитной сферы, платежного баланса, налогообложения, нормативно-правовой базы и др.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Классификация финансовых рынков



◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

3.0. Рынок ценных бумаг

Рынок ценных бумаг зародился на заре развития торгового капитала и в большинстве стран Запада представляет собой одну из наиболее устойчивых и отлаженных частей хозяйственного механизма. Он давно организован в систему биржевой и внебиржевой торговли, в нем существуют свои правила и традиции, иногда с вековой историей.

Появление рынка ценных бумаг в Узбекистане связано с процессами приватизации и акционирования государственных предприятий.

Этот рынок отличается от всех других прежде всего товаром, который на нем обращается, - ценными бумагами. В свою очередь их обращение определяет особый состав участников этого рынка, порядок его функционирования, правила регулирования и т.п.

Рынок ценных бумаг - один из ключевых элементов рыночной экономики. Являясь частью финансового рынка, он служит каналом, аккумулирующим сбережения и преобразующим их в финансовые активы для последующего инвестирования в экономику и совершенствования ее производственного потенциала. Рынок ценных бумаг дополняет систему банковского кредита и взаимодействует с ней. Коммерческие банки, как правило, не предоставляют кредит на срок более 1 года, а рынок ценных бумаг позволяет производителям привлекать значительные денежные средства практически на любой срок и обычно на более выгодных условиях, чем банковский кредит.

Рынок этот, как и любой другой, представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи, где сталкивается спрос и предложение.

Спрос создается предприятиями, корпорациями и государством, которым не хватает собственных доходов для финансирования инвестиций. Бизнес и правительство обычно выступают на рынке ценных бумаг чистыми заемщиками (боль-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ше занимают, чем отодвигают), а чистым кредитором является население, личный сектор, у которого по разным причинам доход превышает суммы расходов на текущее потребление и инвестиции в материальные активы (главным образом, жилье). Задача рынка ценных бумаг - обеспечить возможно более полный и быстрый перелив сбережений в инвестиции по цене, которая бы устраивала обе стороны.

Ценные бумаги появились или по крайней мере известны с незапамятных времен, по меньшей мере с позднего средневековья. В те времена в результате крупных географических открытий значительно увеличились объемы международной торговли и предпринимателям понадобились крупные суммы капитала для расширения своих торговых возможностей.

В те времена лондонские брокеры заключали сделки по ценным бумагам прямо на улице или в маленьких рестораничках. Отсюда и пошло название "уличный" рынок, которое "благополучно" дожило до наших дней.

Общие сведения о государственных ценных бумагах и их рынке.

В современной рыночной экономике одним из основных эмитентов ценных бумаг, как известно, становится государство (чаще всего в лице казначейства). Во всем мире централизованный выпуск ценных бумаг используется в качестве инструмента государственного регулирования экономики, а в более узком плане как рычаг воздействия на денежное обращение и управление объемом денежной массы, средство неэмиссионного покрытия дефицита государственного и местного бюджетов, способ привлечения денежных средств предприятий и населения для решения конкретных задач. Накоплен богатый опыт моделирования и выпуска разнообразных финансовых гособязательств, отвечающих потребностям и запросам различных инвесторов - потенциальных вкладчиков в государственные ценные бумаги.

В распространении и обращении государственных ценных бумаг значительную роль играют коммерческие банки, приобретающие и продающие их на фондовых рынках. Такие банки занимают одно из ведущих мест среди держателей рассматриваемых бумаг (так, в США в конце 80-х годов коммер-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ческие банки были держателями рыночных ценных бумаг федерального правительства на сумму примерно 200 млрд. долл., что составляет около 10% общего объема выпущенных в обращение бумаг). Еще более велика роль коммерческих банков как дилеров, через руки которых проходит значительно большее количество государственных ценных бумаг, нежели аккумулируемое ими как держателями.

Государственные ценные бумаги принято делить на рыночные и нерыночные - в зависимости от того, обращаются ли они на свободном рынке (первичном и вторичном) или не входят во вторичное обращение на биржах и свободно возвращаются эмитенту до истечения срока их действия. Основную часть государственных ценных бумаг составляют рыночные.

К числу государственных ценных бумаг, принятых в мировой практике, относятся следующие.

1. Казначейские векселя - краткосрочные государственные обязательства, погашаемые обычно в пределах одного года со времени их выпуска и реализуемые с дисконтом, т.е. по цене ниже номинала, по которому они погашаются (либо продаваемые по номиналу, а выпускаемые по цене выше номинала).

2. Среднесрочные казначейские векселя, казначейские бонды - обязательства, имеющие сроки погашения от одного до пяти лет, выпускаемые обычно с условием выплаты фиксированного процента.

3. Долгосрочные казначейские обязательства - со сроком погашения до десяти лет и более; по ним оплачиваются купонные проценты. По истечении срока обладатели таких государственных ценных бумаг имеют право получить их стоимость наличными или рефинансировать в другие ценные бумаги. В некоторых случаях долгосрочные обязательства могут быть погашены при наступлении предварительной даты, т.е. за несколько лет до официального срока погашения.

4. Государственные (казначейские) облигации - по своей природе и назначению близки к среднесрочным и долгосрочным казначейским обязательствам (а иногда с ними даже не

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

разграничиваются). Отдельные виды государственных облигаций, в частности, сберегательные облигации, могут распространяться на нерыночной основе.

Ценные бумаги - один из сложнейших видов товаров, и поэтому финансовое посредничество между эмитентами и инвесторами, предоставление услуг по ценным бумагам на фондовом рынке осуществляется профессиональными участниками этого рынка - брокерами, дилерами, инвестиционными компаниями, инвестиционными фондами, банками.

В нашей стране рынок ценных бумаг еще находится на стадии становления. Здесь в основном производится продажа Госкомимуществом Республики Узбекистан на фондовой бирже и через фондовые магазины пакетов акций приватизированных государственных предприятий, предназначенных для свободной реализации. Доминирует первичный рынок ценных бумаг. Вторичный рынок только начинает формироваться.

Основная его задача - стать механизмом аккумуляции свободных денежных ресурсов множества инвесторов и направления их в производственный сектор экономики. Большинство отраслей и предприятий в настоящее время остро нуждаются в притоке инвестиционных ресурсов, которые позволили бы восстановить платежеспособность, модернизировать оборудование, возобновить массовое проектирование и производство новой продукции. Для привлечения необходимых инвестиционных ресурсов предприятия и целые отрасли должны научиться использовать рынок ценных бумаг, его инструменты.

3.1. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг

Инструментами фондового рынка являются ценные бумаги - денежные документы, удостоверяющие имущественные права или отношения займа между выпустившим их лицом и их владельцем, предусматривающие выплату дохода в виде

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

дивидендов или процентов и возможность передачи прав, вытекающих из этих документов другим лицам.

Фундаментальными свойствами ценных бумаг являются обращаемость и ликвидность.

Обращаемость - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также выступать во многих случаях в качестве самостоятельного платежного инструмента.

Ликвидность - способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства (в наличной или безналичной форме), без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию.

Самым распространенным видом ценных бумаг являются акции.

Согласно Закону Республики Узбекистан "О ценных бумагах и фондовой бирже" акция - ценная бумага без установленного срока действия, удостоверяющая внесение юридическим или физическим лицом определенного вклада в уставный фонд акционерного общества, подтверждающая участие ее владельца в собственности данного общества и дающая ему право на получение дивиденда и, как правило, на участие в управлении этим обществом.

Акции свидетельствуют о праве их держателей - акционеров, на соответствующую долю имущества акционерного общества. Акционеры являются, следовательно, коллективными собственниками капитала своего общества. Владение акциями обеспечивает им право получения части прибыли (дивиденда); право голоса при выработке решений на общих собраниях; преимущественное право на приобретение акций данного акционерного общества; право на часть собственности в случае его банкротства.

С точки зрения права собственности и ее передачи, акции подразделяются на **именные** и **предъявительские**.

Основные различия между именными и предъявительскими акциями состоят в том, что переход именной акции от одного владельца к другому предполагает обязательную фик-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

сацию этого процесса в реестре акционеров. Предъявительские акции такой фиксации не требуют. Если по именным акциям их эмитент постоянно имеет надежную информацию о том, кто является их владельцем в настоящее время, то узнать владельца предъявительской акции эмитент может только тогда, когда владелец предъявит соответствующую ценную бумагу.

Акции подразделяются также на **простые (обыкновенные)** и **привилегированные**. Обыкновенные акции свидетельствуют о праве их владельцев на доход (дивиденды) и праве голоса в принятии решений на общих собраниях акционеров. Привилегированные акции дают своим владельцам ряд привилегий:

- дивиденды на них обычно устанавливаются по фиксированной ставке и выплачиваются до выплаты дивидендов по обыкновенным акциям;
- держатели привилегированных акций имеют преимущественное право на определенную долю активов акционерного общества при их ликвидации.

Говоря о цене акции, следует различать:

- номинальную цену, которая указывается на самой бумаге;
- эмиссионную цену, по которой она продается на первичном рынке;
- рыночную (курсовую) цену, по которой она котируется на вторичном рынке ценных бумаг;
- балансовую (книжную) цену, которая определяется на основе финансовой отчетности. Основной характеристикой акции является ее курсовая стоимость (курс акции);
- цена, по которой акция продается на рынке.

Величина курса ценных бумаг во многом определяет такой важный показатель экономического состояния, как капитализация.

Другим наиболее распространенным видом ценных бумаг являются облигации.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Облигация - ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему свою номинальную стоимость в предусмотренный срок, с выплатой фиксированного процента.

Организация, выпустившая облигации (эмитент) выступает в роли заемщика денег, а покупатель облигации (инвестор) - в роли кредитора.

Основные отличия облигации от акции:

- приносит доход только в течение указанного на ней срока;
- обычно приносит ее владельцу доход в виде заранее установленного процента;
- облигация акционерного общества не дает права выступать ее владельцу в качестве акционера данного общества, то есть не дает права голоса на собрании акционеров.

Приобретение облигаций считается делом менее рискованным, чем покупка акций. В случае разорения компании владелец облигации имеет право на погашение задолженности прежде, чем обладатель не только обычной, но и привилегированной акции.

Облигации выпускаются следующих видов:

- облигации внутренних государственных и местных займов;
- облигации предприятий.

Они могут выпускаться обыкновенными и выигрышными, процентными и беспроцентными (целевыми), свободно обращающимися или с ограниченным кругом обращения.

Как ценная бумага облигация имеет свою номинальную стоимость, отражает сумму займа, предоставленного инвестором эмитенту. Номинал для облигации играет значительно большую роль, чем для акции, так как определяет величину получаемого дохода, фиксированную в процентах к номиналу, и, следовательно, оказывает большее влияние на формирование рыночной цены облигации.

Акции и облигации называют **инвестиционными** ценными бумагами. На фондовом рынке обращаются и другие виды

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ценных бумаг: казначейские обязательства, депозитные сертификаты, векселя, а также производные ценные бумаги - опционы, варранты и др.

Казначейские обязательства - вид ценных бумаг на предъявителя, удостоверяющие внесение их владельцами денежных средств в бюджет и дающие право на получение фиксированного дохода в течение всего срока владения этими бумагами.

Различают долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные казначейские обязательства. Долгосрочные обязательства обращаются от 5 и более лет, среднесрочные - от одного года до 5 лет, краткосрочные выпускаются на 3, 6 и 12 месяцев. Казначейские обязательства отличаются от облигаций большей гибкостью и разнообразием условий получения дохода.

Выплата дохода по долгосрочным казначейским обязательствам может осуществляться ежегодно по купонам или при погашении обязательств путем начисления процентов к номиналу, но без ежегодных выплат.

Доходы держателям среднесрочных казначейских обязательств выплачиваются путем начисления процентов к номиналу без ежегодных выплат при их выкупе в зависимости от срока, прошедшего от выпуска обязательства до его погашения.

Краткосрочные казначейские обязательства не имеют купонов и погашаются путем выкупа, включая выплату начисленных по ним процентов.

Депозитный сертификат - это свидетельство банка-эмитента о вкладе денежных средств, удостоверяющее право вкладчика или его правопреемника на получение по истечении установленного срока суммы вклада и процентов по нему. В случае досрочного предъявления сертификата к оплате его владельцу выплачивается нарицательная стоимость сертификата и начисляется процент по пониженной ставке. Выпуск этих ценных бумаг осуществляется банками.

Сертификаты могут быть **именные** и **на предъявителя**. Уступка права требования по сертификату на предъявителя осу-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

шествляется простым вручением этого сертификата. По именному сертификату уступка права требования означает установление двустороннего соглашения с одной стороны - лицом, уступающим свои права, с другой - лицом, приобретающим эти права.

Владельцы сертификатов могут продать их на вторичном рынке. Возможность свободной продажи делает депозитные сертификаты не только доходными, но и высоко ликвидными инструментами.

Вексель - ценная бумага, удостоверяющая безусловное обязательство векселедателя уплатить по наступлении указанного в ней срока определенную сумму денег владельцу векселя (векселедержателю). Их вправе выпустить любое платежеспособное предприятие. Вексель может продаваться, выдаваться в качестве кредита и использоваться как платежное средство в конкретной сделке купли-продажи.

Векселя в основном выдаются на короткий срок (до одного года).

Различают два вида векселей: **простой** и **переводной**. Под переводным векселем понимается письменный документ, содержащий безусловный приказ одного лица (векселедателя), обращенный к другому лицу (плательщику), об уплате определенной денежной суммы определенному лицу (первому получателю) либо по его приказу в установленный срок, либо по требованию. Переводной вексель применяется, когда в сделке участвуют 3 лица: поставщик (кредитор), покупатель (должник) и плательщик по векселю.

Простой вексель является письменным документом, содержащим безусловное обязательство одного лица (векселедателя) уплатить другому денежную сумму определенному лицу (первому получателю) либо по его приказу в установленный срок, либо по требованию. Простой вексель используется, если в сделке участвуют 2 лица: поставщик (кредитор) и покупатель (должник).

С помощью индоссамента (передаточной надписи) как простой, так и переводной вексель может передаваться другим

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

лицам, не участвующим в первой сделке. Возможность переуступить право требования по векселю широкому кругу лиц делает вексель не только орудием кредита, но и удобным средством платежа.

Опцион как производная ценная бумага обеспечивает право на покупку или продажу других ценных бумаг по определенной цене в течение определенного периода времени или на определенную будущую дату.

Опционы оказывают поддержку развитию дилерских операций на рынке ценных бумаг, сдерживаемых небольшими, как правило, размерами капитала брокерских фирм.

Существуют два основных вида опционов: опцион на покупку ценной бумаги и опцион на продажу.

Опцион покупателя дает право, но не обязательство его владельцу купить определенный контракт по соответствующей цене в любое время в течение срока действия этого опциона. Опцион продавца дает право, но не обязательство продать определенный контракт по соответствующей цене в любое время в течение срока действия этого опциона.

В мировой практике с точки зрения сроков исполнения опционы подразделяются на два типа: европейский и американский.

Европейский опцион - опцион, исполнение которого допускается только на согласованную будущую дату.

Американский опцион - опцион, исполнение которого допускается в любой момент до и на согласованную будущую дату.

Опционные контракты (срочные сделки с премией) получают все большее распространение на рынке ценных бумаг и прежде всего на фондовых биржах.

Они отличаются рядом существенных особенностей:

- момент исполнения по опционной сделке отделен от времени ее заключения определенным промежутком, зафиксированным в самом договоре;
- сторона, уплатившая премию, вправе либо исполнить свое обязательство, либо отказаться от выполнения;

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

• договор заключается, как правило, в отношении стандартного количества товара.

Предметом договора являются различные фондовые ценности, в частности, опционы используются при торговле акциями, денежными средствами и валютой.

Срок - существенное условие опционного договора. Прежде всего это касается срока погашения (ликвидации) опциона (когда одна из сторон может потребовать исполнения обязательств от другой стороны).

Важным условием опционного договора является порядок извещения держателем опциона о готовности принять исполнение от надписателя. Такое извещение может быть сделано в ходе биржевых торгов через маклера, по почте или иным образом.

В случае, если держатель (владелец) опциона не известил о готовности принять исполнение в срок, установленный договором, он считается истекшим и держатель опциона теряет право требовать передачи ему предмета договора.

Существенным элементом опционного договора является наличие в нем условия о возможной смене участников. В договоре сторонами специально оговаривается, что права и обязанности могут быть переуступлены любому лицу (или только члену данной биржи) без дополнительного согласия другой стороны.

Варрант - ценная бумага, обладатель которой получает право покупки ценных бумаг по установленной цене в течение определенного периода времени или бессрочно. Варрант обращается на рынке ценных бумаг подобно акциям. За рубежом выпускают сертификаты "варранта" обычно на предъявителя и торгуют ими на рынке до начала периода подписки на акции нового выпуска или облигации, а иногда и во время подписки.

3.2. Выпуск и первичное размещение ценных бумаг

Выпуск ценных бумаг в обращение путем продажи их первым владельцам (инвесторам) - юридическим и физичес-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ким лицам называется эмиссией. Эмиссия может быть первичной и повторной (вторичной и т.д.).

Первичная эмиссия ценных бумаг осуществляется:

- при учреждении акционерного общества путем преобразования существующего предприятия или создания нового;
- при привлечении заемного капитала юридическими лицами, государством, органами государственной власти путем первых выпусков облигаций и иных долговых обязательств.

Повторная эмиссия ценных бумаг осуществляется акционерными обществами, государством, органами государственной власти путем дополнительного выпуска акций, облигаций или иных долговых обязательств. Дополнительный выпуск используется акционерными обществами для повышения эффективности управления капиталом. В зависимости от цели управляющего воздействия на акционерный капитал осуществляется выбор вида повторной эмиссии - определенной разновидности акций или облигаций.

В случае, если задачи управления капиталом требуют повышения доли собственных средств, может быть принято решение об увеличении уставного фонда и дополнительного выпуска акций.

Если возникает необходимость быстрого привлечения заемных средств - выпускаются облигации. Если принимается решение постепенно увеличить число акционеров, выпускаются конвертируемые облигации с последующим обменом их на обычные акции.

Когда необходимо расширить финансирование, но сохранить контроль над акционерным обществом, прибегают к выпуску облигаций или неголосующих акций.

Если интересы управления требуют поддержки рыночного курса ранее выпущенных ценных бумаг, то можно приступить к дроблению или, наоборот, к консолидации акций.

В мировой практике механизм первичного размещения ценных бумаг сложился следующим образом: обычно формируются предложения со стороны предприятия - эмитента фирмам-посредникам, организуется частное или публичное размещение ценных бумаг.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Закрытое (частное) размещение происходит без публичного объявления, без проведения рекламной компании, публикации и регистрации проспекта эмиссии и среди заранее известного ограниченного круга инвесторов.

Открытое (публичное) размещение ценных бумаг среди потенциально неограниченного круга инвесторов сопровождается публичным объявлением, проведением рекламной компании и регистрацией проспекта эмиссии, который должен содержать достаточно полную информацию об эмитенте.

Эмитенты могут реализовать свои ценные бумаги самостоятельно, за комиссионное вознаграждение через банки, инвестиционные компании и финансовых брокеров.

Для того чтобы быстро и эффективно провести открытое размещение ценных бумаг, эмитентом обычно привлекается фирма-посредник, которой могут быть инвестиционные компании и финансовые брокеры. Они берут на себя обязательства прилагать все усилия по продаже ценных бумаг от имени эмитента сторонним инвесторам, а также могут принять на себя обязательства по выкупу недораспределенной части выпуска.

Посредник может также взять на себя обязательства по выкупу за свой счет всего выпуска ценных бумаг по фиксированной цене с целью дальнейшей перепродажи их сторонним инвесторам или недоразмещенной ими среди сторонних инвесторов в течение оговоренного срока части выпуска ценных бумаг. Совокупность этих операций называется **андеррайтингом**.

В мировой практике андеррайтинг представляет собой гарантию эмитенту в том, что в результате продажи ценных бумаг он получит минимальную, но определенную сумму денег. Это позволяет эмитенту быть уверенным, что все предлагаемое к выпуску количество акций будет продано. За рубежом крупные эмитенты обычно поручают процедуру размещения ценных бумаг инвестиционным банкам, которые образуют специальные синдикаты для распространения выпуска.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

При первичном размещении ценных бумаг эмитент и гарант выпуска - инвестиционный институт, производящий по соглашению с эмитентом продажу ценных бумаг их первым владельцам, обязаны обеспечить каждому покупателю возможность ознакомления с условиями продажи и проспектом эмиссии до момента покупки этих бумаг.

В нашей стране при размещении акций приватизированного государственного предприятия роль проспекта эмиссии выполняет сам План приватизации Госкомимущества Республики Узбекистан. Если создается новое акционерное общество или им производится дополнительный выпуск ценных бумаг, то необходима регистрация проспекта эмиссии в Министерстве финансов Республики Узбекистан.

Проспект эмиссии должен содержать данные о самом эмитенте, предлагаемых к продаже ценных бумагах, процедуре и порядке их выпуска и другую информацию, которая может повлиять на решение о покупке этих ценных бумаг или об отказе от такой покупки.

Информацию, включаемую в проспект эмиссии условно можно разбить на три группы.

В первую группу должны включаться сведения о статусе юридического лица, полное и сокращенное наименование эмитента, юридический адрес, банковские реквизиты, структура органов управления, список членов органа управления и исполнительного органа, их имена и фамилии, перечень всех филиалов и представительств эмитента, а также перечень всех предприятий, банков, фирм, организаций и других юридических лиц, которые владеют частью собственных средств акционерного общества. Здесь же указывается вид деятельности, собственный капитал, оборотный, прибыль, задолженности на дату принятия решения о выпуске ценных бумаг.

Во вторую группу сведений, включаемых в проспект эмиссии, входят данные о финансовом состоянии эмитента. При повторных эмиссиях - это бухгалтерские балансы за последние три завершённых финансовых года либо за каждый завершённый период с момента образования, бухгалтерский баланс

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

на конец последнего квартала перед принятием решения о выпуске ценных бумаг, полные отчеты об использовании прибыли за последние три завершающихся года либо за каждый завершающийся период с момента образования.

Все данные о финансовом состоянии должны быть подтверждены аудиторской проверкой. Особое внимание уделяется сведениям об административных и экономических санкциях, налагавшихся на эмитента органами государственного управления, судом, государственным арбитражем в течение трех лет до момента принятия решения о выпуске ценных бумаг.

К третьей группе относятся общие сведения о ценных бумагах: их вид, объем выпуска, номинал одной ценной бумаги, порядок выпуска (здесь указываются даты принятия решения о выпуске, орган, принявший такое решение, дата окончания процесса распространения ценных бумаг), порядок оплаты, данные о получении доходов (размер процентов по привилегированным акциям и облигациям, порядок определения размера дивиденда, периодичность платежей и т.д.).

Органы, регистрирующие выпуск ценных бумаг, несут ответственность за полноту сведений, содержащихся в проспекте эмиссии, но не отвечают за их достоверность. Ответственность за достоверность сведений несет эмитент.

Процедура регистрации выпуска акций приватизированных государственных предприятий в Республике Узбекистан подробно изложена в утвержденном 16 июня 1995 г. Минфином РУз и Госкомимуществом РУз документе "Порядок регистрации выпуска в обращение акций акционерных обществ открытого типа, созданных в результате преобразования государственных предприятий".

Регистрация выпуска акций и проспекта эмиссии акционерного общества, созданного в результате преобразования государственного предприятия, при осуществлении первичного выпуска акций, производится Центром по координации рынка ценных бумаг Госкомимуществва Республики Узбекистан.

Реализация акций, предназначенных для свободной продажи, осуществляется Главным биржевым управлением Гос-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ком имущества РУз путем выставления их на биржевые торги, продажи через фондовые магазины и национальному инвестиционному фонду приватизации, а также путем аукционной продажи опционов.

3.3. Обращение ценных бумаг: виды рынков

Под обращением ценных бумаг понимается их купля-продажа, а также другие действия, предусмотренные законодательством, приводящие к смене владельца ценных бумаг.

Ценные бумаги обращаются на первичном и вторичном рынках.

На первичном рынке продаются и покупаются ценные бумаги новых выпусков, на вторичном обращаются ранее выпущенные ценные бумаги. На первичном рынке ценные бумаги продаются, а на вторичном перепродаются.

На первичном рынке ценных бумаг осуществляется эмиссия государственных и муниципальных облигаций, а также акций и облигаций, которые выпускаются различными акционерными компаниями, как финансового, так и нефинансового профиля.

Важнейшей функцией первичного рынка является полное раскрытие информации об эмитенте, позволяющее инвестору сделать обоснованный выбор вида ценной бумаги для вложения денежных средств.

Непосредственными инвесторами на первичном рынке ценных бумаг обычно выступают инвестиционные и коммерческие банки, инвестиционные фонды, компании, институциональные инвесторы, приобретающие непосредственно или с помощью биржевых фирм и инвестиционных банков акции и облигации.

Основное назначение вторичного рынка - свести продавцов и покупателей ценных бумаг, обеспечить свободный и быстрый перелив капитала в наиболее эффективные сферы деятельности.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Справочный материал

Фондовый рынок в Узбекистане развивается в соответствии со стройной концепцией, основу которой составляет соблюдение интересов инвесторов. Сегодня в республике действуют около 35 нормативных актов, непосредственно регулирующих фондовый рынок. В стране насчитывается более 4 тысяч акционерных обществ, свыше 130 инвестиционных институтов, имеющих лицензии Центра по контролю за функционированием рынка ценных бумаг. Сегодня в стране создан первичный рынок ценных бумаг. Вторичный рынок, когда ценные бумаги приобретают ликвидность за счет постоянной смены их владельцев, еще не сформировался. Но, несмотря на это, инфраструктура фондового рынка в общих чертах уже сложилась. Она в соответствии с нашим законодательством включает инвесторов, поставщиков капитала, эмитентов - его потребителей и посредников - брокеров, дилеров, консультантов. Действуют Республиканский центр координации рынка ценных бумаг, Республиканская фондовая биржа, Национальный депозитарий, Национальный инвестиционный фонд, Агентство по информации, консалтингу и аудиту.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Важнейшая черта вторичного рынка - его ликвидность, т.е. способность поглощать значительные объемы ценных бумаг в короткое время, при небольших колебаниях курсов и при низких издержках на реализацию.

Вторичный рынок ценных бумаг имеет чрезвычайно важное значение для развития экономики любой страны. Именно он обеспечивает свободный переток финансовых средств между хозяйственными единицами. Эти бумаги фактически представляют резервный капитал фирмы и при недостатке финансовых средств она может продать часть ценных бумаг, которые имеются в ее активе, на вторичном рынке.

Перепродажа ценных бумаг на вторичном рынке не изменяет общий капитал хозяйственных субъектов, так как бумаги просто переходят от одного держателя к другому. Капитал - заемный или собственный - возрастает, когда фирмы осуществляют новые выпуски ценных бумаг. Таким образом, первичный рынок способствует росту капитала и рациональному распределению источников нового финансирования, а вторичный - обеспечивает гибкость и быстроту перемещения финансовых средств, существенно облегчая структурную реорганизацию экономики.

Организации, нуждающиеся в капитале и выпустившие для продажи какие-либо активы, поручают обычно их распространение посредникам - банкам, а также многочисленным частным финансовым организациям. Иногда предприятия выполняют это сами, распространяя акции по подписке. К примеру, если предприятие приватизировано самим коллективом, то новые акции расходятся часто только среди "своих" акционеров.

Эта начальная продажа ценных бумаг самым первым покупателям и есть первичный рынок. В дальнейшем каждая акция или облигация неоднократно сменит владельца, но это уже не будет касаться организаций-эмитентов (выпускающих), а будет осуществляться на вторичном рынке.

Особенностью развития рынка ценных бумаг в настоящее время в нашей республике является абсолютное преобла-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

дание первичного рынка ценных бумаг, вторичный рынок пока еще не сложился.

Ценные бумаги обращаются как на биржевом, так и внебиржевом ("уличном") рынках.

Биржевой рынок исчерпывается понятием фондовой биржи как особого институционально организованного рынка, на котором обращаются ценные бумаги наиболее высокого качества и операции на котором совершают профессионалы. Принципы организации и функционирования фондовой биржи будут рассмотрены ниже.

На внебиржевом рынке сделки осуществляются:

а) с незарегистрированными на бирже ценными бумагами;

б) с зарегистрированными на бирже ценными бумагами через посредников. При этом участники стремятся обойти довольно высокие ставки комиссионных, которые устанавливают фондовые биржи. Осуществляя сделки по купле-продаже крупных партий ценных бумаг с фирмами, не являющимися членами фондовых бирж, они одновременно получают значительную экономию на комиссионных и избегают дестабилизации курсов на фондовых биржах;

в) минуя посредников - через компьютерную систему.

Внебиржевому рынку принадлежит важное место в обслуживании оборота ценных бумаг. Он является одновременно и соперником фондовых бирж, и их дополнением. Например, в торговле облигациями внебиржевой рынок дополняет биржевой механизм, в торговле акциями биржи и внебиржевой рынок являются конкурентами.

Внебиржевой рынок, можно разделить на стихийный и дилерский.

Стихийный рынок ценных бумаг характеризуется тем, что правила заключения сделок, требования к ценным бумагам и к участникам не установлены, торговля осуществляется произвольно в частном контакте продавца и покупателя. Системы распространения информации о совершенных сделках не существует.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

На дилерских рынках продавцы объявляют о ценах предложения и порядке доступа к местам покупки ценных бумаг. Те из покупателей, кто согласен с ценовыми предложениями и другими условиями инвестирования заявляют о своих намерениях и приобретают ценные бумаги (например, безналичными перечислениями или взносом наличными деньгами в пункте распределения ценных бумаг). Продавцы обязаны совершать сделки с любым лицом по цене которую объявили. Открытой конкуренции между продавцами или между покупателями нет.

В свою очередь дилерские рынки можно организовать на основе следующих видов предложений ценных бумаг:

- локализованного (например, назначается несколько локальных мест продажи за наличные);

- распределенного (создание распределенной сети из рыночных мест по категории инвесторов, ценных бумаг, форм оплаты);

- продленного (например, создается постоянное предложение различных видов ценных бумаг в филиальной сети коммерческого или сберегательного банка. Клиенты обращаются в эту сеть за совсем другими услугами - по кредитованию, расчетам и т.п., однако есть вероятность, что часть из них приобретет и ценные бумаги).

В странах с развитой рыночной экономикой практически все ценные бумаги, почти все облигации и значительная часть акций (в особенности малоизвестных корпораций) первоначально поступают на "уличный" рынок. Только после того как акции будут там распространены дилерами и тем самым будут получены доказательства их удовлетворительного размещения, решается вопрос о приеме акций к продаже на бирже.

Внебиржевой рынок начал формироваться и в нашей республике. В настоящее время он представлен сетью фондовых магазинов, создающих при брокерских конторах, инвестиционных компаниях, Национальном инвестиционном фонде приватизации и его филиалах.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Характеристики ценных бумаг. Все инвесторы - индивидуальные и институциональные - стремятся достичь определенных целей, помещая свои сбережения в те или иные виды ценных бумаг. Основными целями инвестором являются: безопасность, доходность, рост и ликвидность вложений. Доходность, риск, безопасность и ликвидность являются основными характеристиками ценных бумаг.

3.4. Доходность ценных бумаг

Доход от инвестирования в ценные бумаги состоит:

- для казначейских билетов, депозитных и сберегательных сертификатов, облигаций и привилегированных акций - из фиксированного процента, выплачиваемого по истечении определенного срока;
- для простых акций - из дивиденда и прибыли, получаемой владельцем от разницы их курсовой стоимости на момент покупки и момент продажи.

Дивиденд является частью чистой прибыли акционерного общества, т.е. прибыли, которая остается в его распоряжении после того, как оно рассчитывается со всеми кредиторами и заплатит налоги в госбюджет. Другая часть чистой прибыли образует так называемую нераспределенную прибыль, которая может использоваться акционерным обществом для развития производства, финансирования капитальных вложений, создания резервного и других фондов.

Чистая прибыль, направляемая на выплату дивидендов, распределяется между акционерами пропорционально числу и виду принадлежащих им акций.

Предварительная величина дивиденда устанавливается Советом директоров акционерного общества и рекомендуется им для утверждения на общем собрании акционеров. Общее собрание также решает вопрос о разделении чистой прибыли на дивиденды и нераспределенную прибыль.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Акционерное общество может совсем не выплачивать дивиденды, направляя всю прибыль на расширение производства ради будущих доходов акционеров.

Как средний вариант между выплатой дивидендов деньгами и участием в автоматическом реинвестировании представит выплата дивидендов акциями. К такой форме расчетов с акционерами на Западе прибегают время от времени быстро растущие компании, направляющие значительную долю прибыли на накопление. Преимущество для компании здесь состоит в том, что наличные средства сберегаются для расширения бизнеса. Акционер же получает дополнительные акции, которые он может продавать если нуждается в наличных.

Доход по облигациям обычно ниже дохода по другим видам ценных бумаг, прежде всего дохода по акциям, однако изменения курса облигаций в значительной мере зависят от ситуации на рынке и в экономике. Поэтому облигации являются основным объектом инвестиций для коммерческих банков и других крупных хозяйствующих единиц, заботящихся не только о доходности, но и надежности своих вкладов.

Суть ценности облигации можно продемонстрировать на следующем условном примере. Допустим, что в экономике количество денег или предложение денег (с которым мы знакомим Вас позже) составляет 200 млрд. сумов. Через некоторое время оно упало до 150 млрд. сумов, т.е. количество требуемых денег теперь превышает количество предложенных на 50 млрд. сумов при прежней ставке выплат по облигациям в 5%. Как будут вести себя покупатели? Они попытаются приспособиться к нехватке денег путем продажи некоторых финансовых активов, в нашем случае - облигаций. Коллективная попытка получить больше денег, продавая облигации, увеличивает их предложение и собьет таким образом цену на облигации. Так выводится общее правило: понижение цен на облигации увеличивает процентную ставку.

Например, возьмем облигацию, номинальная стоимость которой 1000 сумов при постоянном процентном платеже по ней в 50 сумов. Таким образом, ежегодная ставка выплаты по облигации составляет 5%: 50 сум./1000 сум.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

1.

Справочный материал

“Рейтинговые обычаи” общеизвестных оценочных фирм

“Кэнэдиен бонд рейтинг сервис” выставляет такие оценки корпоративным облигациям:

A++ - высшее качество; данные бумаги дают максимальную безопасность как по самому долгу, так и по проценту. Таким рейтингом обладают обычно ценные бумаги крупных национальных и транснациональных компаний, являющихся общепризнанными лидерами в своих отраслевых сегментах. Такие компании обычно уже знают “амортизаторы” при колебаниях рыночной конъюнктуры и имеют безупречную репутацию на мировых товарных рынках;

A+ - очень хорошее качество; уровень этих ценных бумаг приближается к первым, однако отношение выручки к долгу у данных компаний ниже, чем у компаний, рассмотренных выше;

A - хорошее качество; бумаги, претендующие на долгосрочный инвестиционный характер. Однако позиции этих компаний не столь безукоризненно устойчивы. Нет полной уверенности в том, что нынешнее финансовое положение компании незыблемо;

B++ - среднее качество; облигации считаются инвестиционным товаром среднего качества;

B+ - качество ниже среднего.

B - плохое качество.

C - спекулятивные облигации. Компании, их выпустившие, очень молоды и нет уверенности в благоприятности их продвижения.

D - дифлот. Выплата процента прекращена из-за несоблюдения условий траст-договора (договора - доверия). Компания может находиться на стадии ликвидации.

/S/ - рейтинг изъят. Такие компании испытывают серьезные финансовые трудности и их будущее весьма неопределенно.

Акции в отличие от облигаций требуют более тщательного анализа, при этом рейтинг акций, в первую очередь привилегированных, отражен в листинге акций, допущенных в обращение на бирже. Упомянутая нами фирма проводит рейтинг привилегированных акций по следующей шкале:

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

II. P+ - "супер"; Данные акции непосредственно защищены либо материнской компанией, либо высоколиквидными ценными бумагами. Даже в случае ликвидации такой компании держатели акций всегда вернут вложенные средства;

P₁ - высшее качество, компания имеет большую способность к выплате дивидендов;

P₂ - очень хорошее качество;

P₃ - хорошее качество, акции защищены, но в случае экономического спада могут дать "сбой";

P₄ - умеренное качество;

P₅ - спекулятивные, нет никакой уверенности, что компания может защитить их.

Рейтинг на республиканской фондовой бирже "Тошкент"

Процедура допуска ценных бумаг выглядит следующим образом. Эмитент обращается на биржу с заявлением о включении его ценных бумаг в определенный раздел списка. Поскольку рынок ценных бумаг в республике находится на начальном этапе своего развития, все эмитенты подразделены только на 4 группы:

1) список "А" - эмитенты, отвечающие требуемому биржей уровню соответствующих показателей;

2) список "В" - эмитенты, имеющие показатели ниже списочных для группы "А", но имеющие возможности за определенный срок довести свои показатели до уровня "А";

3) список "С" - эмитенты, имеющие показатели ниже группы "В", но имеющие возможности довести их до уровня "В";

4) список "Д" - другие эмитенты, ценные бумаги которых допущены к обращению на бирже в разовом порядке.

Критерием листинга являются следующие показатели:

1) частота и количество продаж ценных бумаг на рынке;

2) размер реальных активов;

3) количество ценных бумаг или количество держателей акций;

4) совокупная стоимость привлеченного капитала;

5) рентабельность;

6) финансовое состояние эмитента.

Необходимо отметить, что в Узбекистане эмиссией ценных бумаг занимаются не только производственные предприятия. В соответствии с видом деятельности все эмитенты, включенные в листинг, подразделяются на 3 группы:

1) производственные предприятия;

2) коммерческие банки;

3) инвестиционные фонды (компании).

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Предположим теперь, что цена такой облигации из-за увеличения предложения облигаций упала до 667 сумов. Тому, кто теперь купит эту ценную бумагу, она обойдется при том же процентном платеже (50 сумов), но по процентной ставке 7,5%: 50 сум./667 сум.

В обратном случае действует второе правило: повышение цен на облигации снижает процентную ставку. Читателю предлагается определить таким же путем процентную ставку в случае, когда денежное предложение увеличивается с 200 до 250 млрд. сумов.

Считается, что рынок ценных бумаг таит в себе уникальные возможности получения высоких доходов. Однако рынок есть рынок, поэтому, как и на любом другом рынке, всегда существует риск потери дохода и даже самих инвестиций, так как нет такой системы, которая одновременно обеспечивала бы высокий доход и исключала всякий риск.

Риск характеризует потенциальную возможность потерь денег, вложенных в ценные бумаги и другие финансовые активы.

Вопросу надежности облигаций и акций придается очень большое значение. Например, если облигации, выпущенные государственными органами, достаточно надежно обеспечены их финансовыми ресурсами, то для владельцев облигаций, выпущенных корпорациями, требуется несравненно больший объем информации об эмитентах и их облигациях. Поэтому во всех странах с развитой рыночной экономикой разработаны и успешно действуют системы шкал надежности облигаций и акций. Занимаются этим, как правило, неправительственные коммерческие агентства, регулярно публикующие рейтинги качества выпущенных ценных бумаг, определяющие уровень риска для инвестора. Например, в США наибольшую известность получили системы оценки агентств "Мудиз" и "Стэн-дарт энд Курз", в Канаде общеизвестными являются "Доми-нион бонд рейтинг сервис" и "Кэнэдиен бонд рейтинг сер-вис". Перемещение ценных бумаг с одного рейтинга на другой

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

обычно оказывает заметное, а иногда и решающее влияние на их рыночные цены.

Для американского рынка ценных бумаг, например, исторически сложившейся считается разница в 4% между доходностью государственных облигаций и высокодоходных бумаг корпораций. Если эта разница становится ниже, инвесторы не согласятся делать вклады в высокодоходные облигации корпораций. Это вызовет падение курсовых цен на них и, как следствие, рост ставок доходности.

Говоря о риске, необходимо различать два его вида. Первый вид риска связан с возможностью невыполнения платежных обязательств заемщиком в случае, когда он является ненадежным, другими словами, это **коммерческий риск**. В данном случае весьма важен анализ безубыточности предприятий.

Инструментом покрытия коммерческих рисков выступают всевозможные виды страхования, к которым относятся:

- *страхование имущества юридических лиц;*
- *страхование от потери прибыли в случае остановки производства или страхование косвенных убытков;*
- *страхование ответственности товаропроизводителей;*
- *страхование недопоставки и недопродажи продукции;*
- *страхование технических рисков;*
- *страхование работников предприятий от хищений и растрат.*

Второй вид - **рыночный риск**, который связан с колебанием рыночных цен на ценные бумаги. В этом смысле сберегательный счет в банке предпочтителен по сравнению с облигациями, так как по нему всегда можно получить деньги обратно, а цена облигаций может при неблагоприятных условиях опуститься ниже своей номинальной стоимости. Поэтому в развитых западных странах, а по мере развития рынка ценных бумаг и в Узбекистане расширяется система страхования, благодаря которой риск по таким вкладам практически равен нулю.

Из долговых обязательств наиболее надежными во всех странах считаются казначейские обязательства правительства.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Этот вид риска часто называется **финансовым**, он входит составной частью в общую классификацию финансовых рисков, которая включает:

- страхование кредитов;
- страхование косвенных рисков;
- страхование биржевых рисков, которые являются объектом нашего внимания.

Последний, в свою очередь, включает: страхование рисков неплатежа по коммерческим сделкам; страхование комиссионного вознаграждения брокерской фирмы; страхование операций с ценными бумагами.

Говоря о риске, необходимо отметить так называемый **страховый риск**, который обусловлен все более увеличивающимися потоками вложения капиталов одной страны в другую. При анализе страновых рисков обычно выделяют:

- политическую ситуацию (возможно ли вовлечение страны в какой-либо конфликт);
- направления экономического развития (как правило, оценка идет по динамике валового национального продукта или индекса цен);
- бюджетную политику правительства (налоги и расходы) и ее влияние на сбережения и инвестиции;
- кредитно-денежную политику, призванную стабилизировать цены и валютный курс;
- возможности для получения удовлетворительного дохода на инвестиции.

Под **безопасностью** вложений понимается неуязвимость инвестиций на рынке инвестиционного капитала и стабильность получения дохода. Безопасность обычно достигается в ущерб доходности и росту вложений. Самыми безопасными являются вложения в облигации государственных займов. Доход по облигациям обычно ниже дохода по акциям, однако изменение их курса в значительно меньшей степени зависит от ситуации на рынке и циклических колебаний в экономике. Поэтому облигации являются основным объектом инвестиций для коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных фондов и многих крупных корпораций, заботящихся не только о доходности, но и надежности своих вкладов.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Казначейские билеты и другие краткосрочные долговые обязательства также привлекательны для инвесторов, так как практически исключают риск.

Самыми рискованными являются вложения в акции молодых наукоемких корпораций. Зато они могут оказаться самыми выгодными с точки зрения доходности и роста инвестиций.

Если инвестор стремится максимизировать доходность и ее рост на инвестиции, то ему в определенной степени придется пожертвовать безопасностью.

Ликвидность, или рыночность, ценных бумаг, под которой понимается быстрое и безущербное для держателя обращение их в деньги, также является существенным фактором в оценке инвестиционной привлекательности ценных бумаг.

Под ликвидностью ценной бумаги понимают прежде всего следующие характеристики :

- 1) время, за которое можно превратить данный финансовый актив в наличные деньги;
- 2) затраты, связанные с таким превращением.

Из всей совокупности финансовых активов наивысшей степенью ликвидности обладают сами деньги, затем сберегательные счета.

Для того чтобы продать казначейское обязательство, необходимо не только время, но и оплата услуг посредника. Поэтому казначейские обязательства менее ликвидны, чем деньги и сберегательные счета. В случае продажи ценных бумаг может возникнуть ситуация, когда они упали в цене, а это тоже издержки. Поскольку рыночные цены казначейских обязательств более устойчивы, чем акции предприятий, их ликвидность намного выше, чем ликвидность акций.

В заключение данной главы нужно сказать, что все основные характеристики финансовых активов (ликвидность, риск и доходность) тесно взаимосвязаны, но в то же время

По данным исследователей Чикагского университета, сравнительная доходность акций за 50 лет (с 1926 по 1976 г.) по 500 крупнейшим корпорациям страны составила 6,7% при доходности долгосрочных облигаций корпораций в 1,7%, а государственных облигаций - 1%. Таким образом, при равной степени риска по разным видам ценных бумаг различаются и доходы: чем выше и гарантированное доход, тем ниже ставка. И наоборот.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

противоречат друг другу. Ни одна ценная бумага не обладает всеми тремя свойствами, так что компромисс между ними неизбежен. Чем больший риск несут ценные бумаги, тем больше их доходность, так как инвесторы согласны вложить деньги в них под более значительный процент. И, наоборот, чем более ликвидны ценные бумаги, тем при определенном риске под меньший процент их согласны приобретать как инвесторы, так и население.

“Примирение” перечисленных характеристик ценных бумаг достигается диверсификацией вложений, в соответствии с которой принято ограничивать инвестиции в один вид ценных бумаг на уровне 10% общей стоимости всего портфеля ценных бумаг, представляющего собой вклады ценных бумаг частным лицом или учреждением. Если он расширяется, то уровень вложений для одного вида ценных бумаг повышается до 15%. В обычный портфель входят, как правило, облигации, привилегированные и обычные акции. Такой путь получил название диверсификации по виду ценных бумаг. Однако существует также диверсификация по отраслям экономики, регионам и странам. Если набранный портфель ценных бумаг достигает той точки, где инвестор получает желаемый уровень соответствия доходности и риска ценных бумаг, он называется сбалансированным.

Емкость рынка ценных бумаг. Важнейшей характеристикой рынка ценных бумаг является его емкость. Она определяется как суммарный объем торговли следующими их видами:

- государственные краткосрочные облигации (ГКО);
- другие государственные долговые ценные бумаги;
- муниципальные облигации;
- акции приватизированных предприятий;
- акции банков;
- акции прочих эмитентов (ориентированных преимущественно на население);

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

- облигации корпораций и банков;
- депозитные и сберегательные сертификаты;
- вексели и прочие ценные бумаги.

Для стран СНГ характерна возрастающая емкость рынка.

В основе увеличения предложения ценных бумаг можно выделить три фактора:

- вследствие масштабной приватизации в короткие сроки было зарегистрировано большое количество акционерных обществ;
- значительно возросла эмиссионная активность государства;

- резко активизировались компании, ориентированные на привлечение средств населения, причем акцент в их деятельности был перенесен на выпуск ценных бумаг.

Также три фактора следует выделить и в основе увеличения предложения денежных средств на данном рынке:

- резко увеличились инвестиции крупных иностранных инвесторов в ценные бумаги;
- сформировался устойчивый слой населения, обладающего сбережениями долгосрочного характера, которые могут быть инвестированы, в том числе в ценные бумаги;
- в результате снижения эффективности операций на валютном и кредитном рынках часть капиталов с этих рынков, принадлежащих крупным банковским и другим финансовым структурам, перетекла на рынок ценных бумаг.

Участники рынка ценных бумаг. Под участниками рынка ценных бумаг понимают в основном три вида субъектов.

Эмитенты - юридические и физические лица, выпускающие ценные бумаги и привлекающие финансовые ресурсы.

Инвесторы - юридические и физические лица, покупающие ценные бумаги и при этом размещающие свои свободные финансовые ресурсы.

Эти две категории участников финансового рынка используют его для удовлетворения своих потребностей и, как правило, не являются профессиональными участниками.

Профессиональные участники или инвестиционные институты - это те участники финансового рынка, основной де-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ательностью которых является предоставление услуг на этом рынке, поиск покупателей и продавцов.

3.5. Прогнозирование курса акций

Бытует мнение, что прогнозировать падение или увеличение курса акций практически невозможно. Действительно, попытки предугадать скачки по изменению стоимости акций очень сложно.

Эти трудности возникают главным образом тогда, когда крупные финансовые компании умышленно играют на понижении или повышении курса с целью спекулятивного выигрыша.

Существуют и непредвиденные форсмажорные обстоятельства, катаклизмы, которые могут внести панику в биржевую жизнь.

И все-таки динамика курса акций подчиняется определенным правилам и тенденциям, которые можно и нужно принимать в расчет тем, кто профессионально работает на рынке ценных бумаг.

Разберем основные факторы, влияющие на котировку и реальную стоимость акций.

1. Анализ статистических данных показывает, что меньше подвержены резким изменениям акции предприятий, производство которых образовано на местном сырье и материалах.

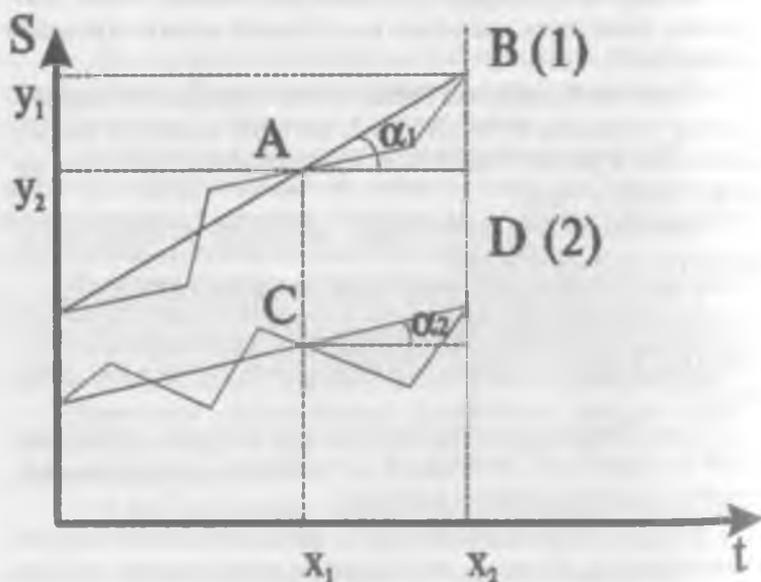
При обычных условиях работы их стоимость стабильно растет и может быть изображена на графике в виде наклонной прямой в координатной плоскости.

В этом случае функционерам фондовой биржи можно рекомендовать обратить внимание на угол подъема α . Чем больше угол α , тем динамичнее растет стоимость акций. Причем в кратковременном промежутке времени для прямой,

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

построенной для отрасли или предприятия, могут быть колебания и рывки. Но практика показывает, что на более длительном промежутке времени угол подъема относительно стабилен. Следовательно, построив несколько прямых, основанных на эмпирических сведениях в относительно большом временном промежутке, можно наглядно получить ответ, акции каких предприятий следует приобретать.

Рассмотрим изложенное в графической ситуации. Пусть на оси абсцисс будет отложен временной период - t , а на оси ординат стоимость акций - S , тогда на основании курсовых данных получим условную прямую (1) интересующего нас акционерного общества и вторую прямую (2) аналогичного предприятия, для сравнения.



ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Прямая (1) интерполируется по данным ломаной (1), т.е. по курсовым скачкам стоимости предприятия (1). Также строится и прямая (2) второго предприятия.

Обе прямые выражаются функцией: $y = ax + b$, для которой угловой коэффициент k определяется формулой:

$$K = \operatorname{tg} \alpha = \frac{Y_2 - Y_1}{X_2 - X_1},$$

где Y_2, Y_1 - значения ординат для точек А и В,

X_2, X_1 - значения абсцисс для точек А и В.

Имея графические значения ординат и абсцисс, легко вычисляем $\operatorname{tg} \alpha$, т.е. значение углового коэффициента для первой прямой.

Аналогичные расчеты делаются для второй прямой.

Сравнивая значения α_1 и α_2 , видим, что $\alpha_1 > \alpha_2$. Отсюда следует, что выгоднее покупать акции первого предприятия.

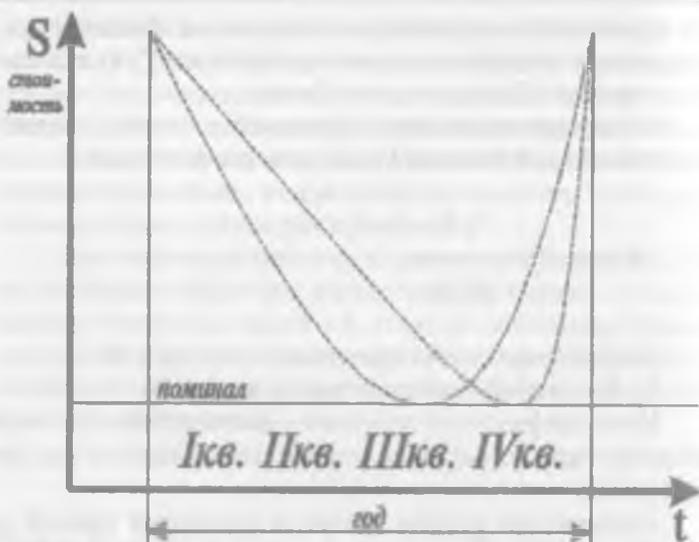
Для профессионального участника рынка ценных бумаг практически неважно, что производит предприятие, маленькое оно или большое. Поэтому предложенный расчет поможет достаточно быстро на основании имеющихся сведений о продажах получить математическую подсказку решения проблемы выбора акций.

2. Другую кривую можно построить для групп предприятий, когда существует зависимость от фактора времени и желания владельца акций получить по ним дивиденды.

В этих случаях прослеживается явно выраженная тенденция активной покупки акций ближе к концу года и сброс их после выплаты дивидендов.

На основе полученных данных строится кривая, имеющая вид:

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

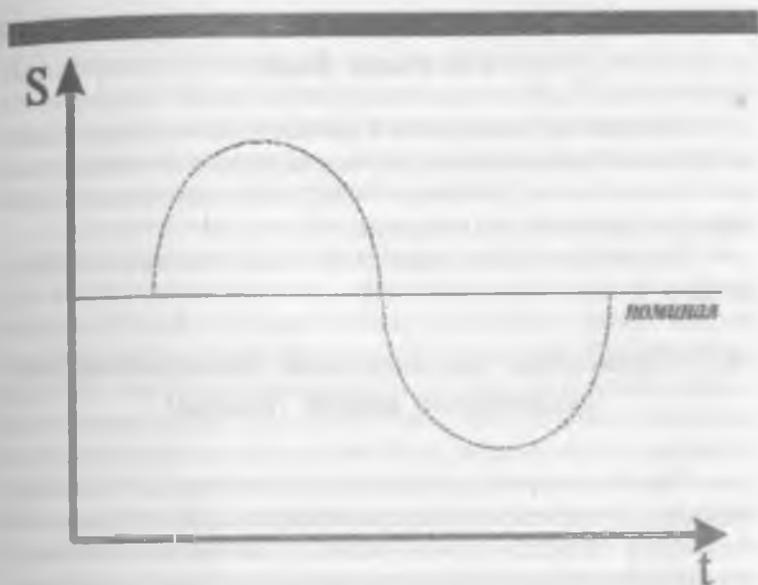


Играющим по такой системе можно рекомендовать на основании графического построения найти оптимальные временные промежутки для купли и продажи акций.

3. Существенное влияние на изменение спроса на акции определенных предприятий оказывает сезонность. Банковские данные акционерных обществ значительно меняют картину в зависимости от сезона. Например, для сельхозпредприятий это связано с периодом выращивания, т.е. затратным периодом реализации продукции, т.е. доходным. Совершенно очевидно, что в период выращивания урожая трудно уверенно сказать, какой будет финансовый результат деятельности. И конечно, на этот вопрос легко ответить, когда продукция получена и реализуется.

Накопленные данные и анализ позволяют построить график колебания курсовой стоимости в зависимости от сезона. Он приобретает вид синусоиды. Причем нижние значения ее амплитуды могут опускаться ниже номинала акций.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ



Если говорить о сельхозпродукции, то кривая может корректироваться в связи с необходимостью крупных партий сырья. Например, это имеет место в шелкоперерабатывающей промышленности, когда фабрики должны закупать коконы сразу после их созревания.

Иногда период синусоиды зависит от эксплуатационных свойств товаров. Например, когда в Узбекистане начал действовать завод по производству термосов, то местный рынок был насыщен в течение 1,5 года. Но через 3 - 4 года термосы начали выходить из строя (поломка стеклянных колб, износ пробок и т.д.) и спрос резко возрос. Правильно построенная кривая позволяет найти оптимальное графическое решение.

Приведенные примеры говорят о том, что профессиональной работе на рынке ценных бумаг должны сопутствовать не только интуиция, но и владение информацией о характере деятельности предприятия, чьи акции покупаются, и умение использовать методы анализа и прогнозирования.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

4.0. Рынки денег

Прежде чем приступить к рассмотрению рынка денег, необходимо напомнить, что на нем обращаются краткосрочные обязательства (сроком до 1 года); к ним относятся обязательства правительства и банков.

Рассмотрим рынок денег и его инструменты более подробно.

4.1. Казначейские краткосрочные обязательства, или казначейские векселя (билеты)

Они очень привлекательны для инвесторов, поскольку надежны, ликвидны и гарантированно доходны. Обычно векселя новых выпусков первоначально продаются на аукционе, где в качестве продавца выступает само казначейство, а в качестве покупателей - специальные дилеры, банки и производственные структуры. Казначейские обязательства выпускаются со сроком погашения через 3 или 6 месяцев и процент по ним выплачивается в виде дисконта. Если, например, казначейский билет имеет номинальную стоимость 100 сумов, в открытой продаже он будет продаваться по дисконтной цене 96 сумов. Это и будет определять его доходность. При погашении владелец векселя получает номинальную стоимость, т.е. 100 сумов. Разница между нарицательной и продажной ценой образует доход держателя векселя. Этот доход рассчитывается по формуле:

$$[(100 - \text{цена}) : \text{цена}] \times [365 \times 100 : \text{срок погашения}].$$

В нашем примере при условии, что срок погашения составляет 94 дня (обязательство до года), доход составит:

$$[(100 - 96) : 96] \times [365 \times 100 : 94] = 15,5\%.$$

Обычно казначейские билеты продаются Министерством финансов Центральному банку по его заявке, а также первичным распространителям, которые подавали свои заявки

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Центральному банку. В их качестве могут выступать коммерческие банки и инвестиционные дилеры. Коммерческие банки покупают казначейские билеты в качестве своих резервов, а инвестиционные дилеры - для продажи на вторичном рынке фирмам, корпорациям и частным лицам.

Когда векселя уже проданы, они начинают активно обращаться на вторичном рынке ценных бумаг. В связи с тем, что казначейские векселя - самые краткосрочные государственные бумаги, процент по ним, как правило, ниже, чем по долгосрочным и среднесрочным обязательствам. Казначейские векселя - наиболее обременительные для государства долговые обязательства. Это связано с тем, что в течение короткого срока огромная их масса может быть предъявлена их держателями к погашению. Очень часто задолженность по данному виду долговых обязательств составляет значительную долю государственного долга.

Расчет котировки рынка казначейских ценных бумаг сложен (см. пример), отметим только особенность поведения цен казначейских билетов (векселей): они растут с приближением сроков погашения. Это делает их свободными не только от риска неплатежа (правительство всегда платит), но и от рыночного риска по сравнению с другими бумагами и облигациями.

Поэтому в сочетании с высокой ликвидностью 3-месячных казначейских билетов их доходность в момент выпуска принимается за норму краткосрочного процента на финансовом рынке. Поскольку новые выпуски этих казначейских билетов производятся через короткие периоды, это дает возможность следить за движением величины процента.

В чем значение начала выпуска государственных краткосрочных облигаций для узбекистанской экономики? На рынке капиталов появился максимально ликвидный, стопроцентно надежный финансовый инструмент, поскольку государство отвечает по своим обязательствам, связанным с погашением ГКО всеми активами. Риск, сопутствующий действующим на сегодняшний день в Узбекистане таким финансовым инстру-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ментам, как межбанковский кредит и кредит коммерческих банков предприятиям, в случае с ГКО сводится к минимуму. При этом доходность по ним не ниже, чем ставка рефинансирования Центрального банка. К тому же появляется прямая выгода для инвесторов - их доходы по операциям с ГКО не облагаются налогом. Выигрывают и рядовые граждане: сроки погашения этих облигаций больше сроков выпуска новых, а сам процесс выпуска непрерывен. Это означает, что, привлекая свободные средства коммерческих банков и других инвесторов, правительство может постоянно финансировать текущий дефицит бюджета, не прибегая к эмиссии денег. Следовательно, не растет инфляция, которую мы все моментально ощущаем на собственном кошельке.

Кроме этого, ГКО являются для потенциальных инвесторов индикатором вложения средств, поскольку уровень доходности по ним в любой экономике определяет уровень доходности всех прочих финансовых инструментов.

Первые торги по облигациям трехмесячного займа прошли 28 марта 1996 года. Облигации бескупонные, запись об их покупке будет храниться на электронном счете в главном депозитарии по ГКО, роль которого исполняет Узбекская республиканская биржа, а также на счетах банков - дилерах. Таким образом, Узбекистан сделал важнейший шаг в формировании цивилизованного финансового рынка.

Модифицированная разновидность казначейских билетов - сберегательные облигации. Они регистрируются на имя держателя и не могут быть проданы, поэтому они получили название "нерыночные". Владеть ими могут только отдельные лица и некоторые инвестиционные фонды в ограниченном количестве. Они погашаются по требованию держателя по нарицательной стоимости в любое время, что делает их высоколиквидными. Сберегательные облигации выпускаются раз в год и могут быть приобретены путем удержания из зарплаты или за наличные. Доход по ним выплачивается в виде чека по почте или в банке.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

I.

Справочный материал

Пример расчета доходности казначейских билетов

Ежедневно американский журнал The Wall Street Journal публикует конъюнктуру рынка казначейских ценных бумаг. Эта информация имеет следующий вид (на 14.09.1988 г.):

Срок погашения			
	предложение	спрос	
20.09.1988 г.	11,32	11,24	11,40
4.10.1988 г.	10,31	10,25	10,44

Заметно, что состояние рынка казначейских билетов дается не в ценах спроса и предложения, а в величинах дисконта и доходности. Это делается для того, чтобы дать возможность покупателю билетов самому определить выгоду от их приобретения. Например, доходность 11,4% указывает на то, что деньги, затрачиваемые на покупку билетов 14 сентября, равносильны вложениям, приносящим доход 11,4% годовых. Кроме того, купив билет, владелец через 6 дней (20 сентября) получит примерно такой же доход, который он мог бы получить за эти дни с ранее сделанных вложений под 11,24% годовых.

В практике комментариев курсов казначейских билетов приняты две условности:

1) дисконт рассчитывается по номинальной стоимости билета, которая будет возвращена при погашении, на 100 долл. номинала,

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

III.

2) для приведения к годовому измерению условно принимается 360 дней в году.

Величина дисконта рассчитывается по формуле

$$r = \frac{100 - P}{100 \frac{T}{360}}$$

где P - рыночная цена, T - количество дней, остающихся до погашения казначейского билета.

Зная опубликованную величину дисконта, можно легко определить рыночную цену казначейского билета на 100 долл. номинала:

$$P = 100 - 100r \left(\frac{T}{360} \right).$$

Например, для первой строки нашей таблицы цена спроса при дисконте $r = 11,24\%$ будет равна:

$$P = 100 - 11,24 \left(\frac{6}{360} \right) = 99,813 \text{ долл.}$$

Цена предложения при дисконте $r = 11,32\%$ после аналогичных расчетов составит 99,811 долл. Это означает, что покупатель билета платит 99,813 долл. со 100 долл. номинала и через 6 дней получает 100 долл. номинала, а продавец билета получает 99,811 за 100 долл. номинала. Поскольку минимальная номинальная стоимость билета составляет обычно 10000 долл., покупатель за 6 дней зарабатывает около 19 долл. с одного билета.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Разговор о казначейских векселях будет неполным, если мы ничего не скажем о **фьючерсных контрактах**.

Отличие фьючерса от других типов фондовых операций заключается в следующем: во-первых, фьючерсный контракт не является актом купли-продажи; во-вторых, расчет по истечении срока такого контракта обязателен; в-третьих, риск фьючерсного контракта намного выше остальных.

Рассмотрим подробнее механизм заключения фьючерсного контракта с казначейскими векселями. Цель операции - спекуляция на движении процентных ставок и страхование от риска, связанного с изменением этих ставок. Страхование позволяет заемщику обезопасить себя на время от роста процента и сделать цену получаемых краткосрочных займов относительно стабильной, а кредитору - застраховаться от падения процента по займу, который он предоставляет.

Схема осуществления такого контракта выглядит следующим образом. Например, текущая ставка по 6-месячной банковской ссуде составляет 10% и она удовлетворяет компанию-заемщика. Однако эта ссуда понадобится ей лишь через 3 месяца, а за это время процент может увеличиться. Чтобы застраховать себя от связанных с этим издержек, компания заключает фьючерсный контракт и продает трехмесячные казначейские векселя на сумму, соответствующую величине займа. Процент по векселям соответствует проценту по краткосрочным банковским ссудам, при этом компания берет обязательство продать через три месяца своему контрагенту по такой же сделке казначейские векселя с 10 процентной доходностью (вспомните, что их курс имеет дисконтную стоимость и равен, к примеру, 90 пунктам). Если через три месяца текущий процент по этим векселям возрастет до 12%, то в момент расчета по контракту векселя будут выпускаться по курсу 88 пунктов и поэтому компания-заемщик получит прибыль на курсовой разнице. Эта прибыль будет примерно равна дополнительным расходам, которые сама компания понесет в связи с тем, что процент по банковской ссуде, которую она берет у банка, тоже возрос.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Аналогичным образом может застраховать себя от потерь и потенциальный кредитор, который через три месяца хочет предоставить краткосрочный заем и считает, что ставка за это время может опуститься ниже уровня 10%. В таком случае он приобретает по фьючерсной сделке те же казначейские векселя по той же доходности (10%) по курсу 90 пунктов. Если ставка упадет до 8%, то он понесет по своей предполагаемой ссудной операции определенные потери. Но в то же время текущий курс казначейских векселей, закупленных по фьючерсной сделке, составит 92 пункта. Значит, по данной операции курсовая разница складывается в пользу кредитора: по контракту он покупает векселя по курсу 90 пунктов. Эта курсовая разница компенсирует все его потери.

Сберегательные облигации и фьючерсные сделки пока не получили развития на рынке ценных бумаг Узбекистана.

Банковский вексель является следующим инструментом рынка денег. Он широко известен и представляет собой чек, выписываемый фирмой за оплату товара с условием оплаты в определенный срок в будущем. Такой вексель имеет банковскую отметку "Акцептирован", что автоматически влечет за собой гарантию банка, на который выписан чек с командой его оплатить. Такой вексель наиболее часто используется для оплаты зарубежным экспортерам, которые мало знакомы с фирмой, но в абсолютной степени доверяют банку.

Вексельные операции банков тесно связаны с краткосрочным коммерческим кредитом. Когда покупатель не может сам уплатить за товар, возникает необходимость превращения векселей в наличные деньги, что и осуществляется посредством вексельных операций: банк покупает векселя до истечения срока или выдает под них денежные ссуды. Операции по покупке банком векселей называется учетом векселей.

Ссуды под векселя отличаются от их учета тем, что векселя переходят от заемщика к банку только временно: после погашения ссуды векселя возвращаются заемщику. Сами ссуды

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

под залог векселей подразделяются на срочные (с указанием срока возврата) и бессрочные (онкольные), которые могут быть потребованы банком в любое время. Такие ссуды предоставляются банком, как правило, на срок от 1 до 3 месяцев.

Банковские векселя получили в Узбекистане довольно широкое развитие. В общем объеме эмиссии ценных бумаг банков республики они занимают около 40%. На сегодняшний день выпуск векселей осуществляют около половины коммерческих банков республики. Важно отметить, что с помощью векселей коммерческих банков погашается задолженность между хозяйствующими субъектами. Каждый сум векселей, выпущенных коммерческими банками, погасил в народном хозяйстве республики взаимных долгов более чем на 6 сумов. Это почти в 2 раза выше аналогичного показателя по векселям, выпущенным сельскохозяйственными предприятиями республики, что подтверждает возрастающее доверие к данному виду финансовых инструментов коммерческих банков.

Депозитные сертификаты - письменные свидетельства кредитного учреждения (например, банка) о депонировании денежных средств, удостоверяющие право вкладчика на получение депозита. Депозитные сертификаты бывают двух видов: до востребования (дают право на изъятие определенных сумм по предъявлению сертификата) и срочные, на которых указан срок вклада и размер причитающегося процента. Депозитные сертификаты являются разновидностью срочных банковских счетов. В отличие от обычных сберегательных счетов клиенту выдается не книжка, а сертификат. Средства с такого вклада можно изъять и до оговоренного срока, заплатив при этом штраф в размере удержания определенного процента. Большой популярностью начинает пользоваться так называемый **обращаемый сертификат вклада**, получивший широкое распространение с 60-х годов; это документ, выпущенный коммерческим банком и подтверждающий, что клиент имеет срочный вклад. Обычно такие сертификаты выпускаются на срок от 30 дней до 6 месяцев. Вместо начисления процентов сверх

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

номинала часто используется продажа со скидкой (дисконтом). Таким образом, при необходимости получения наличных денег клиент может продать такой сертификат с небольшим дисконтом с суммы вклада в любое время до истечения срока. Ликвидность существенно увеличивается для клиентов, а банки получают возможность широкого привлечения средств.

Необходимо отметить, что возможность свободной продажи делает депозитные сертификаты не только доходными, но и высоколиквидными инструментами. Если они выпущены крупными авторитетными банками, с успехом могут заменять деньги в качестве средства обращения и платежа. Неудивительно поэтому, что они получили широкое распространение в высокоразвитых западных странах.

В Узбекистане данный финансовый инструмент только начинает появляться на рынке ценных бумаг: в общем количестве ценных бумаг коммерческих банков республики они занимают около 2%.

С 1996 г. в Узбекистане в широкое обращение вводится один из самых современных видов денег - пластиковые карточки.

Для этой цели желающим воспользоваться этим видом услуги будут открываться вклады "до востребования" с выплатой до 50% годовых. Вклады могут пополняться в наличной форме и безналичными перечислениями предприятий из фонда оплаты труда.

Сумовая карточка является именной и может использоваться владельцем, во-первых, для получения наличных денег в банках и отделениях банков, принимающих карточки, во-вторых - для оплаты покупок и услуг в точках и пунктах, оказывающих услуги.

Карточка имеет встроенную микросхему и магнитную полосу, которые считываются автоматизированными электронными приспособлениями и представляют собой удобный ключ для проведения автоматизированных платежных операций в сфере индивидуальных расчетов.

Этот тип пластиковых карточек отличается повышенной надежностью, защищенностью от мошеннических действий и в то же время простотой пользования как для владельцев, так

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

и для торговых и сервисных предприятий, принимающих их в качестве оплаты.

Несомненно, данный вид платежного средства очень выгоден владельцам карточек. Они всегда имеют при себе необходимую сумму (на карточке), и в то же время на эти деньги идет начисление процентов банком.

Выгодно это как предприятиям, перечисляющим заработную плату и т.п. во вклады, так и предприятиям торговли и сферы услуг - за счет снижения расходов на инкассацию выручки и сокращение рисков, связанных с доставкой и обработкой наличной выручки.

5.0. Рынок капиталов

Перед тем, как перейти к рассмотрению рынка капиталов, сделаем два важных замечания.

Во-первых, в период рыночных преобразований наша страна, как и другие страны СНГ, находится под пристальным вниманием мировой общественности, которая постоянно наблюдает и обсуждает экономическую ситуацию в развивающихся государствах, где рынки долгосрочных капиталов в основном должны аккумулировать их большие объемы, необходимые для становления народного хозяйства.

Для финансирования долгосрочных потребностей в капитале и подходят инструменты рынка капитала, т.е. такие виды ценных бумаг, как акции, займы, облигации и другие, которые имеют хождение в первую очередь на бирже.

Во-вторых, говоря об инструментах рынка капитала, нужно иметь в виду два обстоятельства.

С одной стороны, они являются инструментами финансирования; эта функция обладает преимуществом в том, что большие объемы капитала могут быть раздроблены на мелкие доли с целью размещения их в соответствии с формой капитала (собственный или заемный капитал) в виде акций или займов на первичном рынке.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

с залогом в форме поступлений от будущей хозяйственной деятельности (облигации с выкупным фондом);

с определенными гарантийными обязательствами (облигации с трастовым обеспечением или подписные сертификаты).

По характеру обращения облигации разделяются на обычные и конвертируемые, дающие владельцу право обменивать их на акции того же эмитента; последние являются переходной формой между собственным и заемным капиталом.

В западных странах особой разновидностью облигаций являются муниципальные облигации, выпускаемые местными властями в целях мобилизации средств, необходимых для финансирования городских или общественных проектов (строительство дорог, мостов, аэропортов). Проценты по таким облигациям, как правило, не облагаются федеральным налогом, в результате инвесторы охотнее их покупают, а муниципальные власти платят малый процент, что выгодно обеим сторонам. Процент по муниципальным облигациям ниже, чем по казначейским обязательствам такой же срочности. Держателями муниципальных облигаций являются обычно коммерческие банки, компании по страхованию имущества и богатые люди.

5.2. *Акции*

За более чем 200-летнюю историю акционерного бизнеса выработан широкий набор разновидностей акций. Перечислим лишь наиболее часто встречающиеся в странах с развитой рыночной экономикой виды акций, различающихся по характеру обращения, условиям эмиссии и выплаты на фондовом рынке.

По характеру обращения выделяются “акции в обращении”, т.е. акции эмитента, которые постоянно находятся в обращении на фондовом рынке, и “портфельные акции”, т.е.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Справочный материал

Согласно закону основными принципами торговли на рынке ценных бумаг являются:

- создание условий для всех потенциальных инвесторов для выгодного вложения своих средств;
- добровольность заключаемых на рынке ценных бумаг сделок;
- устранение барьеров на пути свободной конкуренции;
- установление цен на базе реально складывающегося спроса и предложения;
- строгое соблюдение законодательства в области рынка ценных бумаг всеми его участниками;
- обязательное раскрытие информации о биржевых и внебиржевых операциях, котировках, финансовом состоянии эмитента;
- защита интересов инвесторов и эмитентов;
- запрещение и преследование мошенничества и другой незаконной деятельности на рынке ценных бумаг.

В законе определено, что на рынке ценных бумаг могут осуществлять деятельность следующие виды инвестиционных институтов:

- инвестиционный посредник (финансовый брокер и дилер);
- инвестиционный консультант;
- инвестиционная компания;
- инвестиционный фонд;
- управляющая компания;
- депозитарий;
- расчетно-клиринговая палата;
- держатель реестра владельцев ценных бумаг;
- номинальный держатель ценных бумаг;
- иные виды инвестиционных институтов.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

акции, которые находятся во владении компаний, их выпустивших.

По характеру распоряжения акции делятся на именные и предъявительские.

По условиям эмиссии и предоставляемым акционерам правам акции делятся на: а) дающие по одному голосу каждая; б) плюральные, или “многоголосые”; в) “безголосые”.

Имеется особая категория акций, которые называют “активными”. Это те, которые постоянно обращаются на биржах в большом количестве; именно они фактически служат индикаторами ситуации на рынке.

“Рестрективные” акции дают владельцу право их погашения: условия и сроки погашения оговариваются при первоначальной их эмиссии.

Существуют и так называемые “конвертируемые” акции, которые можно обменять на другие по заранее определенной цене в определенный период. К ним близки акции с “плавающим (или переменным) курсом”, дивидендные платежи по которым меняются в прямой зависимости от уровня процента.

В некоторых странах выпускаются и другие разновидности, которые, впрочем, начинают быстро распространяться по каналам мирового фондового рынка. Так, в Англии был начат выпуск отсроченных акций, дивиденд по которым выплачивается только тогда, когда прибыль акционерного общества превысит определенный уровень, а также кумулятивных, или проще говоря, накопительных акций, дающих право на получение дополнительного дивиденда в последующие годы, если в данном году он был ниже установленного уровня.

Покупателя обыкновенной акции больше интересует прибыль на одну акцию, чем дивиденд по привилегированным акциям, поскольку этот показатель, как правило, оказывает влияние на курсы акций на фондовом рынке.

Мы можем рассчитать чистую прибыль владельца акций на примере.

Предположим, что чистая прибыль фирмы за год составляет 47950 тыс. сумов. Сначала фирма из чистой прибыли про-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

изводит выплату дивидендов по привилегированным акциям в размере 350 тыс. сумов. Разница между данными показателями и есть тот объем денежных средств, который может быть направлен на обыкновенные акции. Если фирма выпустила таких акций в обращение 1 млн. штук, размер чистой прибыли на одну акцию составит: $(46950 - 350) : 1 \text{ млн. штук} = 47,6$ сума.

Следует особо отметить, что на бирже перепродаются в основном списочные акции, т. е. акции ограниченного числа крупных и надежных предприятий или компаний, включенных в биржевой список. Попасть в такой список - большая честь для компании. Для этого необходимо пройти определенную процедуру отбора. Выставление акций предприятий на продажу на фондовой бирже - свидетельство высокого имиджа компании и лучшая реклама для нее. Как правило, для проведения оценки качества выпущенной акции на каждой бирже работает экспертная комиссия.

Информацию о выпущенных акциях можно узнать из публикуемых проспектов эмиссии акционерных обществ, годовых отчетов, а также специальных справочников. В них эмитенты сгруппированы по различным признакам (отраслевым, экономическим).

При выпуске облигаций государственных займов в качестве эмитента выступает государство, облигаций коммунальных займов - местные органы власти. Эмиссионные банки являются эмитентами банкнот, а казначейства - казначейских билетов.

В нашей республике информация об акциях, выпускаемых в обращение, их эмитентах, списке акций, входящих в официальный бюллетень республиканской фондовой биржи "Тошкент", регулярно публикуется в периодической печати.

5.3. Взаимоотношения держателей акций

Приведенная схема иллюстрирует взаимоотношения различных участников рынка ценных бумаг. В конечном счете ак-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ционеров в данной схеме можно разделить на две категории: те, кто является собственником акций (акционеры 1, 2, и 3), и те, кто является собственником акций через номинальных держателей (акционеры 4, 5 и 6).

Первая группа акционеров (1, 2 и 3) осуществляет сделки или дает иные распоряжения по операциям с ценными бумагами непосредственно эмитенту или его агенту-держателю или хранителю реестра акционеров (далее - держатель реестра). В интересах эмитента и на основе распоряжений, полученных от зарегистрированных лиц, ведет точный реестр тех, кто имеет право считаться акционерами эмитента. Связи акционеров с эмитентом осуществляют непосредственно или через держателя реестра.

Акционеры второй группы (4, 5 и 6) имеют номинальных держателей (брокер А, брокер Б и брокер В), которые держат их ценные бумаги от своего имени.

После получения держателем реестра извещения о том, что акционер 4 назначил брокера А своим номинальным держателем, держатель реестра переписывает принадлежавшие этому акционеру акции на имя брокера А. В свою очередь, брокер А открывает счет ценных бумаг акционеру 4. Акционер 4 направляет все распоряжения в отношении акций, в том числе и по передаче прав собственности на акции, брокеру А, являющемуся номинальным держателем акций.

Связи акционера 4 с эмитентом осуществляются через брокера А или же брокер А направляет сведения о собственниках эмитенту или держателю реестра, что позволяет обеспечить уже прямые связи между эмитентом и акционерами по обеспечению таких прав акционеров, как право на получение дивидендов, ознакомление с результатами финансово-хозяйственной деятельности эмитента, участие в голосовании.

В приведенной схеме брокер А состоит в прямых отношениях с эмитентом, так же, как и с акционерами 1, 2 и 3. Брокеры Б и В назначили специального депозитария своим номинальным держателем акций, которыми брокеры Б и В, в свою очередь, владеют по поручению других лиц.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

В этом случае существует два вида номинального владения. Брокеры Б и В выступают номинальными держателями акций по отношению к акционерам 5 и 6. Специализированный депозитарий, в свою очередь, является номинальным держателем акций для брокеров Б и В. Брокеры Б и В и акционеры 5 и 6 находятся в опосредованных отношениях с эмитентом.

6.0. Операции с ценными бумагами

Операции с ценными бумагами (как с любым другим товаром) совершаются в несколько этапов, и основные из них таковы:

- заключение сделки;
- сверка параметров заключенной сделки;
- клиринг;
- исполнение сделки, т.е. осуществление денежного платежа и встречной передачи ценных бумаг.

6.1. Заключение сделки - первый этап

Первым этапом сделки является заключение договора. В дальнейшем мы будем говорить в основном о договоре купли-продажи как самой типичной сделке с ценными бумагами, так как большинство этапов любой сделки, совершенной, например, в виде договора мены или договора дарения, не отличается по своей технике от основных этапов сделки купли-продажи. Вместе с тем почти все виды сделок с ценными бумагами различаются между собой в основном по способу, месту и порядку заключения соответствующего договора.

Договор купли-продажи ценных бумаг может заключаться непосредственно между инвесторами-лицами, которые владеют этими бумагами. Однако чаще всего купля-продажа ценных бумаг опосредствуется профессионалами, которые именуются брокерами. В зависимости от национального законода-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Справочный материал

Рассуждения относительно определения номинальной и реальной ставки процента вытекают из известного уравнения И. Фишера, которое утверждает, что номинальная ставка процента i представляет собой сумму реальной ставки процента r и темпа инфляции p :

$$i = r + p$$

Из уравнения И. Фишера мы видим, что величина номинальной ставки процента может изменяться по двум причинам: вследствие изменения реальной ставки процента (1) и вследствие изменения темпа инфляции (2).

Кредитор и заемщик при заключении кредитного договора оговаривают условия - размер ссуды, срок предоставления займа, номинальную процентную ставку. Они так или иначе делают допущения о будущих доходах (кредитор, предоставляющий ссуду) и расходах по кредиту (заемщик, получающий ссуду). Такие допущения сторон, заключающих договор о займе, по сути отражают их ожидания относительно величины номинальной ставки процента и, следовательно, желаемой величины реальной ставки процента и ожидаемого темпа инфляции. Но как на самом деле сложатся обстоятельства, уже будет видно после фактического наступления срока возврата ссуды и процентов по ней. Следовательно, на момент получения ссуды более уместен следующий вид уравнения И. Фишера:

$$i = r_e + p_e,$$

где r_e - ожидаемая величина реальной ставки процента,
 p_e - ожидаемый темп инфляции

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

тельства той или иной страны брокерами могут выступать профессиональные брокерские фирмы, специализированные инвестиционные банки, универсальные коммерческие банки, граждане.

В сделках купли-продажи брокеры могут выступать либо в качестве комиссионеров на основании договора комиссии, либо в качестве поверенных на основании договора поручения. Эти две разновидности брокерских операций при всей их внешней схожести имеют ряд существенных различий.

На современном фондовом рынке подавляющее большинство сделок между "конечными" инвесторами опосредуется брокерами. К тому же, как правило, брокеры выступают при этом в качестве комиссионеров.

Одна из отличительных особенностей договора комиссий заключается в том, что брокер (комиссионер) действует по поручению, за счет, но не от имени своего клиента (комитента). Комиссионер во исполнение договора комиссии, заключенного с комитентом, совершает сделку купли-продажи от собственного имени.

В связи с тем, что как "конечного" продавца, так и "конечного" покупателя, как правило, обслуживают брокеры-комиссионеры, то договор купли-продажи заключается между этими брокерами. Кроме того, профессионалы фондового рынка не только опосредуют сделки между инвесторами, но и совершают множество сделок за свой собственный счет - как с "конечными" инвесторами, так и между собой. Речь, таким образом, идет о профессиональной среде, которая заинтересована в унификации и стандартизации процедур совершения сделок с ценными бумагами.

Профессионалы фондового рынка находят много способов организации и выработки общепризнанных правил торговли. Самой известной организационной формой, способствующей установлению постоянных и единообразных правил заключения сделок купли-продажи, является фондовая биржа.

Принципы работы любой фондовой биржи предполагают строго профессиональный состав участников, наличие чет-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ких торговых процедур, локализацию заключения сделок в определенном специально оборудованном месте и в строго установленном времени, сильный контроль со стороны профессионального сообщества и жесткую регламентацию со стороны государственных регулирующих органов.

Существует множество других систем профессиональной торговли ценными бумагами, которые носят менее формализованный и почти нерегулируемый характер, территориально более рассредоточены и часто организационно не оформлены. Совокупность таких систем, принципы работы которых определяются устоявшейся практикой и строятся значительной частью на обычаях и принятых "по умолчанию" правилах, именуется "внебиржевым рынком".

Техника заключения договоров купли-продажи на биржевом рынке различна.

На "классических" фондовых биржах сделки заключаются между участниками биржевых торгов в устной форме или в форме обмена стандартными бумажными записками. На тех фондовых биржах, где процесс торгов осуществляется с помощью электронной техники, факт заключения сделки фиксируется в центральном торговом компьютере биржи.

Внебиржевой рынок также знает несколько основных способов заключения сделок: устно (по телефону с записью переговоров на магнитную ленту), по телексу, по специализированным электронным сетям (например, "Рейтер-Дилинг").

На современном профессиональном фондовом рынке сделки очень редко заключаются путем одновременного подписания обеими сторонами двустороннего письменного документа. Как правило, это случается на первичном рынке, когда профессионалы распространяют вновь выпускаемые ценные бумаги в консорциуме по подписке.

Итогом первого этапа сделки является составление каждым из ее участников своих внутренних учетных документов, отражающих факт заключения сделки и ее основные параметры. В зависимости от применяемой техники заключения сделок это могут быть подписанные бланки договоров купли-продажи, записи в журналах операций, брокерские и маклерские

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

записки, "рапортчики" трейдеров, отметки на бланках исполненных заявок, записки контрагентов по сделкам, распечатки телексных сообщений, отчетные компьютерные файлы и их бумажные распечатки.

Заключение сделки купли-продажи - это только начало целой серии сложных и комплексных процедур, которые должны быть осуществлены прежде, чем сделка подойдет к своему логическому завершению - моменту, когда ценные бумаги окажутся, наконец, в собственности покупателя, а денежные средства окончательно поступят в распоряжение продавца.

День заключения договора купли-продажи обозначают в профессиональной литературе буквой "Т" (от английского слова "trade" - "сделка").

Все остальные этапы в сделке происходят позднее. День их совершения принято соотносить с днем первого этапа - днем "Т". Например, если все этапы сделки полностью завершились на пятый рабочий день после дня заключения договора, то говорят, что сделка завершена в день "Т+5".

Следует также иметь в виду, что право собственности на продаваемые ценные бумаги переходит к новому владельцу не в момент заключения сделки купли-продажи, а только в момент ее исполнения. До этого срока на протяжении всех этапов сделки владельцем продаваемых ценных бумаг все еще остается продавец. Это правило становится актуальным тогда, когда на период между заключением сделки с ценной бумагой и ее исполнение приходится, например, выплата дивидендов или другое важное событие. В этом случае правами получения дивидендов и другими правами, вытекающими из владения ценной бумагой, все еще обладает продавец.

6.2. Сверка - второй этап

Второй этап сделки купли-продажи на профессиональном фондовом рынке именуется "сверкой", или полностью -

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

сверкой параметров заключенной сделки (trade comparison, trade mathing). Задача этого этапа заключается в том, чтобы предоставить сторонам возможность урегулировать все случайные расхождения в понимании сути и предмета заключенной сделки. Это очень актуально на тех рынках, где сделки заключаются устно (лично или по телефону) или путем обмена записками. Недопонимание и технические ошибки особенно вероятны именно в таких системах.

Документы, оставлением которых завершается первый этап сделки, служат для оформления специальных сверочных документов, предназначенных для использования на втором этапе сделки.

После того, как сделка заключена, стороны должны обменяться этими дополнительными письменными сверочными документами, в которых дублируются все существенные параметры сделки. Во многих биржевых системах обмен сверочными документами осуществляется не непосредственно между сторонами, организуется специально предназначенной для сверки системой. Ее роль, как правило, исполняет либо сама биржа, либо тесно работающая с биржей клиринговая организация.

На этапе сверки стороны сверяют свои внутренние учетные документы (оформленные по итогам первого этапа) со сверочными документами, полученными от контрагента. Если расхождений нет, то сверка считается успешной.

Международные стандарты и нормы рекомендуют всем национальным фондовым рынкам построить свою работу так, чтобы сверка, в какой бы форме она не осуществлялась, завершалась бы не позднее дня "T+1". Этот день дается на то, чтобы стороны могли выявить возможные расхождения и своевременно их откорректировать, отменить сделку или отложить ее исполнение до завершения специального разбирательства. В любом случае, если сверка не будет произведена, то стороны, ошибочно понимая ее суть после перехода к стадии исполнения обязательств по сделке, могут столкнуться с большими проблемами.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Однако в ряде торговых систем отказались от сверки как специальной процедуры. В этих системах считается, что стороны, которые определили параметры сделки непосредственно в момент заключения договора, согласны пропустить эти сверки. Такой вариант возможен только тогда, когда стороны, заключая сделку, на все сто процентов уверены, что поняли друг друга правильно. Такая полная (или почти полная) уверенность может существовать, как правило, в двух случаях: во-первых, при заключении сделки в письменной форме с подписанием общего единого договора (что бывает достаточно редко), а во-вторых, в современных компьютерных биржевых системах, где ввод сделки с терминала считается одновременно и согласием на сверку. В этих случаях дальнейшему нормальному течению событий может помешать либо грубая оплошность одной из сторон, либо серьезный технический сбой в работе компьютера.

Такие сделки, которые как бы "проскакивают" этап сверки, именуется "зафиксированными" ("locked in").

Итоговыми документами второго этапа, опять же в зависимости от применяемой техники, могут быть письменные записки или телексные распечатки от контрагента, компьютерные файлы или письменные документы (листы сверки) от специальной сверочной организации, подтверждающие факт успешной сверки. Такие документы передаются контрагентам по сделке, а также служат входящими документами для следующего этапа сделки.

6.3. Клиринг - третий этап

После того, как сделка успешно прошла (или миновала) этап сверки, наступает очередь этапа, определяемого как клиринг.

Клирингом обычно именуется целый комплекс процедур, которые начинаются после сверки и завершаются непо-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

средственно перед исполнением сделки. Вопреки расхожему мнению клиринг не включает непосредственно переводы денежных средств или передачу ценных бумаг. Клиринг - это то, что предшествует денежным платежам и поставкам фондовых ценностей.

Этап клиринга включает в себя несколько последовательных процедур (или подэтапов).

Первой процедурой является анализ итоговых сверочных документов на их подлинность и правильность оформления. Если этап сверки завершается формированием компьютерных файлов, то клиринг начинается с проверки ключей шифрования и защиты принимаемой информации.

Второй процедурой клиринга является вычисление денежных сумм, которые подлежат переводу, и количества ценных бумаг, которые должны быть поставлены по итогам сделки. Так, помимо суммы платежа непосредственно за купленную ценную бумагу, уплате могут подлежать налог на операции с ценными бумагами, биржевые и прочие сборы. Может также применяться взаимозачет встречных требований, которые возникли по разным сделкам и должны быть исполнены одновременно.

Необходимо отметить, что в момент заключения сделки купли-продажи ценных бумаг обе стороны приобретают как права, так и обязанности. Покупатель приобретает право по отношению к продавцу требовать поставки причитающегося количества ценных бумаг и одновременно становится обязанным уплатить соответствующую денежную сумму. Продавец становится обязанным оставить ценные бумаги и приобретает право требовать причитающуюся ему денежную сумму. Таким образом, как продавец, так и покупатель становятся по отношению друг к другу одновременно и кредиторами, и должниками. Их обязательства будут исполнены, и требования удовлетворены только на последнем этапе сделки. Пока же на этапе клиринга производится четкое определение и вычисление их взаимных требований и обязательств.

Процедура вычислений - самая важная во всем этапе клиринга. Существует множество способов расчета сумм и количества ценных бумаг, подлежащих уплате и поставке.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Основным фактором, определяющим конкретный способ и процедуру вычислений, является избранный способ организации взаимозачета встречных требований.

В ряде систем, особенно на внебиржевом рынке, не производится никакого встречного зачета требований. Каждая сделка исполняется отдельно от других сделок в полном соответствии с теми параметрами, с которыми она была заключена. В этом случае на этапе клиринга для продавца о каждой конкретной сделке производится вычисление количества ценных бумаг, которое он должен поставить, и суммы денежных средств, причитающихся ему, за минусом различных сборов и налогов. Для покупателя по каждой отдельной сделке рассчитывается количество причитающихся ему ценных бумаг и сумма денежных средств, которую он должен уплатить контрагенту, плюс различные налоги и сборы. Особой трудности такие вычисления не представляют.

Резкое усложнение процедуры клиринга происходит, когда применяется взаимозачет. Взаимозачет встречных требований практикуется на большинстве современных бирж. Его цель - снизить количество платежей и поставок ценных бумаг по сделкам, заключаемым членами той или иной биржи.оборот крупных бирж составляет многие десятки тысяч сделок в день, десятки миллионов ценных бумаг продаются и окупаются в течение одной биржевой сессии. Если эти сделки исполнять "один к одному", то с таким документооборотом с трудом бы справлялись биржи и обслуживающие их клиринговые организации. Таким образом, взаимозачет применяется для того, чтобы снизить количество и упростить алгоритм осуществления платежных операций по итогам биржевых торгов. Вместе с тем взаимозачет усложняет, подчас довольно резко, процедуру клиринга. Однако затраты участников на организацию и поддержание функционирования централизованной клиринговой системы оказываются меньше по сравнению с их возможными накладными расходами на раздельное осуществление платежей поставок по каждой конкретной сделке.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Взаиморасчет может быть двусторонним и многосторонним. Двусторонний применяется достаточно редко - главным образом на внебиржевом рынке в отношениях между старыми, доверяющими друг другу деловыми партнерами, а также на небольших фондовых биржах с малым количеством участников и небольшим оборотом. При таком методе взаимозачета на этапе клиринга производится парное (по каждой паре контрагентов) вычитание требований одного контрагента из требований другого до тех пор, пока после включения в расчет всех сделок утановленного периода не определится чистое сальдо задолженности одного контрагента другому. Такое вычисление может производиться как по денежным средствам, так и по ценным бумагам (по каждому виду ценных бумаг отдельно). Следует отметить, однако, что не всегда на одном и том же рынке метод денежного взаимозачета может совпадать с методом взаимозачета по ценным бумагам. Это определяется тем, каким способом и через какую систему предполагается в дальнейшем производить финальный платеж или оставку ценных бумаг.

К концу всей процедуры сделки каждый из участников должен исполнить свои обязательства и удовлетворить свои требования. Если применяется взаимозачет, то удовлетворение многих "встречных" требований происходит одновременно единым платежом (поставкой), т.е. любое количество заключенных в течение определенного периода сделок между двумя контрагентами исполняются разом.

Многосторонний взаимозачет может быть также двух типов - без участия клиринговой организации в качестве стороны в расчетах и с таким участием.

При любом из указанных двух типов многостороннего взаимозачета вычисление (вторая процедура клиринга) начинается с того, что для каждого участника клиринга производится калькуляция его собственных чистых требований или чистых обязательств по всем включаемым в расчет сделкам за установленный период. При этом из всех требований данного участника вычитаются все его обязательства и таким образом определяется чистое сальдо.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Полученное сальдо именуют "позицией". Позиция "закрыта", если сальдо равно нулю, и "открыта", если сальдо не равно нулю. Если сальдо положительное, т.е. объем требований данного участника превышает его обязательства, то говорят, что у участника клиринга открыта "длинная позиция". Если сальдо отрицательное, т.е. участник клиринга должен больше, чем должны ему, то говорят о "короткой позиции".

По итогам взаимозачета среди участников клиринга и по денежным средствам выявляются те, кто имеет короткие позиции (нетто-должники и те, кто имеет длинные позиции (нетто-кредиторы).

Сальдо встречных требований (позиция), определенное путем их взаимозачета, говорит о том, какую сумму денежных средств или ценных бумаг по итогам клиринга каждый участник должен отдать или получить на завершающем этапе сделки. Такой окончательный платеж или поставление именуется "ликвидацией позиции" или "урегулированием позиции". После урегулирования позиции сделки, включенные в расчет этой позиции и прошедшие процедуру клиринга, являются завершенными, а обязательства по ним - исполненными.

Применение на этапе клиринга механизма многостороннего взаимозачета с вычислением чистых позиций участников сделок именуется в иностранной литературе "нэттинг" (netting).

Два типа многостороннего взаимозачета отличаются друг от друга тем, каким образом предполагается урегулировать рассчитанную на этапе клиринга позицию.

При одном методе многостороннего взаимозачета после вычисления позиций всех участников клиринга производится определение пар участников "кредитор-задолжник" таким образом, чтобы свести к минимуму число платежей (поставок ценных бумаг) от должников к кредиторам. Сторонами в окончательных расчетах по урегулированию позиций являются те

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

же лица, которые были участниками сделок. При этом набор пар "кредитор-должник" от одного цикла клиринга к другому может меняться. Данный метод хорош в тех биржевых и внебиржевых системах, где круг участников достаточно узок, не подвержен быстрым изменениям, а участники имеют примерно равное финансовое положение и уровень кредито- и платежеспособности.

При другом методе в качестве стороны в урегулировании позиций участников торговли выступает клиринговая организация. При этом урегулирование позиции каждого участника осуществляется против клиринговой организации - она выступает единым кредитором для всех должников и единым должником по отношению ко всем кредиторам, т.е. урегулирование позиций всех должников производится путем платежа (поставки) в пользу клиринговой организации, а урегулирование позиций всех кредиторов производится путем получения денежных средств (ценных бумаг) от этой клиринговой организации. Урегулирование позиции участников торговли против клиринговой организации, а не против друг друга, т.е. полная смена сторон на этапе исполнения по сравнению с этапом заключения сделок именуется в иностранной литературе новэйшн (novation).

Метод новэйшн более удобен, так как у каждого участника на этапе исполнения сделок оказывается только один контрагент - клиринговая организация, в пользу которой надо перечислить сумму задолженности или от которой надо получить сумму причитающихся средств (или ценных бумаг).

Именно метод новэйшн нашел себе применение практически в подавляющем большинстве клиринговых систем. Это объясняется его относительной простотой, удобством и независимостью от числа участников, а также возможностью от числа участников, а также возможностью создания надежных систем контроля за возникающими рисками.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Третья процедура (подэтап) клиринга состоит в оформлении расчетных документов, которые направляются на исполнение в денежную расчетную систему или систему, обеспечивающую поставку ценных бумаг. Форма и порядок заполнения расчетных документов устанавливаются этими системами. Количество оформляемых расчетных документов, указанные в них суммы (количества ценных бумаг), определение сторон для осуществления платежей и поставок зависят от того, какой из способов взаимозачета применялся на предыдущей стадии.

Исполнение этих расчетных документов будет являться завершением (исполнением) соответствующих сделок.

6.4. Исполнение сделки - четвертый этап

Исполнение - последний этап сделки. Исполнение предполагает денежный платеж и поставку ценных бумаг. Платеж осуществляется системой денежных расчетов, избранной участниками сделок, поставка ценных бумаг также осуществляется соответственной избранной системой.

Прежде чем перейти к описанию принципов функционирования этих систем, необходимо описать принципы, по которым исполнение "встраивается" в общую череду этапов сделки. Речь идет о том, на какой день после дня "Т" должно произойти исполнение сделки.

День исполнения сделки всегда фиксируется при заключении соответствующего договора в тексте двустороннего документа о заключении сделки. Но чаще профессиональные участники рынка ценных бумаг устанавливают такой срок между заключением и исполнением сделки, который определяется и действует на рынке по соответствующим всем исполняемым правилам и обычаям. Чем выше степень организованности рынка, тем легче и единообразнее применяемые на этом рынке стандартные сроки. Сделки, заключаемые на фондовой бирже, всегда должны иметь строго установленный график прохождения всех этапов - от заключения до исполнения.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Если сделка исполняется в самый кратчайший срок из всех возможных стандартных сроков, то речь идет о "кассовой сделке" или сделке "spot". Например, на Франкфуртской фондовой бирже сделка может быть исполнена самое раннее на второй рабочий день после ее заключения. Для Нью-Йоркской фондовой биржи срок исполнения большинства кассовых сделок - пять рабочих дней после дня их заключения.

Если срок исполнения сделки на каком-либо рынке больше, чем самый минимальный срок, необходимый для исправления кассовой сделки, то говорят, что это "срочная сделка", или сделка "форвард". Например, сделка, заключаемая на фондовом рынке ФРГ с исполнением на третий или более день после ее заключения, будет считаться форвардной.

Мировая практика знает два основных способа установления срока между датой заключения и датой исполнения сделок.

Один способ применялся ранее на узких и неактивных рынках, а также на крупных рынках, находившихся на начальных стадиях своего развития (например, в Великобритании). В соответствии с этим способом устанавливался некоторый период времени (например, две недели), в течение которого заключались сделки, подлежащие исполнению одновременно в некоторую дату, наступавшую через определенное количество дней (например, через семь календарных дней) после окончания этого периода.

Второй способ применяется в настоящее время практически на всех биржах и в большинстве систем внебиржевого рынка. Он похож на первый способ с той поправкой, что периоды заключения сделок сокращены до одного дня. Таким образом, устанавливается, что сделки, заключенные в течение одного рабочего дня, должны исполняться одновременно в некоторую дату, наступающую через четко фиксированное количество рабочих дней.

Например, сделки, заключенные в понедельник, подлежат по правилам какого-либо рынка исполнению в следующий понедельник, т.е. через пять рабочих дней. В этом случае

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

говорят, что сделки исполняются на день "T+5". По этому же правилу сделки, заключенные во вторник, исполняются в следующий вторник, и так далее.

Именно такой способ рекомендуется международными правилами и стандартами для внедрения на всех современных фондовых рынках.

Рекомендованный срок сделки - три дня, значит, сделка должна исполняться не позднее "T+3". Указанные три дня даются участникам сделок и организациям, обслуживающим фондовый рынок, на то, чтобы качественно осуществить промежуточные этапы сделки - сверку и клиринг.

Чем длиннее срок между датой заключения сделки и датой ее исполнения, тем большему риску подвергаются участники сделки. Если один из участников, имевший устойчивое финансовое состояние в момент заключения сделки, к моменту ее исполнения станет неплатежеспособным, то его контрагент может не получить причитающихся денежных средств или ценных бумаг. Чем дольше срок между заключением и исполнением сделки, тем больше вероятность ее неисполнения. Поэтому теоретически исполнение сделки нужно бы осуществлять в день ее заключения.

Однако ложность и трудоемкость процедур сверки и клиринга, необходимость на каждом этапе постоянного обмена информацией между клиринговой организацией и участниками сделок делают задачу немедленного исполнения сделок трудновыполнимой. Даже на американском фондовом рынке, самом широком и емком, сделки "spot" исполняются в основном по правилу "T+5".

Только современная электронная техника может ускорить прохождение всех этапов сделки до кратчайших сроков. На современных электронных биржах и клиринговых организациях процесс прохождения всех этапов сделки достигает одного дня, иногда заключение сделки и процедура клиринга осуществляется в один и тот же день. Но многое зависит от того, как электронный документооборот бирж и клиринговых

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

организаций сочетается с действующими в той или иной стране системами денежных расчетов и поставки ценных бумаг.

Другим важным правилом, по которому должно строиться исполнение сделок, является правило, именуемое "Поставкой против платежа". Оно касается принципов, по которым должны синхронизироваться два параллельных процесса, составляющих этап исполнения, - денежный платеж и оставку ценных бумаг.

Теоретически возможны три варианта:

- 1) покупатель получает купленные ценные бумаги раньше, чем продавец получает деньги;
- 2) продавец получает платеж раньше, чем покупатель получает купленные им ценные бумаги;
- 3) оба процесса происходят одновременно.

В первом и втором варианте одна из сторон сделки оказывается в преимущественном, другая - в ущемленном положении. Исполнение сделки предполагает встречное выполнение обязательств обеими сторонами. Может случиться так, что сторона, первая получившая то, что ей причитается по сделке, не сможет или не захочет исполнять свои собственные обязательства.

Только одновременное выполнение обязательств обеими сторонами обезопасит их от излишних рисков, связанных с возможной неплатежеспособностью или недобросовестностью контрагента. Такое одновременное исполнение именуется "Поставкой против платежа" или принципом "ППП" (delivery versus payment, DVP).

Принцип "Поставка против платежа" непросто проконтролировать на вторичном рынке. Однако любая фондовая биржа и обслуживающая их клиринговая организация обязаны позаботиться о введении контроля за соблюдением принципа "ППП". Конкретные формы и механизмы контроля и выполнения принципа "ППП" зависят от того, как устроена система денежных расчетов и система поставок ценных бумаг в той или иной стране.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

6.5. Организация денежных расчетов

Любая национальная система денежных расчетов обслуживает весь платежный оборот той или иной страны. Денежные расчеты по операциям с ценными бумагами - только часть выполняемых ею функций. Нормальные системы денежных расчетов устроены таким образом, чтобы им было безразлично, какие платежные отношения приходится обслуживать.

Расчеты по сделкам с ценными бумагами на внебиржевом рынке осуществляются, как правило, через обычную систему расчетов. Однако расчеты по биржевым сделкам производятся с некоторыми особенностями.

Практика знает несколько способов организации биржевых денежных расчетов. Они отличаются друг от друга тем, насколько расчеты по сделкам с ценными бумагами производятся обособленно от других расчетных операций. Без такого обособления в принципе обойтись невозможно потому, что биржевые расчеты предполагают взаиморасчет встречных требований, и потому, что биржи и клиринговые организации не просто дают команды на перевод денежных средств, но и контролируют принцип "Поставка против платежа".

Модель биржевых расчетов, применяемая в той или иной стране, как правило, уникальна по своим особенностям. Однако на основе некоторого обобщающего анализа можно привести наиболее типичные варианты.

Одним из самых надежных (с точки зрения контроля за рисками) вариантов является тот, при котором участники рынка создают систему, работающую как бы параллельно с общей системой расчетов. Такая модель применяется на немногих фондовых биржах, но чаще - при международных операциях с ценными бумагами.

Типичными примерами из международной практики являются международные депозитарно-клиринговые центры EuroClear (Брюссель) и CEDEL (Люксембург). Эти организации открывают корреспондентские счета во многих валютах

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

банкам и другим организациям, профессионально занимающимся торговлей ценными бумагами на международном рынке. Расчеты между участниками этих систем по их взаимным сделкам могут осуществляться по корреспондентским счетам в этих депозитарно-клиринговых центрах.

Примером из новейшей российской практики расчетную систему Московской межбанковской валютной биржи, используемую с мая 1993 г. Для расчетов по следкам с государственными краткосрочными бескупонными облигациями. Дилеры - участники расчетной системы ММВБ производят заимные платежи за облигации по своим корреспондентским счетам в этой системе.

Преимуществом такой модели является относительно высокая скорость расчетов. Расчетная организация может в короткие сроки, а при использовании электронной техники - день в день осуществить перевод со счета плательщика за счет получателя платежа. При этом нет необходимости организовать межбанковские переводы и задействовать другие расчетные системы, что обычно удлиняет и замедляет процедуру расчета.

Другим положительным качеством этой модели является то, что она дает возможность проконтролировать способность покупателей оплатить приобретаемые ими ценные бумаги. Так, например, в торговле российскими Государственными краткосрочными бескупонными облигациями на МВБ действует правило, согласно которому участник торгов может подать заявку на покупку облигаций только в том случае, если она заранее подкреплена денежными средствами на его корреспондентском счете в расчетной системе ММВБ. Однако в международной практике эта возможность почти не используется в связи с тем, что предварительное блокирование средств на счете в обособленной расчетной системе выводит их на некоторый срок из обычного платежного оборота участника.

Недостаток модели как раз заключается в том, то участники системы часто не могут свободно использовать остатки на своих счетах в обособленных депозитарно-клиринговых

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

центрах для прочих операций. Если при этом срок перевода денежных средств из общей платежной системы в обособленную и обратно занимает ощутимый период времени, то это сказывается на рентабельности операций участников. Кроме того, наличие у участника отдельных счетов для обычных операций и для операций с ценными бумагами затрудняет управление ликвидностью.

Успех в нейтрализации этого недостатка зависит от того, какой способ взаимодействия установлен между специализированной расчетной системой и национальной системой расчетов. Если речь идет о системе, которая обслуживает биржевой оборот внутри какой-либо страны, то огромное значение имеет способ расчетов, применяемый в отношении соответствующего Центрального банка и биржевой расчетной системой. Международные депозитарно-клиринговые центры CEDEL и EuroClear, обслуживающие в основном внебиржевой международный фондовый рынок, имеют успех именно потому, что наряду с отлаженными взаимодействиями со многими национальными денежными системами (которые сами по себе функционируют достаточно надежно) позволяют осуществлять мультивалютные расчеты, чего отдельно взятая национальная денежная система обеспечить не может. Кроме того, CEDEL и EuroClear позволяют банкам-участникам осуществлять не только расчеты по сделкам с ценными бумагами, но и по другим финансовым операциям.

Иные модели расчетов по сделкам на фондовом рынке в той или иной форме предполагают участие Центрального банка соответствующей страны. Эти модели отличаются друг от друга степенью вовлеченности Центрального банка в процедуру расчетов. Их общей чертой является то, что платежи между должниками и кредиторами за ценные бумаги осуществляются не по отдельным счетам, а по общим корреспондентским счетам банков-участников в Центральном банке. Это упрощает задачу банков по управлению своей ликвидностью, не требует дополнительного времени на прохождение платежей в специализированную расчетную систему и обратно.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Рассмотрим два наиболее типичных варианта.

При одном варианте Центральный банк получает от биржевого клирингового центра пакет расчетных документов (например, платежных поручений - в бумажной или электронной форме), которые он исполняет, дебетуя и кредитуя корреспондентские счета банков - участников расчетов. Итоговые отчетные документы о проведенных расчетах передаются Центральным банком коммерческим банкам-участникам расчетов и биржевому клиринговому центру для последующей выверки. Сторонами в проведенных расчетах могут быть как сами коммерческие банки- участники, так и клиринговые центры - в зависимости от применяемого способа многостороннего зачета взаимных требований. Сам Центральный банк при этом стороной в расчетах не является.

Другой вариант, напротив, предполагает прямое участие Центрального банка в расчетах в качестве одной из сторон. Этот вариант применяется тогда, когда клиринговая организация производит многосторонний взаиморасчет требований и обязательств участников. В данной модели урегулирование позиций участников осуществляется не против клиринговой организации, а против Центрального банка. Таким образом, применение метода "новейшн" организуется с участием Центрального банка, который, получая от клиринговой организации данные о позициях участников, подлежащих урегулированию, списывает средства с должников в свою пользу на специальный промежуточный счет и перечисляет деньги кредиторам с этого промежуточного счета.

Выбор конкретного механизма расчетов для той или иной системы торговли ценными бумагами всегда осуществляется после того, как будут разработаны системы и процедуры контроля за рисками, возникающими в связи с осуществлением сделок с ценными бумагами. В дальнейшем мы подробно рассмотрим типы рисков, способы контроля за ними и вернемся к рассмотрению роли Центрального банка в этом механизме.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

7.0. Риски при осуществлении сделок на фондовом рынке

В данном разделе предмет рассмотрения - специфические риски, которые возникают в связи с той или иной конструкцией системы клиринга и исполнение сделок, безотносительно к типу и характеру самих финансовых инструментов.

7.1. Источники риска при совершении сделок

Существует два источника риска в процессе совершения сделок с ценными бумагами.

Один связан с тем, что между этапом заключения сделки и этапом ее исполнения всегда должен пройти определенный срок. Если в момент сделки оба контрагента были платежеспособны, то нет абсолютной гарантии того, что это положение обязательно сохранится к моменту исполнения сделки.

В случае, когда к моменту исполнения сделки выявится, что одна из сторон не может выполнить своих обязательств по сделке (заплатить деньги или поставить ценные бумаги), то вторая, платежеспособная сторона, естественно, не станет исполнять свои обязательства перед недобросовестным контрагентом. Сделка останется неисполненной. Может показаться, что стороны разошлись к обоюдному удовлетворению. Однако это не так. Платежеспособная сторона могла ожидать, что отмененная сделка принесет ей прибыль. Например, она купила по неисполненной сделке такие ценные бумаги, которые в связи с ростом цен могли бы быть перепроданы с прибылью. Однако сделка сорвалась, бумаги не были куплены и не могут быть перепроданы. Следовательно, добросовестная сторона упустила финансовую выгоду. Она могла бы заключить с другим контрагентом повторную сделку на покупку ценных бумаг и попытаться возместить сорвавшуюся сделку, но никто не даст гарантии, что эта операция может принести те же выгоды. К

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

тому же конъюнктура рынка может сложиться так, что повторная сделка может не только не принести прибыль, но и повлечь за собой убытки. Конкретная ситуация и риск участников всегда зависят от движения конъюнктуры. Этот риск именуют "риском понесения убытков по возмещению" (replacement cost risk), он связан также с тем, что потерпевшая сторона, не получив причитающихся ей денежных средств или ценных бумаг, не сможет, в свою очередь, исполнить собственные обязательства перед третьими лицами. В этом случае, чтобы своевременно исполнить эти обязательства и не допустить цепочки неплатежей, она может быть вынуждена заключить аналогичную сделку на не выгодных для себя условиях.

Второй источник риска связан с тем, что при исполнении сделки денежный платеж и встречная поставка ценных бумаг могут происходить не одновременно. Если одна из сторон выполнит свои обязательства по заключенной сделке, а вторая не сможет выполнить свои (например, по причине банкротства или временного отсутствия нужных денежных средств или ценных бумаг), то для добросовестной стороны наполовину не исполненная сделка несет прямой немедленный убыток. Риск понесения такого убытка именуется "риском потери основной суммы долга" (principal risk), так как этому риску подвержена вся сумма, вовлеченная в сделку. Такой риск более серьезен, чем риск убытков по возмещению полностью не исполненной сделки. В результате частичного неисполнения сделки пострадавшая добросовестная сторона не только упускает выгоду и рискует создать цепочку неплатежей, но еще несет прямые потери.

Существует и третий тип риска, который связан с первыми двумя и может возникнуть при тех же обстоятельствах. Этот тип риска именуют "риском ликвидности" (liquidity risk). Он возникает тогда, когда недобросовестная сторона, оставаясь в целом платежеспособной, лишь на время задерживает исполнение своих обязательств по заключенной сделке. Если это становится ясным после того, как добросовестная сторона уже

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

исполнила свои обязательства, то отодвигается во времени только вторая часть исполнения сделки. В обоих случаях сделка будет полностью исполнена и завершена, но только в более продолжительный срок.

Однако в обоих случаях добросовестная сторона несет риск неисполнения своих собственных обязательств перед третьими лицами по другим сделкам. Таким образом, возникает риск цепочки неплатежей.

Если пострадал продавец ценных бумаг, не получивший вовремя встречный платеж, на который рассчитывал, то такому продавцу необходимо где-то занять недополученную сумму, чтобы заплатить тому, кому он сам, в свою очередь, должен по другим сделкам.

Если пострадал покупатель, своевременно не получивший встречную поставку ценных бумаг, то такому покупателю необходимо либо занять у кого-то эти ценные бумаги, либо купить эти бумаги за счет привлечения денежной ссуды для того, чтобы выполнить свои собственные обязательства по поставке ценных бумаг по другим сделкам.

Таким образом, пострадавшая сторона несет дополнительные расходы по привлечению средств для решения временных проблем со своей ликвидностью, а также дополнительные накладные расходы по совершению компенсирующих операций.

Собственными средствами организаций, обслуживающих рынок ценных бумаг, из трех описанных выше видов рисков (риск возмещения, риск потери основной суммы, риск ликвидности) может быть полностью устранен только один - риск потери основной суммы долга. Устранение этого риска происходит, если применяется принцип "Поставка против платежа". Главное в этом принципе - не допустить одновременного осуществления денежного платежа и поставки ценных бумаг. Согласно этому принципу либо оба процесса происходят одновременно, и сделка исполняется в положенный срок, либо ни один из процессов не производится вовсе. В последнем случае сделка или совсем не исполняется, и все сводится к риску

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

возмещения, или сделка исполняется позднее, и все сводится к риску ликвидности.

Существует несколько моделей и механизмов проведения в жизнь принципа "ППП", который полностью ликвидирует риск потери основной суммы.

Самым простым способом является создание такой системы, когда поставка ценных бумаг и денежный платеж происходят в рамках одной организации, например, в рамках Центрального банка, депозитарно-клиринговой системы, фондовой биржи. В таком механизме достаточно легко контролировать одновременность осуществления встречных проводок по денежным счетам и счетам депо.

Сложнее приходится в той системе, когда денежные расчеты и поставка ценных бумаг осуществляются в рамках разных организаций. В таком случае какая-либо организация (как правило, клиринговый центр) берет на себя обязанность по координации действий системы денежных расчетов и депозитария по исполнению фондовых сделок.

Часто применяются схемы, когда клиринговая система бывает вынуждена заново пересчитывать результаты взаиморасчета. Это происходит в том случае если один из участников рынка не в состоянии исполнить свои обязательства после выведения чистого сальдо по клирингу. Его сделки за соответствующий день исключаются из общей системы сделок и взаимные обязательства других участников рынка заново пересчитываются с применением принципа неттинга. Такой способ не всегда удобен и очень громоздок. Дело в том, что сделки неплатежеспособного участника, "исключенные" из расчета данного дня, могут нарушить баланс обязательств других участников, возникает риск цепочки неплатежей.

Как правило, механизм повторного пересчета сальдо многостороннего зачета применяется там, где расчетная и депозитарная системы могут осуществлять не менее двух операционных циклов в день. В этом случае повторный цикл (который обычно осуществляется во второй половине дня) исполь-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

зуются участниками рынка для того, чтобы успеть заключить и осуществить "пожарные" сделки на кредитном или финансовом рынке. Добросовестные участники рынка компенсируют этими сделками свои вынужденные обязательства, которые выявились во время первого(утреннего) операционного цикла в результате недополучения денежных средств или ценных бумаг от недобросовестных контрагентов.

Как правило, стороной, предоставляющей услуги по заключению "пожарных" сделок, выступает Центральный банк соответствующей стороны.

Риск возмещения и риск ликвидности в принципе не могут быть устранены инфраструктурой фондового рынка. Дело в том, что эти риски возникают часто по причинам, лежащим вне сферы влияния организаций, обслуживающих рынок ценных бумаг. Всегда существует риск банкротства или риск временной неплатежеспособности любого субъекта рыночной экономики. Если этот субъект оказался вовлеченным в операции с ценными бумагами, то эти риски могут повлиять на его контрагентов по фондовому рынку.

Сказанное, однако, не означает, что инфраструктура фондового рынка безразлична к этим рискам. Наоборот, мировая практика показывает, что неустраняемые риски можно и нужно контролировать и снижать до приемлемого уровня.

7.2. Способы контроля на рынке ценных бумаг

Применяются следующие способы контроля и минимизации неустраняемых рисков, конкретные комбинации в применении которых зависят от особенностей того или иного рынка.

Во-первых, фондовые биржи, а особенно клиринговые организации, предъявляют определенные минимальные требования к профессиональному составу участников, их финансовому состоянию и даже репутации. Нельзя стать членом бир-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

жи или клиринговой организации, не достигнув требуемых показателей работоспособности и платежности. Нельзя оставаться членом биржи или клиринговой организации, снизив за время членства свои финансовые показатели ниже требуемых.

Понятно, что чем надежнее каждый из участников системы, тем меньшему риску подвергаются все остальные участники. Однако можно установить такие требования, которые будут по плечу только немногим. В этом случае система будет высоконадозна, но неэффективна из-за узкого круга участников. Задачей организаторов инфраструктуры фондового рынка является нахождение приемлемого компромисса между надежностью системы и ее масштабами.

Во-вторых, биржи и клиринговые организации могут устанавливать различные лимиты на операции участников.

Типичным примером является установление максимального лимита на размер короткой позиции каждого участника. В случае, если какой-либо участник торгов заключил такой объем сделок, который сделал его должником на сумму лимита, то такому участнику далее запрещается заключать сделки, по которым сумма его долга может возрасти. Ясно, что чем лимиты строже, тем меньше могут быть суммы взаимной задолженности участников, а значит - ниже риски. Однако чрезмерное ужесточение лимитов ведет к снижению оборота торговли и стагнации рынка. Необходим компромисс между надежностью и объемом риска.

В - третьих, клиринговые организации вводят способы распределения рисков между всеми участниками системы. Применение методов нэттинг и новэйшн являются типичными примерами.

Нэттинг, или вычисление чистого сальдо требований или обязательств (позиции) для каждого участника определяет размер требований каждого кредитора ко всем должникам или размер долга каждого должника по отношению ко всем кредиторам без указания конкретных пар "должник - кредитор". В

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

этом случае при невыполнении одним из должников своих обязательств риск может быть равномерно распределен между всеми кредиторами.

Новэйшн, или исполнение сделок не попарно, а против клиринговой организации, дает возможность технически сконцентрировать управление рисками в едином центре и применять методы, описываемые ниже.

В-четвертых, участники торговли могут создать специальный резервный фонд, за счет которого компенсируются убытки от неисполнения или несвоевременного исполнения сделок отдельными участниками. Управлять средствами этого резервного фонда и расходовать их по назначению, как правило, доверяют клиринговой организации.

В-пятых, участники фондового рынка с помощью клиринговой организации могут создать систему распределения убытков в случае их возникновения по причине неисполнения отдельными участниками своих обязательств по сделкам. Например, может быть установлено, что при неисполнении обязательств одним должником все кредиторы текущего дня недополучают приходящуюся на них долю убытков.

В-шестых, непосредственно клиринговая организация или участники торговли через клиринговую организацию применяют механизм кредитования тех должников, которые испытывают временные платежные затруднения. Кредитором при этом могут выступать как сами участники (на долях), так и клиринговая организация за счет собственных или выделенных участниками средств.

В-седьмых, может существовать крупный внешний гарант, который берет на себя покрытие убытков в случае их возникновения при неисполнении сделок (чего почти не бывает) или (что бывает очень часто) который гарантирует предоставление кредита участникам системы или клиринговой организации для покрытия убытков или кредитования временно неплатежеспособного участника системы. Таким образом риски цепочки неплатежей не просто перераспределяются внутри

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

крута участников рынка, но частично снимаются с участников рынка и перекладываются на внешнего гаранта. При этом гарант имеет право предъявлять собственные требования к конструкции системы фондового рынка, чтобы посредством этих требований обезопасить себя от излишних рисков.

Внешним гарантом может быть консорциум крупных банков или финансовых компаний. Однако самым надежным вариантом является привлечение в качестве гаранта соответствующего Центрального банка. Платежеспособность центрального банка сомнений не вызывает. Центральный банк может производить платежи всчет предоставления кредитов непосредственно по счетам банков-участников в своей централизованной системе расчетов, что, как правило, быстрее и надежнее. Кроме того, Центральный банк в определенном смысле является нейтральным лицом в конкурентной борьбе участников рынка, и его привлечение не вызывает обострения ненужных конкурентных противоречий между различными финансовыми группами.

Вышеперечисленные механизмы контроля и управления рисками могут применяться на различных рынках в разных сочетаниях - вместе и по одному. Каждый сегмент национального фондового рынка, каждая фондовая биржа находит свой уникальный способ сочетания контрольных механизмов. При этом организаторы и создатели инфраструктуры фондового рынка должны находить приемлемый компромисс между жесткостью системы, ее надежностью, с одной стороны, и составом участников, а также оборотом рынка, с другой.

7.3. Фондовые биржи в системе фондового рынка

Такие высокоорганизованные системы фондового рынка, как фондовые биржи, в состоянии не просто опосредовать заключение сделок, но с помощью "дружественных" или до-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

черних клиринговых организаций создавать надежные системы контроля и управления рисками. Именно этот факт придаст биржам значительное преимущество в конкуренции с многочисленными внебиржевыми системами. Даже развитие современных средств связи и вычислительной техники не смогло значительно ослабить позиции фондовых бирж.

Может показаться, что фондовые биржи растворяются во внебиржевом рынке благодаря тому, что вводят системы электронной торговли и режима удаленного доступа. Однако в большинстве случаев это не так. Главная особенность и главное преимущество фондовых бирж заключается не в наличии общего места торговли (биржевого зала). Преимущество - в четкой организационной структуре, отработанность всех этапов совершения сделок с ценными бумагам и особенно - в наличии отлаженной и высоконадежной системы контроля и управления рисками. Этим не может похвастаться большинство систем внебиржевого рынка.

Если попытаться заглянуть в будущее и предсказать направление развития инфраструктуры фондового рынка, то можно предположить следующее. Фондовые биржи будут с некоторым опозданием от систем внебиржевого рынка внедрять электронные методы заключения сделок через удаленные терминалы, установленные в офисах участников рынка, ничуть не теряя при этом своей централизованности и отлаженности всех процедур. Вместе с тем системы внебиржевого рынка будут создавать или привлекать к тесному стабильному сотрудничеству (там, где этого еще нет) клиринговые центры и депозитарии, вводить все более жесткие правила клиринга, расчетов и контроля за рисками, превращаясь при этом фактически в те же фондовые биржи.

Исходя из вышеизложенного, можно предположить, что будущее - за электронными фондовыми биржами, а если быть точнее - за комплексными системами "биржа - клиринговый центр - депозитарий".

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

8.0. Долгосрочные кредиты на рынке капиталов

Важнейшая составная часть рынка капитала - психологический фактор, а именно доверие, которым этот рынок пользуется в своей стране и за рубежом. Создание эффективной биржевой и банковской системы является основной предпосылкой для развития фондового рынка в республике. Наряду с этим значительную роль в его формировании играют политика процентных ставок, налоговая и кредитная политика, адекватные институциональные преобразования.

Склонность населения страны к накоплениям и предложение капитала со стороны внешнего мира так же, как и готовность экономики к капиталовложениям и спрос на капитал со стороны внешнего мира складываются под влиянием размера процентной ставки, а также под влиянием покупательной способности денег.

Размер процентной ставки оказывает разное воздействие на спрос и предложение капитала. Чем выше процентная ставка, тем ниже спрос на капитал, поскольку "стоимость" капитала слишком высока и недоступна для всех. Однако в этом случае возрастает предложение капитала, так как тем, кто капитал предлагает, выгодно получать за его предоставление высокие проценты. И наоборот. Таким образом, на рынке ссудных капиталов происходит уравнивание спроса и предложения капитала до тех пор, пока при определенной процентной ставке, удовлетворяющей обе стороны, не достигается точка равновесия.

Экономисты придают важное значение различению номинальной и реальной ставки процента.

Реальная ставка процента учитывает инфляционный налог на величину номинального дохода по предоставленной банком ссуде. Значит, реальная ставка процента равняется номинальной ставке процента за вычетом предполагаемых (ожидаемых или фактических) темпов инфляции. Например, если у вас есть временно свободные 5000 сумов, вы, будучи знакомы с принципами банковского дела, решили дать эту сумму денег

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

в займы сроком на 3 месяца. При этом, допустим, вы предполагаете, что темпы инфляции в течение 3-х месяцев составят 2%, а реальный процентный доход от всей суммы ссуды за 3 месяца, который устраивает вас, вы оцениваете в 5% ($0,05 * 5000 = 250$ сумов). Следовательно, вы предоставите ссуду под 7 процентов на 3 месяца (2+5). Таким образом, при номинальной процентной ставке величиной в 7% ожидаемая реальная процентная ставка равняется 5%.

Если же инфляция составит 8%, то при номинальной процентной ставке в 7% реальная процентная ставка составит - 1. В этом случае говорят об отрицательных процентных ставках. Они часто присущи экономике с гиперинфляцией, когда номинальная процентная ставка банковских кредитов ниже, чем темпы инфляции.

Уровень процентной ставки непосредственно зависит от экономической стабильности в стране. За период с начала 1995 года макроэкономическая ситуация в Узбекистане, включая состояние государственного бюджета и уровень инфляции по оценкам наиболее влиятельных экспертных организаций - Международного валютного фонда и Мирового банка экономического развития, - заметно улучшилась. Сократились темпы падения валового внутреннего продукта.

Однако гиперинфляция и отрицательные процентные ставки, которые имели место в предыдущие годы, привели к быстрому сокращению масштабов финансового посредничества в стране (прохождение платежей через банковскую систему). Наличие отрицательных процентных ставок делало невозможным долгосрочное кредитование экономики банками и в целом замораживало инвестиционные процессы в стране: капиталные вложения обесценивались задолго до их полного освоения. В настоящее время имеются хорошие возможности для восстановления прежних масштабов финансового посредничества в республике, поскольку процентные ставки (выраженные ставкой рефинансирования) начиная с 1995 года удерживаются на уровнях, положительных в реальном выражении.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Рынок капиталов в Узбекистане. Рассмотрим рынок капиталов в Узбекистане на примере кредитования.

В Узбекистане долгосрочное кредитование осуществляется по трем основным каналам:

1. Долгосрочные кредиты банков. Необходимо отметить, что в условиях перехода к рынку, когда существуют значительные темпы инфляции, привлекательность таких кредитов для банков значительно снижается, поскольку к моменту возвращения процентов по кредиту их значение теряет всякий смысл. Поэтому в Узбекистане, так же, как и в других странах СНГ, удельный вес долгосрочных кредитных вложений в общем объеме кредитов значительно снизился. Если на 1 января 1996 года он составлял 15,1%, то на 1 апреля упал до 12,6%. Соответственно, удельный вес краткосрочных кредитов возрос с 84,9% до 87,4%.

Среди коммерческих банков республики наибольший удельный вес (более 45%) долгосрочных кредитных вложений приходится на Промстройбанк, традиционно обслуживающий производственный сектор экономики Узбекистана, требующий значительных временных интервалов. На втором месте - Пахтабанк (9%), традиционно обслуживающий сельскохозяйственный сектор, кредиты которого примерно поровну распределены между производством и переработкой сельскохозяйственной продукции.

Для уменьшения кредитных рисков банки начинают вовлекаться в небанковские виды деятельности, включая операции с ценными бумагами. Существуют три основные причины, объясняющие стремление банков принять участие в операциях с ценными бумагами: стремление к диверсификации источников доходов за счет выхода на новые сферы деятельности; стремление к использованию накопленного опыта в сфере обращения ценных бумаг для расширения отношений с клиентами; стремление представлять полный комплекс финансовых услуг своим клиентам.

2. Начиная с 1995 года долгосрочное кредитование осуществляется также по программе, которая основана на ис-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

пользовании поступлений от приватизации для финансирования субсидируемого кредитования. Такое кредитование осуществляется Госкомимуществом Республики Узбекистан. Страхованием таких кредитов призвана заниматься государственная страховая компания "Мадад". Комитет по управлению государственным имуществом (Госкомимущество) начал предоставлять предприятиям кредиты в порядке поддержки в период после приватизации или так называемый постприватизационный период. В рамках этого механизма программа кредитования подготавливается министерствами на основе заявок, подаваемых предприятиями. Объем поддержки со стороны Госкомимущества ограничен определенным процентом поступлений от приватизации предприятий, ранее находившихся в ведении соответствующего министерства.

3. Долгосрочное кредитование осуществляется также через Бизнес-фонд. Первоначально данный фонд был организован как часть Госкомимущества. Он был преобразован в Бизнес-фонд постановлением №291 Кабинета Министров Республики Узбекистан от 26 июля 1995 года. Бизнес-фонд обслуживает шесть приоритетных секторов - переработку сельскохозяйственной продукции, фермы, туризм, строительство и производство строительных материалов, местную промышленность и сферу услуг. Бизнес-фонд, начавший свою деятельность в 1995 году, получает до 50% поступлений от приватизации и 10% отчислений в Фонд занятости на цели кредитования малых частных предприятий. Фонду разрешено вкладывать средства в акции, но пока он в основном занимается предоставлением кредитов. Кредиты предоставляются на длительный срок (до 10 лет) с льготным периодом от 2 до 5 лет по эффективным процентным ставкам от 15 до 40 процентов в год. Функции посредника в платежах для Бизнес-фонда несет Тадбиркорбанк. Риски операций фонда страхуются государственной страховой компанией "Мадад", созданной специально для этой цели.

Кроме кредитных операций, Бизнес-фонд оказывает техническое содействие в подготовке технико-экономических обо-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

снований. Постановление о создании фонда также санкционирует другие виды деятельности, которые относятся в основном к сфере деятельности частных банков: лизинг, управление ценными бумагами, управление траст-фондами, факторинговые и брокерские услуги.

9.0. Особенности кредитования в Узбекистане

9.1. Источники кредитования приватизированных предприятий в республике

Один из важнейших источников кредитования предприятий отраслей народного хозяйства республики - средства, поступающие от приватизации. Узбекистан является одним из немногих в мире государств, в котором при приватизации все полученные средства от нее направляются не в бюджет, а на постприватизационную поддержку и развитие рыночной инфраструктуры.

Таким образом первая особенность финансирования деятельности приватизировавших предприятий заключается в том, что средства образуются за счет разгосударствления и концентрируются на специальном счете Госкомимущества.

Вторая особенность заключается в том, что по согласованию с Министерством финансов республики, устанавливаются льготные скользящие процентные ставки за пользование кредитом. Изменение размера процентной ставки происходит ежеквартально, но она всегда ниже среднебанковской по республике. Таким образом, предприятие, переменившее форму собственности на негосударственную, имеет возможность с первого дня существования в новом качестве получить средства для осуществления своих бизнес-планов на выгодных по сравнению с госпредприятиями условиях. Важно то, что в этом случае решение о кредитовании проектов принимается не директированием, не указанием свыше, а на основании строгих экономических расчетов.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Для оформления займа в этих случаях требуется представить в Госкомимущество:

1. Письмо - рекомендация от хозяйственной организации (холдинги, концерны, ассоциации и другие), куда входит предприятие-заемщик.

2. Заявка предприятия на получение кредита (письмо-ходатайство по финансированию)

3. Бизнес-план или технико-экономическое обоснование проекта (программы), где рекомендуется отразить следующее:

- товары (услуги), предлагаемые к производству, объем производства, конкурентоспособность;
- оценка рынка (существующее положение, сбыт, конкуренция);
- оценка рисков и страхование;
- финансовый план и стратегия финансирования (за счет собственных и (или) заемных средств);
- сетевой или календарный план реализации проекта;
- имеющиеся и необходимые мощности и ресурсы (производственные площади, технологии, оборудование, сырье и материалы, коммуникации и пр.);
- финансовые результаты использования заемных средств и график погашения кредита;
- экологическая безопасность проекта.

4. Копии решения о регистрации предприятия, устава и ордера Госкомимущества на право собственности.

5. Справка обслуживающего банка о наличии или отсутствии кредиторской задолженности у заемщика на момент обращения за займом.

6. Гарантия обеспечения возврата займа (договор о залоге или гарантия страховой компании или уполномоченного банка).

7. Копия баланса предприятия за последний отчетный период (квартал перед обращением за кредитом), заверенная печатью и подписями руководителя и главного бухгалтера, а также печатью налогового органа по месту нахождения заем-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

щика, а в необходимых случаях - заключение аудиторской организации о финансовом положении заемщика.

9.2. Кредитование малого и частного бизнеса

Свою специфику в Узбекистане имеет и кредитование малого и частного бизнеса. Предприятие этой группы, наряду с традиционными источниками финансирования, принятыми в мировой практике, имеет в Республике Узбекистан специальные источники кредитования.

По решению правительства создан специальный Республиканский Фонд поддержки частного предпринимательства и малого бизнеса (Бизнес-фонд).

Привлекаемые им средства аккумулируются и выделяются в виде кредитов через Узтадбиркорбанк на возвратной основе для решения следующих основных задач:

- оказание финансового содействия частному предпринимательству и малому бизнесу путем льготного проектного кредитования;

- содействие развитию широкой инфраструктуры частного предпринимательства и малого бизнеса в регионах республики;

- предоставление гарантий, обязательств и поручительств под инвестиционные проекты частных предпринимателей и малого бизнеса, для реализации которых требуется привлечение заемного капитала из различных кредитных учреждений;

- учреждение и предоставление грантов на разработку соответствующих международным стандартам технико-экономических обоснований проектов и покрытие страхового полиса, связанных с их реализацией;

- оказание технологической поддержки частному предпринимательству и малому бизнесу на основе организации лизинга зарубежного оборудования.

Для обеспечения нормальной деятельности Бизнес-фонда ему были выделены средства из бюджета и 50% всех сумм, поступающих от приватизации ежегодно.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Созданный финансовый потенциал фонда позволяет во многом снять дефицит на рынках капиталов для представителей малого бизнеса.

9.3. Страхование займов

Важной особенностью в кредитовании малого бизнеса является и то, что государство создало надежный механизм страхования займов.

Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан создано Агентство по страховой защите частного предпринимательства и малого бизнеса "Мадад". Его подразделения размещены по всем регионам республики и позволяют оперативно решать все возникающие вопросы на местах.

Утвержден следующий порядок страхования субъектов частного предпринимательства и малого бизнеса:

1. Агентство "Мадад" работает в тесном контакте с Бизнес-фондом, обеспечивает в установленном порядке экспертизу предложений и проектов, а также выдачу страхового полиса, являющегося основанием для выделения Бизнес-фондом кредитов заемщикам.

2. Предприниматель с пакетом документов (устав, баланс, бизнес-план проекта) обращается в агентство "Мадад".

3. Агентство "Мадад" проводит экспертизу представленных документов и изучает:

- соответствие проекта приоритетным направлениям развития частного предпринимательства и малого бизнеса;
- соответствие проекта критериям малых и частных предприятий;
- реальность, окупаемость проекта, финансово-экономическое состояние предпринимателя;
- другие вопросы, позволяющие определить степень риска.

Результаты экспертизы докладываются правлению агент-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

ства, которое выносит решение о целесообразности предоставления страховой гарантии.

Разрешение правления доводится до предпринимателя, с ним заключается страховой договор, на основании которого выдается страховой полис.

4. На основании страхового договора предприниматель перечисляет агентству страховой платеж.

Если у предпринимателя нет средств на оплату страхового платежа, расчеты по платежу производятся после получения кредита в Бизнес-фонде.

Предприниматель оформляет и получает кредитные ресурсы в Бизнес-фонде. Правовой основой выдачи кредита являются страховой полис и кредитный договор между Бизнес-фондом и предпринимателем.

5. В период действия кредитного и страхового договора агентство "Мадад" осуществляет проверку целевого использования выделенного и застрахованного кредита.

6. По окончании срока действия кредитного договора в случае непогашения кредита или его части агентство "Мадад" по представлению Бизнес-фонда составляет акт о наступлении страхового случая и в 10-дневный срок платежным поручением перечисляет соответствующую сумму на расчетный счет Бизнес-фонда.

Выделение кредитов Бизнес-фондом осуществляется по решению правления фонда на основе кредитного договора через Узтадбиркорбанк при наличии у заемщика страхового полиса, выданного, как правило, страховым агентством "Мадад".

Льготное кредитование осуществляется Бизнес-фондом за счет привлеченных средств из государственных источников и направляется на финансирование инвестиционных проектов частного предпринимательства и малого бизнеса приоритетных отраслей экономики.

Срок погашения льготных кредитов устанавливается в пределах до 10 лет, с льготным периодом от 2 до 5 лет в зави-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

симости от срока окупаемости проекта. Процентная ставка по льготным кредитам является нефиксированной и устанавливается Бизнес-фондом по согласованию с Министерством финансов.

Пакет документов, необходимых для выделения кредита.

- 1) Развернутый Бизнес-план проекта;
- 2) Устав предприятия (заверенный нотариально или хокимиятом);
- 3) Баланс предприятия за прошедший квартал, утвержденный налоговой инспекцией;
- 4) банковская справка о финансовом состоянии предприятия (отсутствие задолженности).

По проектам, включающим строительство объектов до 2 млн. сумов, необходимо в разделе Бизнес-плана представление следующих дополнительных документов:

- решение хокимията об отводе земли под строительство;
- архитектурно-планировочное задание (АПЗ);
- заключение природоохранных органов об отсутствии отрицательного воздействия на экологию;
- объектные сметы и укрупненный сметный расчет;
- заключение технической экспертизы на проект.

При объеме строительно-монтажных работ свыше 2 млн. сумов;

- решение хокимията об отводе земли под строительство;
- АПЗ;
- заключение природоохранных органов;
- проектно-сметная документация в полном объеме;
- заключение государственной вневедомственной экспертизы на проект.

Описанная выше система кредитования и страхования не имеет аналога в странах постсоветского периода.

Как следствие, результатом мощной государственной поддержки малого бизнеса явился беспрецедентный по своим масштабам рост количества частных предприятий.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Только в 1995 году в Узбекистане их было создано и зарегистрировано свыше 65,0 тысяч. Для сравнения - в 1994 году малых и частных предприятий насчитывалось около 35,0 тысяч.

9.4. Валютное кредитование.

Особое значение в развитии рыночной экономики имеет привлечение и участие в ней иностранных инвестиций.

Кроме традиционных международных банковских займов в Узбекистане функционирует ряд специализированных иностранных фондов.

Одним из них является Центральноазиатско-американский фонд поддержки предпринимательства (ЦААФПП). Созданный при поддержке правительств США и Узбекистана, фонд наделен значительными правовыми и налоговыми льготами, что позволяет ему кредитовать представителей малого и среднего бизнеса по низким процентным ставкам.

Другой отличительной чертой фонда является то, что помимо кредитов он сам участвует в коммерческой деятельности предприятий, покупая пакеты акций и осуществляя прямое инвестирование.

В широком смысле фонд призван зарабатывать прибыль и содействовать развитию частного сектора, инвестируя в прибыльные малые и средние предприятия в Узбекистане, демонстрируя тем самым экономические и социальные блага, которые здоровый частный сектор способен привнести в страну.

Как независимое образование, свободное от какого-либо бюрократического влияния со стороны государственного аппарата, фонд показал способность действовать быстро и гибко, что необходимо для удовлетворения потребностей как инвесторов, так и регионов. Выступая основным инвестором, фонд привлекает дополнительные частные средства, тем самым стимулируя местные предприятия частного сектора. По мере успешного развития программ будет возрастать способность Фонда привлекать дополнительные средства мировых финансовых рынков.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Фонд создал две основные программы:

1. Программа прямых инвестиций, по которой предоставляются прямые инвестиции в форме долевого участия и кредитования коммерческо-перспективным предприятиям, отвечающим предъявляемым требованиям, в том числе совместным предприятиям с инвесторами со всего мира, которые могут привнести в регион современные технологии, навыки управления и финансовые ресурсы.

2. Азиатская кредитная компания "Кроссрудз" (АКК), образованная как отдельная, но полностью контролируемая фондом дочерняя компания, которая выдает кредиты до 100000 долларов США мелким предпринимателям.

Программа прямых инвестиций. Фонд осуществляет прямое инвестирование как в форме долевого участия, так и кредитования в частные средние предприятия, включая вновь создаваемые. При осуществлении инвестиций в форме долевого участия доля фонда обычно составляет от 20% до 40%. Установленный фондом минимальный взнос в акционерный капитал составляет 250 000 долларов США, максимальный - в 5 000 000 долларов США; в особых случаях фонд может рассмотреть возможность исключения из данных ограничений. Хотя фонд и делает упор на инвестирование в форме долевого участия, большая часть сделок включает кредитование. Выдача средств осуществляется только в долларах и других твердых валютах. Обязательны периодические выплаты по основной части кредита и процентам. Фонд надеется уравновесить свой инвестиционный портфель находящимися на ранних этапах развития или создаваемыми предприятиями, а также уже созданными и окрепшими компаниями.

Азиатская кредитная компания "Кроссрудз" (Программа кредитования малого бизнеса). АКК выдает кредиты до 100000 долларов США начинающим предпринимателям. В исключительных случаях АКК может предоставлять кредиты до 300000 долларов США, когда инвестиции в форме долевого участия не подходят для компании, хотя она по всем показателям удовлетворяет требованиям программы прямых

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

инвестиций фонда. Неукоснительная процедура одобрения и программы погашения осуществляется в сотрудничестве с местными банками. Эта программа, по которой содействие получают коммерческие предприятия, не имеющие иного доступа к финансовым институтам и рынкам капитала, более подробно описана в разделе "АКК".

Инвестиционные предложения, подаваемые как местными, так и международными компаниями, могут получить финансирование, если проект включает по крайней мере некоторое местное доленое участие. Фонд готов предоставить персонал и другие ресурсы для оказания содействия местным предпринимателям и предприятиям в разработке жизнеспособных проектов. В то же время предполагается, что международные фирмы сами осуществляют и финансируют подготовительную работу.

Установлены строгие и тщательные процедуры и критерии подачи заявок потенциальными получателями инвестиций, рассмотрения и одобрения заявок фондом.

Процесс подачи заявок и основные принципы оформления предложений. При обращении предприятия или предпринимателя в фонд с проектом необходимо письменно оформить предложение. Предложение должно включать следующее: описание заявки на инвестиции; описание предприятия и отрасли; объяснение того, как средства от долевого участия или кредита будут использованы; краткое описание структуры собственности и руководства фирмы; краткое описание риска; финансовые показатели и анализ предполагаемых прибылей; юридическая документация, четко устанавливающая право на владение вносимыми в проект активами; предполагаемая стратегия выхода для фонда; документ о влиянии предполагаемых инвестиций на окружающую среду; заверение руководства в том, что компания будет соблюдать все местные законы; другие существенные материалы.

После подачи заполненной заявки фонд проводит предварительную комплексную проверку, которая включает выезд на место, анализ финансовых отчетов, проверку анкетных данных заявителя, проверку данных по предприятию, оценку вкладываемых активов (когда соинвесторы вносят активы не в де-

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

нежном выражении) и подготовку документации по всем аспектам процесса "комплексной проверки". После такого анализа, при необходимости, сотрудники фонда работают с заявителем над окончательной доработкой предложения. Затем предложение оценивается высшим руководством фонда и, при необходимости, снова дорабатывается.

Процесс одобрения. После проверки руководством фонда предложение представляется на окончательное рассмотрение в Инвестиционный комитет или в совет директоров в полном составе (в зависимости от размера инвестиций). После получения одобрения готовится полный пакет юридической документации, определяющей окончательные договоренности сторон, включая все условия. Средства выдаются только после того, как собрана вся документация и получены все необходимые подписи.

9.5. Республиканская инжиниринговая компания "Узинвестпроект"

Важным звеном при принятии решения о кредитовании инвестиционных проектов являлась их технико-экономическое обоснование. Для решения этой проблемы в Узбекистане создана республиканская инжиниринговая компания "Узинвестпроект", образованная в виде акционерного общества, учредителями которого стали ведущие проектные институты.

Основными задачами и направлениями деятельности республиканской инжиниринговой компании "Узинвестпроект" являются:

выполнение прединвестиционных исследований (разработка бизнес-планов, технико-экономических обоснований, схем финансирования и других материалов) и осуществление экспертно-консультационного сопровождения инвестиционных проектов;

разработка проектно-сметной документации инвестиционных проектов;

разработка методических рекомендаций, форм и показателей для подготовки инвестиционных проектов в соответствии с международными стандартами.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Наряду с работой над крупными инвестиционными проектами “Узинвестпроект” призван на высоком профессиональном уровне разрабатывать крайне необходимые проекты для малого бизнеса. Для малых и средних предприятий “Узинвестпроект” осуществляет детальные маркетинговые исследования, разработку современных технологий, применяет мобильные мини-производства, подбирает изготовителей оборудования.

Так, например, для реализации проекта по производству молочной продукции в фермерском хозяйстве Ташкентской области были проведены исследования по производству сыра и молока в республике в 1994-95 гг., определены технология и перечень оборудования, составлен сетевой график ввода его в эксплуатацию. Исследованы и сопоставлены цены на продукцию. Проведен анализ эффективности функционирования предприятия.

Такой подход к подготовке проекта, безусловно, снижает риск при капиталовложениях и повышает шансы предпринимателей на успех.

Очень важной чертой при реализации проектов малого бизнеса стало типовое проектирование. И в системе “Узинвестпроект” и в Бизнес-фонде широко применяются типовые проекты по различным видам деятельности. Они легко привязываются к местности и конкретному производству. Применение их значительно удешевляет стоимость проектирования и фактических затрат.

Вопросы для обсуждения

Прочитайте третий раздел и ответьте



Что такое финансовые рынки? Чем обусловлена необходимость их создания?

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

- 1 Кто выступает в роли собственников и заемщиков сбережений? На Ваш взгляд, в каких случаях государство может быть собственником сбережений?
- 2 В чем принципиальное различие между рынком денег и рынком капиталов?
- 3 С помощью какого инструмента и как происходит достижение равновесия между спросом на капитал и его предложением?
- 4 Как Вы считаете, какова причина того, что часто даже в высокоразвитых странах неофициальный рынок продолжает свое существование?
- 5 Что является главной характерной особенностью первичного рынка ценных бумаг? В какой форме он может существовать? Можете ли Вы привести пример какого-либо знакомого предприятия, осуществляющего эмиссию своих ценных бумаг?
- 6 Что включает в себя понятие вторичного рынка? Какие ценные бумаги имеют на нем хождение?
- 7 Что дают государству, отдельной фирме и частному лицу первичный и вторичный рынок ценных бумаг?
- 8 Что такое ликвидность ценных бумаг? Какие ценные бумаги должны отвечать этому требованию?
- 9 Как Вы считаете, что более рискованно для обыкновенного вкладчика: вложить деньги в акции или в облигации? Обоснуйте свой ответ.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

- 11** В чем отличие рыночного и коммерческого риска? Как Вы думаете, какому из этих видов риска подвергаются республиканские предприятия, эмитирующие свои ценные бумаги?
- 12** В чем отличие привилегированной акции от обыкновенной? Чем обусловлен тот факт, что корпорации имеют “привязанность” и зачастую отдают явное предпочтение именно привилегированной разновидности акций?
- 13** Предположим, что в экономике предложение денег составляет 200 млрд. сумов. Через полгода оно увеличилось до 270 млрд. сумов. Как это повлияет на рынок ценных бумаг? Обоснуйте свой ответ.
- 14** Что представляет собой рынок денег? Какие финансовые активы его характеризуют?
- 15** Кто является покупателем краткосрочных казначейских обязательств? Почему процент по ним ниже, чем по другим обязательствам?
- 16** Допустим, выпущены казначейские билеты по номинальной стоимости 100 сумов со сроком погашения 120 дней. Их дисконтная цена составила 97 сумов. Определите доход держателя. Как Вы считаете, влияет ли на него изменение сроков погашения в сторону снижения или увеличения? Обоснуйте свой ответ.
- 17** Что такое рынок капитала? Чем обусловлена необходимость его появления?
- 18** Что такое курс облигации? Как он определяется?

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

☀ Для расширения хозяйственной деятельности предприятия необходимо привлечь дополнительный капитал в размере 270 млн. сумов. Руководство приняло решение осуществить эмиссию акций, при этом операционная прибыль фирмы составит 20% от заемного капитала. Выплата дивидендов по акциям в прошлые годы осуществлялась в размере 40 млн. сумов, а выплата процентов по облигациям - 15% от заемного капитала. Налоговая ставка, по которой облагается прибыль предприятия, составляет 40%. На Ваш взгляд, верное ли решение приняло руководство, привлекая заемный капитал с помощью выпуска акций?

Глоссарий

Сбережения - та часть доходов хозяйствующих субъектов и домашних хозяйств, которая не идет на приобретение товаров и услуг или на оплату налогов.

Инвестиции - вложения капитала в промышленные, сельскохозяйственные и другие предприятия, а также в ценные бумаги с целью получения прибыли, дивидендов или других форм доходов.

Финансовые посредники - совокупность финансовых фирм, чьи функции заключаются в аккумулировании денежных средств семейных хозяйств и последующем предоставлении этих средств в распоряжение других фирм.

Прямое финансирование - совокупность финансовых рыночных каналов, по которым средства перемещаются непосредственно от собственников сбережений к заемщикам.

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Финансирование путем получения займов - любое соглашение, по которому фирма получает денежные средства для инвестиций в обмен на обязательство выплатить эти средства в будущем с процентом, но без предоставления кредитору прав на какую бы то ни было долю собственности фирмы.

Косвенное финансирование - совокупность финансовых рыночных каналов, по которым денежные средства перемещаются в направлении от семейных хозяйств к фирмам через финансовых посредников.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Раздел 4.

 операции на финансовых рынках осуществляются посредством финансовых институтов, к которым относятся различные виды банков, биржи, депозитарии, страховые компании, инвестиционные фонды, агентства.

1.0. Банки и их задачи в рыночной экономике

1.1. Основные функции, выполняемые банками

Понятие “банк” произошло от старофранцузского *banque* и итальянского слова *banca*, которое означало “скамья, лавка менялы”. Данное понятие полностью согласуется с тем, что узнали историки, ознакомившись с первыми банкирами свыше 2000 лет назад. Эти банкиры были менялами, которые обычно сидели в своих небольших лавках в торговом районе и помогали путешественникам, приехавшим в город, обменивать иностранные монеты на местные деньги или за определенную плату учитывали коммерческие векселя (выдавали предьяви-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

- экономно расходующими средства, чьи текущие доходы превышают текущие расходы на товары и услуги, так что образуются избыточные средства, которые можно накапливать и инвестировать.

Банк выполняет важнейшую функцию финансового посредничества между этими двумя группами, привлекая сбережения граждан к предприятиям, экономно расходующим средства, и затем ссужая их дефицитным расходующим средствам индивидам и предприятиям.

Аккумуляция денежных капиталов и предоставление их в ссуду составляет основную функцию банков. Важной (исторически первоначальной) их функцией является посредничество в платежах. Сосредоточивая у себя хранение денежных капиталов, они по поручениям своих клиентов ведут расчеты с поставщиками и покупателями, осуществляют платежи в казну и кассовое обслуживание предприятий.

1.3. Функция банков в осуществлении платежей

Она заключается в проведении расчетных операций как между банками, так и их клиентами. Расчеты в народном хозяйстве ведутся в формах, устанавливаемых Центральным банком, при этом конкретная форма указывается в договоре между поставщиком и покупателем. Вид расчетных документов и организация документооборота в банке у плательщиков и получателей денег определяют следующие основные формы безналичных расчетов: платежные требования, платежные поручения, расчетные чеки и аккредитивы.

Платежные требования наиболее целесообразны при расчетах за товары и услуги. Они удобны поставщику, так как банк осуществляет их инкассирование, следит за взысканием денег с покупателя. Покупатель же имеет возможность по документам контролировать соблюдение поставщиком договорных условий и отказаться от акцепта, если эти условия нарушены. Недостатками расчетов платежными требованиями являются

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

длительный документооборот и возможность возникновения неплатежей из-за отсутствия средств у плательщика.

С помощью **платежных поручений** производятся предварительная оплата товаров и услуг, авансовые платежи, преобладающая часть нетоварных платежей, например, в бюджет. Расчеты платежными поручениями ускоряют платежи, но поставщики зачастую не заинтересованы в их применении, так как попадают в зависимость от покупателей, которые могут задержать выписку платежного поручения.

Расчетные чеки используются в расчетах за товары, принятые по приемо-сдаточным документам, а также за услуги транспорта. Это одна из гарантированных форм расчетов. Оплата чеков обеспечивается банковским кредитом или из специально созданного депозита. Расчетные чеки следует отличать от денежных чеков, по которым из банка выдаются наличные деньги; с них нельзя давать сдачу наличными деньгами.

Необходимо отметить, что на сегодняшний день наиболее серьезным барьером для приспособления финансового сектора Узбекистана к рыночным условиям является разделение денежного обращения на обращение наличных денег и обращение безналичных денег. Такое разделение является объективным для стран переходного периода. Наличные деньги используются в основном населением для приобретения товаров и услуг в розничной торговле. Предприятия же, как правило, должны обременять банку свои потребности в наличных деньгах для выплаты заработной платы трудовым коллективам. Таким образом, и население и предприятия могут положить свои деньги в банк наличными, но только население может относительно быстро получить их обратно.

Существующее разграничение между наличными и безналичными деньгами приводит к искажению цен, поскольку предприятия продают одни и те же товары по разным ценам в зависимости от того, какими деньгами (наличными или безналичными) осуществляется платеж. Поскольку безналичные деньги используются в основном в сфере оптовой торговли, а налич-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ные - в сфере розничной торговли, взаимосвязь между оптовыми и розничными ценами нарушается. Это, в свою очередь, приводит к появлению ложных рыночных сигналов, к многочисленным арбитражным операциям, а также осуществлению большого количества платежей вне банковской системы.

Однако не все страны СНГ имеют проблему "разных денег". К примеру, отсутствует разница между наличными и безналичными деньгами в России, Казахстане. Этого удалось достичь полной либерализацией внешней и внутренней торговли в этих странах. Однако эти так называемые "шоковые" меры невозможны в условиях Узбекистана. Такие меры чреваты социальными взрывами, и наша страна избрала путь поэтапного реформирования экономики, который последовательно проводится в жизнь.

По мере плавного, безболезненного вхождения республики в развитые рыночные отношения исчезнет и проблема наличных и безналичных денег.

1.4. Пассивные и активные операции банков

Функции банков реализуются в их операциях, которые подразделяются на два взаимообусловленных вида: пассивные (операции по формированию банковских ресурсов) и активные (операции, связанные с размещением и использованием этих ресурсов). Банковские ресурсы складываются из собственных и привлеченных средств. Собственные средства образуют, как правило, лишь незначительную часть всех ресурсов, которыми распоряжаются банки. Основную их массу составляют депозиты, или вклады, принадлежащие клиентам банка. Депозиты делятся на срочные и до востребования. Срочные депозиты представляют собой вложения на заранее установленный срок и могут быть изъяты из банка только после его истечения. Депозиты до востребования - это преимущественно вклады на текущие счета, которые банк обязан выдавать по первому требованию вкладчика или по его чекам другим лицам.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

К активным операциям банка относятся прежде всего ссуды: **вексельные, подтоварные, фондовые, бланковые**. Самой распространенной из них является так называемый учет векселей. Банк покупает у векселедержателя вексель за наличный расчет, удерживая из обозначенной на нем суммы **учетный процент** - плату за предоставленную услугу. При наступлении срока платежа по векселю банк предъявляет его к оплате не векселедержателю, продавшему ему вексель, а тому, кто выдал вексель. К вексельным ссудам также относятся ссуды, выдаваемые под залог векселей. В Узбекистане введение векселей начало осуществляться после выхода постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан № 204 от 2.06.95 г. "О применении векселей в народном хозяйстве".

Ссуды, выдаваемые под залог ценных бумаг (акций, облигаций, закладных и т. п.), а также операции по покупке этих бумаг называются **фондовыми операциями**. Подтоварные ссуды предоставляются под залог товаров, находящихся на складах, в пути, в торговом обороте. Во всех случаях, когда ссуды не погашаются в срок, заложенные ценные бумаги и товарно-материальные ценности переходят в собственность банков. Наиболее крупным клиентам, платежеспособность которых не вызывает сомнений, банки выдают ссуды без всякого обеспечения или предоставляют так называемый **банковский кредит**.

Разновидностью кредита, связанного с реализацией товаров, является **потребительский кредит**, или продажа товаров непосредственно потребителям с рассрочкой платежа. Развитие потребительского кредита вызвано отставанием платежеспособного спроса населения от роста производства, что приводит ко все большим затруднениям в сбыте товаров.

Кредит, получаемый государством путем выпуска облигации займов, называется **государственным кредитом**. К таким займам правительство прибегает обычно для покрытия дефицита государственного бюджета. В качестве кредиторов в этом случае выступают преимущественно банки и страховые компа-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

нии. Облигации государственных займов размещаются при посредничестве банков, которые получают за это комиссионные вознаграждения.

Кроме перечисленных видов кредитов, существует **международный кредит**, предоставляемый государствами, банками, а также другими юридическими и физическими лицами одних стран государствам, банкам и иным юридическим и

Основные роли, выполняемые банками

Финансовый посредник	Трансформация сбережений, принимаемых главным образом от частных лиц, в кредиты (займы) производственным и другим фирмам, которые инвестируют полученные средства в новые здания, оборудование и другие средства производства
Производитель	Осуществление платежей за товары и услуги по поручению клиентов банка
Гарант	Поддержка своих клиентов, выражающаяся в уплате их долгов, если клиенты не могут погасить их сами (например, путем выдачи аккредитива)
Центр, предоставляющий агентские услуги	Управление собственностью и ее защита, выпуск и погашение ценных бумаг клиента по его поручению (обычно осуществляется через трастовый отдел банка)
Проводник в политике государства	Функции проведения политики государства, направленной на регулирование развития экономики и достижение социальных целей

физическим лицам других стран. В понятие "международный кредит" входит также кредит международных финансовых организаций.

Кроме пассивно-активных операций и расчетов, банки занимаются торгово-комиссионной деятельностью: покупкой и продажей золота, обменом национальной валюты на ино-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

странную, размещением займов, продажей акций и облигаций и т.п.

Процент, уплачиваемый банками по вкладам, устанавливается ими на уровне ниже ссудного процента, который они получают сами за предоставляемые ссуды. Разница между суммой полученных и уплаченных процентов составляет валовую прибыль банков. В нее входят доходы и от других операций. Часть валовой прибыли банк затрачивает на покрытие своих издержек (выплату заработной платы банковским служащим, содержание помещений, канцелярские расходы, рекламу и т.п.), а другая ее часть образует чистую прибыль.

1.5. Типы банков

В зависимости от характера выполняемых функций и операций банки делятся на три основных типа: **эмиссионные, коммерческие и специализированные.**

Центрами кредитной системы в каждой стране являются **эмиссионные банки**, которым государство предоставляет монопольное право на выпуск (эмиссию) банкнот. Они кредитуют другие банки и в этом смысле являются банками банков. В нашей стране центром кредитной системы, эмиссионным банком и банком банков является Центральный банк Республики Узбекистан.

Коммерческие банки - это низовое звено банковской системы, которое состоит из сети самостоятельных банковских учреждений, непосредственно выполняющих функции кредитно-расчетного обслуживания клиентов на коммерческих принципах. Коммерческие банки занимаются практически всеми видами кредитных, расчетных и финансовых операций, связанных с обслуживанием хозяйственной деятельности своих клиентов.

Коммерческие банки кредитуют промышленные, торговые и другие предприятия главным образом за счет денежных средств, привлекаемых ими в виде вкладов, осуществляют рас-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

четы между предприятиями, а также занимаются фондовыми, комиссионными и валютными операциями.

К **специализированным** относятся банки, осуществляющие преимущественно определенные виды финансово-кредитных операций. Так, **инвестиционные банки** занимаются финансированием и долгосрочным кредитованием капитальных вложений.

Ипотечные банки предоставляют ссуды под залог недвижимости (земельных участков, домов). Типичным примером такого банка в Узбекистане является ипотечный банк "Замин".

Экспортно-импортные банки специализируются на кредитовании внешней торговли и расчетах с иностранными контрагентами. В Узбекистане такие функции выполняет Национальный банк внешнеэкономической деятельности.

Кроме того, в состав кредитной системы входят сберегательные кассы, входящие составной частью в Народный банк, которые мобилизуют временно свободные денежные средства населения.

В составе кредитной системы находятся также **кредитные кооперативы**, объединяющие в основном мелких товаропроизводителей и организующие их кредитование на началах взаимопомощи. В Узбекистане система кредитных кооперативов еще не получила развитие.

Обычно первым шагом в процессе перехода страны к рыночному хозяйству является замена одноуровневой банковской системы на двухуровневую. Это часто делается еще до официального отказа от централизованного планирования: так, двухуровневая банковская система была введена в Венгрии в 1987 г., в бывшем Советском Союзе - в 1988 г., в Польше - в 1989 г., в Болгарии, Румынии и тогдашней Чехословакии - в 1990 году. Однако в момент их введения эти двухуровневые системы все еще оставались очень сегментированными, а центральные банки продолжали принимать депозиты от государственных предприятий и выдавать краткосрочные ссуды небанковскому сектору.

Тем не менее переход к двухуровневой банковской системе представляет важный шаг на пути создания развитого фи-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

нансового сектора, в большей степени ориентированного на рынок.

Создание двухуровневой банковской системы приводит к двум важным последствиям в плане реализации денежно-кредитной политики.

Во-первых, оно несколько осложняет привычный прямой контроль, поскольку Центральный банк более не является монополистом при предоставлении ссуд. Вместо того чтобы непосредственно регулировать деятельность банковского сектора, Центральный банк должен создавать механизм регулирования деятельности банковской системы на базе нормативных положений.

Во-вторых, хотя создание двухуровневой банковской системы само по себе не означает большей децентрализации финансового планирования, все же при этом открывается, по крайней мере, хоть теоретически, возможность для введения Центральным банком инструментов косвенного воздействия.



Функции современного банка

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Во многих странах создание двухуровневой банковской системы совпало с введением требования об обязательных резервах, хотя в большинстве случаев этот шаг был продиктован соображениями не кредитно-денежной политики, а перераспределения банковских ресурсов. При этом соображения, касающиеся обеспечения надежности и стабильности банковской системы, играли отнюдь не основную роль при введении резервных требований. Основное значение образования двухуровневой банковской системы для денежно-кредитной политики заключается в создании необходимых условий для использования в дальнейшем инструментов более эффективного косвенного контроля.

1.6. Функции коммерческих банков

Важнейшими их функциями традиционно являются следующие:

- аккумуляция временно свободных денежных средств, сбережений и накоплений;
- обеспечение функционирования расчетно-платежного механизма, осуществление и организация расчетов в народном хозяйстве, организация платежного оборота;
- кредитование отдельных хозяйственных единиц, юридических и физических лиц, кредитно-финансовое обслуживание внутреннего и внешнего хозяйственного оборота;
- учет векселей и операций с ними;
- хранение финансовых и материальных ценностей;
- доверительное управление имуществом клиентов (трасовые операции).

Коммерческие банки все активнее осуществляют нехарактерные для них операции, внедряясь в нетрадиционные для банков сферы финансового предпринимательства, включая операции с ценными бумагами, лизинг и факторинг и иные виды кредитно-финансового обслуживания, постоянно расширяя круг и повышая качество предоставляемых услуг, конкурируя за привлечение новых перспективных клиентов.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Ресурсы, полученные банком от вкладчиков, не бесплатны для кредитного учреждения, поэтому они должны быть использованы так, чтобы банк мог не только возратить их владельцам, но и получить приращение, достаточное для уплаты процентов по вкладам, компенсации произведенных расходов и получения нормальной прибыли. Банк обязан использовать аккумулированные ресурсы, направить их нуждающимся заемщикам в виде кредитов таким образом, чтобы его услуга так или иначе содействовала умножению благ, самовозрастанию стоимости, пущенной в оборот посредством банковской деятельности.

1.7. Коммерческие принципы в банковской деятельности

Коммерция в банковской деятельности базируется на определенных принципах. **Главный** среди них - **принцип прибыльного хозяйствования**, получение возможно большей прибыли. Однако возможности максимального достижения прибыльности у коммерческого банка ограничены. Во-первых, погоня за максимальной маржой чревата потерей клиентов, которые откажутся от кредита с чрезмерно завышенной ставкой, во-вторых, в условиях межбанковской конкурентной среды другие коммерческие банки могут предложить более дешевые кредиты за счет более эффективной своей работы. Доходность (прибыльность) как принцип означает то, без чего банк не может существовать. Данный принцип банковской коммерции реализуется главным образом через формулу **"Подешевле купить - подороже продать"**. Но следование этому принципу должно носить цивилизованный характер. Он должен опираться на законодательство, не противоречить ему, при этом необходимо создать такие условия, при которых для осуществления своей коммерции каждый из банков располагал бы равными информационными возможностями о рынке банковских услуг.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

С позиции коммерции не должно быть пренебрегаемых ресурсов, в соответствии с этим все деньги, все ресурсы банка должны максимально работать. Реальности, однако, состоят в том, что часть средств находится в резервах, обращается слабо или не обращается вовсе, другая - предназначена для кредитования экономики. Разумеется, с позиции банковского бизнеса это противоестественно, поэтому всегда полезно знать, что прибыль будет тем выше, чем выше доля кредитов по отношению к первичным и вторичным резервам.

Важным принципом банковской деятельности является также то, что банк как экономическое предприятие может рисковать своим капиталом, своей прибылью, но не капиталом клиента. От неудачной банковской коммерции может пострадать сам банк, но никогда не должен страдать клиент, ради которого, собственно, и существует кредитное учреждение.

Банковская коммерция должна действовать по принципу: все для клиента, все для обеспечения его прибыльной деятельности. В практической банковской деятельности главное - прибыль клиента, а затем прибыль банка, поскольку в конечном счете прибыль банка возможна только при прибыльном функционировании клиента, так как проценты по кредитам выплачиваются только от полученной клиентом прибыли. Обеспечивая условия для получения клиентом прибыли, банк реализует и свой собственный интерес.

К сожалению, в условиях перехода к рыночной экономике некоторые банки понимали принцип прибыльного хозяйствования как принцип, обеспечивающий исключительно их собственный экономический интерес. Прибыль банка выдвигали на первое место в деятельности кредитного учреждения. Стремление "обобрать" клиентов иногда достигало фантастических размеров. Печать сообщала, к примеру, как один коммерческий банк установил плату за пользование своими кредитами в размере 980% годовых. Разумеется, здесь ни о каком подлинном воплощении принципов банковской коммерции не может быть и речи, скорее всего, это извращенное их понимание, которое неизбежно

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

должно привести к убыткам клиента и потерям банка, потере клиентуры, а вместе с ней и прибыли от банковской деятельности.

Партнерские отношения коммерческого банка с клиентами должны базироваться на принципе **взаимной заинтересованности**. Доверие, завоеванное сотрудничеством, как для банка, так и для клиента, превращается в тот существенный фактор, который цементирует партнерские отношения между ними. Банк, желая быть хорошим партнером, должен обеспечивать "пакетное" обслуживание своих клиентов. Коммерческие банки наряду с традиционными видами услуг, в том числе предоставлением многих видов различных кредитов, выполняют валютные, трастовые операции, могут совершать прямые инвестиции в экономику своего клиента. Предприятие идет в банк не только за кредитом, не только за той или иной услугой. Клиент идет в свой банк потому, что финансовая помощь, та или иная услуга может быть получена им в более квалифицированной форме. Доверяя банку-партнеру, клиент получает при необходимости совет, консультацию о том, как правильно использовать ресурсы, куда целесообразнее вложить деньги, как увеличить свою прибыль или как избежать потерь.

1.8. Межбанковская конкуренция

Огромное значение в развитии банковского дела имеет создание конкурентной среды. Конкуренция за клиента, за его ресурсы, за возможность предоставить услугу по цене ниже, чем у конкурента, за качество банковского продукта способна вывести банки на более высокий уровень банковского обслуживания. При этом она должна быть здоровой, так как все коммерческие банки связывают общие цели. Зачастую крах одного банка сеет панику, вкладчики выстраиваются в очередь в другие банки, что не только дестабилизирует банковское дело,

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

но и приводит к разорению других кредитных учреждений. Нельзя не принимать во внимание и то, что ослабленная банковская система ослабляет все народное хозяйство.

Можно выделить по крайней мере три причины разорения банков.

Во-первых, оно может возникнуть вследствие неспособности должников погасить свои долги. Мировой опыт свидетельствует о том, что списание актива за счет пассива, потеря только 1/16 части кредитов разоряет банки.

Во-вторых, банкротство может наступить из-за непредвиденного и необъективного востребования депозитов вкладчиками. Резервы, имеющиеся в распоряжении банка, как правило, незначительны, поэтому снятие депозитов даже в небольшом размере приводит к приостановлению банковских операций, к краху кредитного учреждения.

В-третьих, разорение банка возникает и в случае повышения стоимости депозитов, когда доход по активам оказывается несравненно меньшим, чем плата за пассивы.

Существенную роль играют масштабы банка. Крупные банки, как правило, имеют дело с крупными клиентами. Мелкие клиенты становятся уделом мелких банков. Развитие малых предприятий, индивидуальной трудовой деятельности, кооперативного движения неизбежно приведут к возникновению маленьких банков на периферии, а также кредитной кооперации, обществ взаимного кредитования и страхования.

1.9. Ликвидные средства банка

Термин "ликвидность" (от лат. liquidus - жидкий, текучий) означает легкость реализации, продажи, превращения материальных ценностей в денежные средства. Активы банка по степени их ликвидности можно разделить на три группы.

1) Ликвидные средства, находящиеся в немедленной готовности превращения в деньги, или первоклассные ликвидные средства. В их числе - касса, средства на коррсчете, первоклассные векселя и государственные ценные бумаги.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

2) Ликвидные средства в распоряжении банка, которые могут быть превращены в денежные средства. Это кредиты и другие платежи в пользу банка со сроками исполнения в ближайшие 30 дней, условно реализуемые ценные бумаги, зарегистрированные на бирже (как и участие в других предприятиях и банках) и другие ценности (включая нематериальные активы).

3) Неликвидные активы - это просроченные кредиты и ненадежные долги, здания и сооружения, принадлежащие банку и относящиеся к основным фондам.

Ликвидность баланса

Баланс коммерческого банка считается ликвидным, если его состояние позволяет за счет быстрой реализации средств по активу покрывать срочные обязательства по пассиву. Ликвидным баланс банка является тогда, когда обеспечивается равновесие между суммой и сроком высвобождения средств по активу в денежной форме и суммой и сроком предстоящего платежа по обязательствам банка.

На ликвидность влияет структура активов банка: чем больше доля первоклассных ликвидных средств в общей сумме активов, тем выше ликвидность банка. Кроме того, она зависит от степени риска отдельных активных операций: чем выше доля высокорисковых активов в балансе банка, тем ниже его ликвидность. Ликвидность также зависит от структуры пассивов баланса. При прочих равных условиях повышение удельного веса вкладов до востребования и понижение доли срочных вкладов снижает банковскую ликвидность. Надежность депозитов и займов, полученных банком от других кредитных учреждений, также оказывает влияние на уровень ликвидности баланса.

Ликвидность баланса банка оценивается при помощи расчета специальных показателей, которые отражают соотношения активов и пассивов, структуру активов. Обычно для оцен-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ки ликвидности применяются коэффициенты краткосрочной и среднесрочной ликвидности; они исчисляются как отношение краткосрочных ликвидных активов или среднесрочных активов к соответствующим по срокам пассивам. В ряде стран банки обязаны поддерживать коэффициенты ликвидности не ниже определенного уровня, называемого нормой ликвидности. Нормы ликвидности могут быть установлены органами банковского и валютного регулирования или банковским законодательством. Оценка уровня ликвидности достигается путем сопоставления фактического значения коэффициентов ликвидности конкретного банка с установленными нормами. Поддержание ликвидности на требуемом уровне осуществляется при помощи определенной политики банка в области пассивных и активных операций.

Ликвидность банка определяет его платежеспособность. Однако платежеспособность зависит не только от ликвидности, но и от ряда других факторов, к которым относятся: политическая и экономическая ситуация в стране, состояние денежного рынка, возможности рефинансирования в Центральном банке, развитие рынка ценных бумаг, наличие и совершенство банковского законодательства, обеспеченность собственным капиталом, надежность клиентов и банков-партнеров и др.

Задачей коммерческого банка является определение объема эффективных ресурсов, которые могут быть направлены на осуществление кредитных вложений.

Объемы прибыли коммерческого банка определяются ценой выдаваемого кредита, включающей в себя уровень базовой процентной ставки и величину процентной маржи. Базовая процентная ставка складывается в соответствии с уровнем процентов, уплачиваемых банком по пассивным операциям.

Вычисленная таким образом процентная маржа должна быть добавлена к базовой цене кредита. Таким образом можно определить реальную цену кредита. Но в соответствии с рыночной конъюнктурой фактическая цена кредита может быть выше или ниже вычисленной банком реальной цены. Если

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТ

исчисленная реальная цена кредита, приемлемая для банка, окажется выше фактически сложившейся рыночной цены, то в этом случае коммерческий банк должен предпринимать дополнительные меры по управлению ликвидностью: изыскивать резервы снижения своих издержек, перестраивать структуру пассивных операций, увеличивать объем кредитных вложений, что позволит обеспечить достаточный уровень общей ликвидности в условиях взимания пониженных процентных ставок по активным операциям.

Обязательства банка состоят главным образом из остатков средств на расчетных счетах государственных и кооперативных предприятий, организаций и учреждений, колхозов, а также на текущих счетах общественных и прочих организаций; собственных средств предприятий и организаций для финансирования капитальных вложений за минусом сумм финансирования государственных капитальных вложений; вкладов и депозитов организаций и кооперативов; вкладов населения; средств в расчетах; займов у других банков (50% гарантий поручительств, выданных банком).

Ликвидные активы баланса банка включают следующие основные статьи: денежные средства в кассах банка и денежные средства в пути, остатки средств на счетах по расчетам с кредитными учреждениями страны, принадлежащие банку облигации государственных займов, кредиты и другие виды платежей, до погашения которых осталось не более одного месяца. Обязательства банка по счетам до востребования состоят из остатков средств на расчетных счетах государственных, кооперативных предприятий и организаций, колхозов, остатков средств на текущих счетах бюджетных, общественных и прочих организаций, части остатка вкладов граждан, депозитов со сроками погашения до одного месяца, гарантий и поручительств, выданных банком со сроком погашения до одного месяца и др.

В целях соблюдения интересов народного хозяйства, отдельных предприятий, организаций, граждан и своих собст-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

венных интересов банк должен так строить свою политику, чтобы не только в ближайшее время, но и в перспективе мог беспрепятственно выполнять свои обязательства.

При нарушении уровней показателей ликвидности баланса нарушается стабильность и устойчивость банковской системы, и Центральный банк, реализуя свою функцию банковского надзора, требует от коммерческих банков немедленного приведения в соответствие показателей ликвидности с их нормативными значениями. По отношению к коммерческим банкам, систематически допускающим отклонение показателей ликвидности от нормативных, он применяет экономические санкции путем увеличения норматива депонирования средств в фонде регулирования кредитных ресурсов банковской системы, требуя повысить ставку по рефинансированию, ограничить его размеры.

В целях поддержания ликвидности баланса коммерческих банков на должном уровне и обеспечения экономической устойчивости в их работе введены показатели достаточности капитала. Достаточность капитала определяется путем установления минимально допустимых размеров уставного капитала банка и соотношения всего его капитала с суммой активов, взвешенных с учетом риска их потери. Минимальные размеры уставного капитала коммерческого банка устанавливаются банковским законодательством страны.

Для оценки состояния активы коммерческого банка подразделяются в зависимости от уровня возможных потерь на шесть групп, при этом отдельным категориям и группам активов присваиваются поправочные коэффициенты, отражающие степень риска их потери.

На основании такой группировки и корректировки балансовой суммы активов исчисляются показатели достаточности капитала.

Методы государственного регулирования платежеспособности банков сводятся к классическим рычагам воздействия со стороны Центрального банка на другие кредитные институты с целью поддержания их платежеспособности и регулирования денежно-кредитных отношений. К ним относятся: *ограничение*

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

объема задолженности одного заемщика; система резервирования средств, обязывающая коммерческие и другие банки хранить в Центральном банке определенную долю от общей суммы вкладов; система рефинансирования и процентных ставок по рефинансированию или учету банковских векселей в Центральном банке; операции Центрального банка с ценными бумагами на рынке; контроль за достаточностью капитала банков.

В целях регулирования кредитной деятельности коммерческих банков и поддержания их ликвидности Центральный банк образует фонд регулирования кредитных ресурсов за счет части привлеченных банками ресурсов и депозитов. Коммерческие банки должны депонировать на резервном счете в Центральном банке 10% привлеченных средств. Доход по указанному счету не начисляется. Размер средств, подлежащих депонированию, рассчитывается исходя из остатков привлеченных средств на 1-е число каждого месяца. При этом в сумму привлеченных средств входят: пассивные остатки по текущим, расчетным и прочим счетам бюджетных, государственных, кооперативных, совместных, общественных предприятий и организаций, колхозов, вкладов граждан, вкладам и депозитам кооперативов, а также средства в расчетах по основной и инвестиционной деятельности (включая расчеты между банками). В случае увеличения или уменьшения размера привлеченных средств в истекшем месяце по сравнению с предыдущим сумма, подлежащая перечислению в фонд регулирования кредитных ресурсов банковской системы, увеличивается или уменьшается.

2.0. Принципы организации банковской системы в странах с рыночной экономикой.

2.1. Банковская система

Ключевым звеном кредитной системы, концентрирующим основную массу кредитных и финансовых операций является банковская система. Банки - одна из древнейших и наиболее распространенных групп кредитных учреждений, выпол-

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

няющих большинство кредитно-финансовых услуг и по существу являющихся институтами универсального профиля. Классические банковские операции - привлечение аккумулированных средств в ссуду на условиях платности, срочности, возвратности, а также осуществление расчетов.

Кредитная система, как и любая отрасль народного хозяйства, нуждается в организации звеньев, иерархичности структуры составляющих ее элементов: выделении центрального управляющего звена и низовых (функциональных) органов. В целях координации деятельности последних управляющий орган должен осуществлять надзор за функционированием кредитных учреждений, анализировать их деятельность и через имеющиеся рычаги воздействия направлять ее в нужное русло, чтобы обеспечить бесперебойность и надежность функционирования кредитной системы, эффективность кредитно-расчетного обслуживания хозяйственного оборота, не допустить необоснованного расширения или сокращения объема кредитных операций.

Монопольное положение Центрального банка тесно связано с его особой ответственностью за денежную и в конечном счете за экономическую стабильность в стране. Кроме того, Центральный банк одновременно выполняет другие функции, в том числе функции банка банков, банка государства, управляющего национальными золото-валютными резервами. Центральный банк организует всю свою деятельность для выполнения своих функций качественно и эффективно. Монопольное положение Центрального банка в общехозяйственном денежном обороте дает ему возможность держать денежное обращение под контролем, и пока количество денег не будет бесконтрольно увеличиваться, покупательная способность денег не будет падать.

Кроме того, коммерческие банки обязаны содержать в Центральном банке беспроцентные вклады в качестве так называемых минимальных резервов в размере определенного процента от своих кратко- и среднесрочных обязательств.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Центральный банк предоставляет чисто банковские услуги для технического выполнения безналичного платежного оборота. Банки пользуются этими услугами для платежного оборота между различными субъектами экономики.

Центральный банк участвует в банковском надзоре через свои региональные отделения на основе предоставляемых в обязательном порядке кредитными институтами сообщений, месячных отчетов и данных из годовых заключительных балансов.

В зависимости от соподчиненности кредитных институтов согласно банковскому законодательству и иерархической структуре кредитной системы можно выделить два основных типа построения банковской системы: одноуровневую и двухуровневую.

2.2. Одноуровневая банковская система

Данная система предполагает преобладание горизонтальных связей между банками, универсализацию их операций и функций. В рамках одноуровневой банковской системы все кредитные институты, включая Центральный банк, находятся на одной иерархической ступени, выполняя аналогичные функции по кредитно-расчетному обслуживанию клиентуры. Подобный принцип построения характерен в основном как для стран со слабо развитыми экономическими структурами, так и для стран с тоталитарными, административно-командными режимами управления.

В Узбекистане перестройка банковской системы стала одним из важнейших направлений экономической политики независимого государства. Как мы уже говорили, нормальное функционирование хозяйственного механизма предполагает национальную систему стабильно работающих банков, которая включает эмиссионный банк и сеть коммерческих банков. До приобретения независимости банковские учреждения на территории Узбекистана входили составной частью в банковскую

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Узпромстройбанка с передачей вновь образующимся банкам клиентов менялась, соответственно, структура распределения активов и пассивов в рамках банковской системы страны. Тем не менее, доля трех наиболее крупных банков - Национального банка внешнеэкономической деятельности, Узпромстройбанка и Пахтабанка - к концу 1995 года насчитывала более 85% кредитных вложений всех банков.

Появление **специализированных** коммерческих банков на начальной стадии реформ обуславливалось необходимостью концентрации предприятий по отраслевому характеру для улучшения их целевого финансирования и оптимизации взаиморасчетов. В то же время увеличение количества специализированных коммерческих банков сужало возможности привлечения ресурсов, не обеспечивало должную диверсификацию их депозитной и кредитной деятельности. В 1995 году началось активное создание специализированных кредитно-финансовых институтов, которые существуют в странах с рыночной экономикой и являются наряду с банками важной составной частью финансовой системы государства. Такая тенденция имела объективный характер, обусловленный необходимостью разделения кредитной сферы между различными типами финансовых институтов. Были созданы такие специализированные финансово-кредитные институты, как Бизнес-фонд, страховая компания "Мадад", Национальная страховая компания "Узбекинвест", частные страховые и инвестиционные компании.

Важное значение для банковского сектора имел своевременный пересмотр размеров **минимального уставного капитала**, что отвечало требованиям банковского надзора. За 1995 год совокупный уставный капитал коммерческих банков суммарно возрос на 56 %. Это произошло вследствие появления новых банков и увеличения размера уставного капитала уже функционирующих коммерческих банков.

Формирование правовой базы фондового рынка, а также начало второго этапа приватизации в 1995 году создали условия для **вовлечения коммерческих банков в операции с ценными бумагами**. В русле активизации второго этапа приватиза-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ции широкое развитие получал первичный рынок акций предприятий и коммерческих банков.

3.0. Мультипликационный механизм расширения банковских депозитов

Коммерческие банки осуществляют кредитование только в рамках имеющихся у них кредитных ресурсов. Известно, что для поддержания устойчивости банковской системы и осуществления эффективной денежно-кредитной политики в стране законодательством определено, что все коммерческие банки обязаны выполнять условие резервного требования, в соответствии с которым определенную часть своих депозитов они обязаны держать в виде **обязательных резервов**. Между размером этих резервов и кредитными операциями банка существует взаимосвязь. С ростом депозитов сумма обязательных резервов должна возрастать.

Все резервы коммерческого банка разделяются на **обязательные** и **избыточные**. Избыточные резервы составляют кредитную базу коммерческого банка, который обязан иметь их в количестве, равном величине ссуд, которые он планирует выдать, так как он обязан быть готовым к тому, чтобы погасить чеки, выписанные на вновь созданные депозиты.

Регулируя кредитную базу (или резервную позицию) коммерческих банков посредством инструмента обязательных резервов, Центральный банк воздействует на состояние кредитного рынка. Механизм такого регулирования заключается в следующем. Уменьшение средств на резервном счете вынуждает банк затормозить или даже прекратить выдачу новых кредитов, продать часть портфеля ценных бумаг и принять другие меры для восстановления соотношения между резервами и размерами своих операций. Это приводит к замедлению и даже прекращению роста банковских кредитов. И, наоборот, увеличение средств на резервном счете дает возможность расширить кредиты и создавать новые депозиты. В итоге приток банковского капитала на рынок кредитов увеличивается.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Весьма любопытное свойство банковской системы заключается в том, что если отдельный коммерческий банк может предоставить ссуду только в размере своего имеющегося резерва, то вся банковская система может предоставлять ссуду, многократно превышающую ее резервы. Это явление получило название **мультипликативного расширения депозитов** (расширение через многократные вклады). Раскроем суть этого явления на условном примере при следующих предпосылках.

Во-первых, норма резервирования (резервная норма) для всех коммерческих банков составляет 20%. Во-вторых, все банки точно выполняют это требование, избыточных резервов не существует; все банки отдают в ссуду все, что имеют. В-третьих, сумма возникших избыточных резервов полностью передается в другой банк. Предположим, что некий вкладчик сделал вклад в банк А на сумму 1000 сумов. На Т-счете банка А появляется запись:

Т-счет банка А			
Активы		Пассивы	
Резервы	+1000 сумов	Депозиты	+1000 сумов
обязательные	+200 сумов		
избыточные	+800 сумов		

Банк А выдает ссуду на сумму 950 сумов заемщику, который вкладывает всю эту сумму в банк Б. При этом на Т-счете банка Б появляется запись:

Т-счет банка Б			
Активы		Пассивы	
Резервы	+800 сумов	Депозиты	+800 сумов
обязательные	+160 сумов		
избыточные	+640 сумов		

Банк Б выдает ссуду заемщику на сумму 640 сумов, который помещает всю эту сумму в банк В. На Т-счете банка В появляется запись:

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Т-счет банка В					
Активы			Пассивы		
Резервы	+640 сумов		Депозиты	+640 сумов	
обязательные	+128 сумов				
избыточные	+512 сумов				

Таким образом можно продолжить проведенные процедуры для банка Г, Д, Е, Ж ... Для самопроверки читатель может определить размеры обязательных и избыточных резервов для последующих банков.

Банк	Полученные резервы (сумы)	Обязательные резервы (сумы)	Избыточные резервы (сумы)	Представленные ссуды (сумы)	
А	1000	200	800	800	$1000 \times 0,8$
Б	800	160	640	640	$1000 \times 0,64$
В	640	128	512	512	$1000 \times 0,512$
Г	512	102,4	409,6	409,6	$1000 \times 0,4096$
Д	409,6	81,9	327,7	327,7	$1000 \times 0,3277$
Е	327,7	65,5	262,2	262,2	$1000 \times 0,2622$
Другие	1310,6	262,1	1048,5	1048,5	
Всего					4000

Схема мультибанковского создания депозитов

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Приведем результаты всех процедур передачи резервов от банка А последнему банку, выдавшему целесообразную ссуду, в следующей схеме:

Схема мультипликационного создания депозитов

Если систематизировать проведенные процедуры, то можно обнаружить, что избыточные резервы для банка А равны:

$$1000 - 1000 \times 0,2 \text{ или } 1000(1 - 0,2), \text{ или } 1000 \times 0,8,$$

для банка Б:

$$1000 \times 0,64 = 1000 \times 0,8 \times 0,8,$$

для банка В:

$$1000 \times 0,8 \times 0,8 \times 0,8 \text{ и т. д.}$$

Мы видим, что множитель у цифры 1000 для первого банка равен величине 0,8, возведенной в первую степень; для второго банка этот множитель равен величине 0,8, возведенной во вторую степень; для третьего банка - в третью степень, для четвертого - в четвертую и т.д. Если суммировать избыточные резервы всех банков, начиная с первого, то получим:

$$1000 \times 0,8 + 1000 \times 0,64 + 1000 \times 0,512 + 1000 \times 0,4096 + 1000 \times 0,3277 + \dots$$

$$\text{или } 1000(0,8 + 0,64 + 0,512 + 0,4096 + 0,3277 + \dots),$$

где в скобках просуммированы члены бесконечно убывающей геометрической прогрессии.

Известно, что сумма членов бесконечно убывающей геометрической прогрессии $1 + 0,8 + 0,64 + 0,512 + 0,4096 + 0,3277 + \dots = 5$. Но поскольку в нашей прогрессии отсутствует 1, то, следовательно, ее сумма равна 4.

Таким образом, мы пришли к фундаментальному выводу: *появление резерва в банковской системе в размере 1000 сумов при обязательной норме резервирования 20% обеспечивает способность системы коммерческих банков дать ссуду в 4000 сумов.* Необходимо подчеркнуть, что величина 4000 сумов в нашем примере получена путем умножения величины первоначального общего резерва в размере 1000 сумов на 4 (сумму членов геометрической прогрессии без 1) или же путем умножения величины первоначального избыточного резерва в размере 800 сумов на 5 (полная сумма членов геометрической прогрессии). Полученная величина 5 называется **денежным мультипликатором**.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Денежный мультипликатор - максимальное количество новых денег, которое может быть создано одним сумом избыточных резервов при данной величине резервной нормы. Это величина, обратная требуемой резервной норме (в нашем случае $=0,2$, или 20%). Если обозначить резервную норму как R , а денежный мультипликатор m , то

$$m = \frac{1}{R}$$

Следовательно, банковская система может давать пятикратную ссуду при резервной норме в 20%. Предлагаем читателю самому убедиться путем проведения расчетов, что при $R=0,1$ денежный мультипликатор $m=10$.

Итак, максимальное количество новых кредитных денег D , создаваемых банковской системой, получается путем умножения данного количества избыточных резервов E на денежный мультипликатор m :

$$D = E \times m$$

Возникает вопрос: почему банковская система может давать ссуду, в несколько раз превышающую ее избыточные резервы, тогда как каждый отдельный банк может ссужать капитал лишь в размере собственных избыточных резервов сум на сум? Ответ заключается в том, что резервы, потерянные одним банком, не теряет вся банковская система в целом. Резервы, потерянные банком А, приобретаются банком Б. Утраченные банком Б деньги приобретает банк В и т.д. Таким образом, мы пришли к любопытному выводу о том, что индивидуальный банк может безопасно ссужать лишь сумму, равную его избыточным резервам, но ссуда системы коммерческих банков может в несколько раз превышать ее избыточные резервы.

Важно иметь в виду, что полученная величина мультипликатора является максимально возможной. В реальных условиях вследствие того, что часть денег при сделках оседает у кли-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ентов, часть помещается на сберегательные вклады, а часть остается у банков в форме излишних резервов, фактическая величина мультипликатора существенно меньше.

Путем изменения резервной нормы расширяется или сужается кредитоспособность банковской системы. При снижении нормы резервирования кредитоспособность банковской системы расширяется, а при повышении - сужается.

4.0. Депозитные финансовые институты

Общей чертой депозитных институтов является то, что они привлекают средства путем открытия чековых и сберегательных счетов и используют их для предоставления различных займов, приобретения кредитных закладных и ценных бумаг правительства и корпораций. Депозитные финансовые институты подразделяются на две большие категории: коммерческие банки и небанковские депозитные институты.

4.1. Коммерческие банки

Коммерческие банки являются наиболее мощными организациями депозитного типа. Пассивы их состоят главным образом из текущих вкладов и сберегательных счетов. Активы обычно равномерно распределены между различными финансовыми активами (разными видами ценных бумаг).

Как отмечено ранее, коммерческие банки привлекают финансовые средства вкладчиков и используют их на предоставление займов, кредитов и покупку ценных бумаг от собственного имени. Вкладчики - частные лица либо предприятия, фирмы или организации являются собственниками средств, которые они предоставляют банкам во временное пользование, оформляя "сдачу" своих средств в виде чековых и сберегательных счетов, срочных вкладов и других финансовых ин-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

струментов. С точки зрения банка, все эти счета и вклады являются **долговыми обязательствами**, так как по ним банк "должен" своим вкладчикам, поэтому они относятся к пассивной части банковского баланса, где дается перечень всех банковских долгов по разным направлениям деятельности.

Вместе с тем полученные средства, включая собственный акционерный капитал, банк размещает между различными активами, или деятелями, и поэтому они отражены в активной части банковского баланса.

Примерный баланс коммерческого банка

Активы	Пассивы
1. Денежные средства	1. Фонды банка и неиспользованная прибыль
а) в кассе	а) уставный фонд
б) на корсчете	б) резервный фонд
в) фонд обязательных резервов	в) другие фонды
2. Валюта и ценные бумаги	г) неиспользованная прибыль
а) валюта	2. Привлеченные средства
б) векселя	а) остатки средств на расчетном счете и текущих счетах
в) ценные бумаги правительства	б) остатки средств на счетах капитальных вложений
г) другие виды ценных бумаг	в) остатки средств бюджета
3. Ссуды банка	г) вклады
а) краткосрочные	д) депозиты
б) долгосрочные	е) другие пассивы
в) просроченная задолженность по кредитам	3. Покупные средства
г) просроченные проценты за кредит	а) централизованные кредитные ресурсы
д) кредиты другим банкам	б) средства, приобретенные через аукционы кредитных ресурсов
е) кредитные ресурсы, предоставленные филиалам	в) средства, приобретенные на основе двустороннего договора
4. Вложения в уставный капитал предприятий	
5. Основные средства	
6. Другие активы	

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Представленный баланс является общепринятой формой описания состава и структуры активов и пассивов банка. Баланс фиксирует их состояние на некоторый момент, т. е. баланс - это моментная характеристика финансового состояния экономического субъекта. Из баланса, сделанного, предположим, на 1.01.95 г., мы увидим, что от того, насколько удачно банк разместил привлеченные средства вкладчиков в 1994 г., или от оптимальности структуры ценных бумаг, в которые банк вложил эти средства, зависит его жизнеспособность и ликвидность в последующие годы.

В связи с переходом к рыночной модели экономики в нашей стране со всей остротой встал вопрос формирования новых банков. На сегодняшний день на территории республики функционируют более 30 коммерческих банков с разными формами собственности. К государственной форме собственности относятся лишь три из них: Национальный банк внешнеэкономической деятельности (наиболее крупный коммерческий банк республики), Народный банк (нашим читателям он больше знаком как Сберегательный банк) и недавно созданный банк "Асака", который будет осуществлять обслуживание зарождающейся в республике автомобильной промышленности. Пока имеются только два совместных банка: "УТ-банк" и "Приватбанк", однако, несомненно, что с расширением торгово-экономических отношений Узбекистана с мировым сообществом количество таких банков станет увеличиваться. Что является совсем новым для недавнего прошлого страны - это создание частных банков. Их пока два: "Умар-банк" и "Олимп-банк". Остальные являются банками, созданными на акционерно-коммерческой основе.

Поскольку основная часть активов банка - бессрочные вклады, которые вкладчик может потребовать, закон предусматривает, чтобы банки держали определенный процент активов в надежной высоколиквидной форме. Поэтому для них характерно осторожное отношение к выдаче денег на длительный срок, особенно к кредитованию по фиксированной процентной ставке (которая весьма обременительна для банка в

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

условиях инфляционных тенденций). К примеру, в общем объеме кредитов, предоставляемых коммерческими банками Узбекистана, доля краткосрочных кредитов достигает 80 - 85% и лишь незначительная оставшаяся часть приходится на долю долгосрочных кредитов.

Из каких критериев исходит коммерческий банк, формируя свою инвестиционную деятельность?

Для начала уясним, чем отличается кредитование от инвестирования применительно к банку. Инвестиции отличаются от ссуд по нескольким параметрам. Во-первых, ссуда предполагает, что средства используются в течение сравнительно короткого времени и что выполняется условие возврата ссуды или ее эквивалента. Инвестирование же означает вложение денег с целью обеспечить приток средств на протяжении длительного времени. Во-вторых, при кредитовании инициатором действия выступает заемщик (предприятие или организация), а при инвестировании инициатива принадлежит банку, который стремится купить активы на рынке. В-третьих, банковское кредитование связано с личными отношениями банка с заемщиком, инвестирование же представляет собой "бесфамильную" деятельность.

Для того, чтобы осуществлять инвестиционную деятельность, банк должен определить ее цели. Для коммерческого банка они заключаются, как правило, в обеспечении сохранности средств, диверсификацию, доход и ликвидность. Практически невозможно поместить все депозиты коммерческого банка в одни (хотя бы и приемлемые) ссуды. Невозможно и неразумно, поскольку это противоречит основному принципу инвестирования - диверсификации, которая означает наличие в портфеле многих видов ценных бумаг. В политике диверсификации следует учитывать срок погашения, географическое распределение, тип обязательства и эмитента. Путем диверсификации полностью избежать риска невозможно, но можно его значительно уменьшить.

Хотя наличие документа об основных приоритетах и направлениях инвестиционной политики желательно, однако его

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

имеют далеко не все банки. Дело в том, что риск не ограничивается только инвестиционной деятельностью, риск от активных операций с ценными бумагами можно уравновесить осторожной политикой в других областях.

В последнее время на Западе широко распространилось понятие “деловые” банки, которые в отличие от коммерческих действуют на различных финансовых рынках как за свой счет, так и от имени какой-либо третьей стороны и управляют имуществом частных лиц. В некоторых других странах данными операциями занимаются и коммерческие банки, однако именно для деловых банков они являются основными.

В зависимости от страны деловые банки создаются для различных целей и имеют свою специализацию, однако все многообразие направлений их специализации можно разделить на три основные категории: работа с ценными бумагами, операции коммерческого банка и финансовый инжиниринг.

Для обеспечения эффективной работы в этих направлениях деловые банки должны иметь большие и хорошо оборудованные залы, а также располагать весьма значительным потенциалом исследований и финансового анализа, им нужны банки экономических и финансовых данных. Этим и обусловлены огромные масштабы поглощения фирм, специализирующихся в области финансовой и экономической информации.

Деловые банки осуществляют те же, что и коммерческие банки, функции накопления и кредитования в отношении предприятий и частных лиц, однако они это довольно специфическим образом. В частности, предлагают обычные услуги по ценным бумагам, однако цель состоит прежде всего в том, чтобы продать услуги по управлению денежными средствами и имуществом. В англосаксонских странах данный вид деятельности банков получил название “частное банковское дело”.

Как правило, они выбирают крупные предприятия, которым, кроме обычных кредитов, могут продать услуги по финансовому инжинирингу, по операциям с ценными бумагами. Они предпочитают работать с предприятиями, специализирующимися на внешнеэкономической деятельности, так как

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

именно они являются потребителями услуг по валютному обмену и финансовому инжинирингу. Такого рода деятельность получила название **корпоративного банковского дела (corporate banking)**.

Занимаясь деятельностью, которая получила название финансового инжиниринга, деловые банки осуществляют четыре вида операций: финансирование сложных проектов, операции в верхней части баланса, операции по слиянию-приобретению и операции с недвижимостью.

Финансирование сложных проектов сводится к нахождению источников финансирования крупных и зачастую многолетних проектов для разовых или повторяющихся торговых операций. К такого рода проектам относится, например, строительство Евротуннеля, метрополитенов в крупных городах, создание больших морских судов или внедрение достижений науки в производство. Такие проекты требуют привлечения инструментов как прямого, так и косвенного финансирования. Роль деловых банков заключается в аккумуляции всех источников и направлении их по целевому назначению.

Операции в верхней части баланса, как правило, подразумевают изменение структуры баланса привлекаемых предприятий путем предоставления долгосрочных кредитов вместо краткосрочного финансирования или замены совокупности обычных краткосрочных кредитов линиями или льготными условиями. Они также могут представлять данные предприятия на бирже и поддерживать курс их акций, что активизирует деятельность банков в операциях с ценными бумагами. Кроме того, они участвуют в так называемых операциях аннулирования, состоящих в том, чтобы передать какой-либо актив и пассив организации-попечителю, которая, получая доходы от актива, сможет обеспечивать потоки обслуживания пассива, что одновременно облегчает актив и пассив баланса.

Роль делового банка в услугах по слиянию и приобретению состоит прежде всего в том, чтобы найти фирму, которая может быть куплена (или продана) за счет какой-либо третьей

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

фирмы, владельцы которой желают осуществить расширение своего производства (или наоборот).

В нашей стране, по всей видимости, банки такого типа начнут активно формироваться, когда будут созданы высокоорганизованные финансовые рынки и начнет развиваться жесткая конкуренция между финансовыми институтами.

4.2. Небанковские депозитные институты

Сберегательно-кредитные ассоциации привлекают средства путем открытия сберегательных счетов и используют их для предоставления целевых залоговых кредитов, которые более подробно описаны в следующем разделе. На Западе весьма распространены похожие на сберегательно - кредитные ассоциации **взаимные сберегательные банки**, но в отличие от первых их услугами пользуются мелкие вкладчики. Как правило, они ограничивают верхний предел вкладов, рассчитывая на более стабильный поток вкладов.

Кредитные союзы являются относительно мелкими сберегательно-кредитными институтами, ориентированными на предоставление потребительских кредитов; создаются религиозными организациями, профессиональными союзами и т.п. Они открывают сберегательные счета своим членам и предоставляют займы также только своим членам, т. е. кредитные союзы управляются вкладчиками на "общественных началах".

Взаимные денежные фонды производят вклады с выплачиваемыми процентами, на которые клиенты могут выписывать чеки. Как сумма, так и размер вклада по чеку должны иметь определенные ограничения. Данный вид финансовых институтов привлекает средства многих тысяч вкладчиков и использует полученные фонды на приобретение доходных ценных бумаг. В отличие от перечисленных ранее финансовых институтов вклады во взаимных денежных фондах не страхуются, но благодаря высокой ликвидности их активов (приобретенных на средства вкладчиков ценных бумаг) являются до-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

статочно надежным средством сбережений, приносящим высокие проценты.

5.0. Фондовая биржа и депозитарий

Одним из основных элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг является фондовая биржа. Фондовая биржа, это организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами (акциями, облигациями, векселями, сертификатами и т. д.), создаваемая профессиональными участниками рынка ценных бумаг для взаимных оптовых операций.

Функциональная структура фондовой биржи определяется лежащими в основании ее деятельности принципами: а) создание постоянно действующего рынка; б) определение цен; в) распространение информации о финансовых инструментах, их ценах и условиях обращения; г) поддержание профессионализма финансовых посредников; д) выработка правил торговли.

Биржевая торговля ценными бумагами ведется по определенным правилам. Основные из них следующие:

1. Купля-продажа ценных бумаг на бирже осуществляется только посредниками. Ими могут быть физические лица (дилеры) или юридические лица - банки, инвестиционные компании, брокерские фирмы. По их доверенности действуют посредники (брокеры, дилеры). Последние либо выполняют переданный им заказ на приобретение (продажу) ценных бумаг от клиента, либо покупают ценные бумаги за свой счет для последующей перепродажи.

2. На фондовую биржу не надо доставлять ценные бумаги. Существование ценных бумаг подтверждает сертификат - документ, характеризующий их количество и качество.

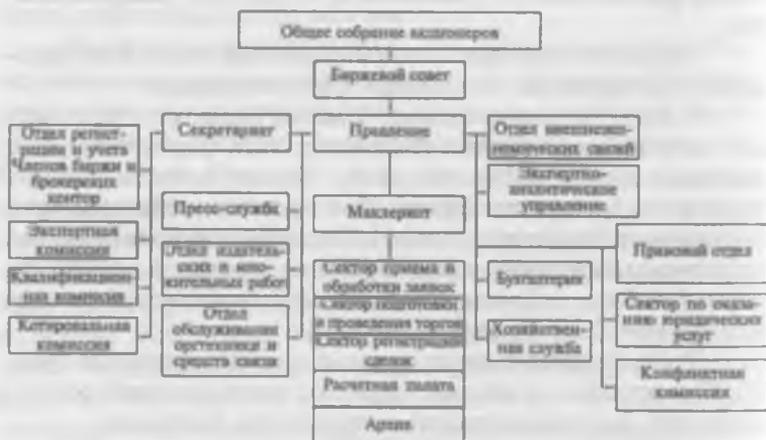
3. На фондовой бирже продают не какое угодно количество ценных бумаг: торговля ведется здесь лотами, то есть какими-либо общепринятыми количествами. Иначе говоря, фондовая биржа - форма оптовой торговли.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

4. На фондовой бирже продают ценные бумаги, которые включены в котировочный список "лист". Процедура включения акций в этот список называется листингом. Листинг - процедура допуска ценных бумаг на биржу.

5. Цены на фондовой бирже устанавливаются гласно, о них постоянно извещают имеющиеся в зале табло. Все участники биржевых операций находятся в одинаковых условиях, подчиняясь принятым биржевым правилам "честного" и "организованного" рынка.

Итак, с одной стороны, есть эмитенты или предприниматели, которые не хотят или не могут сами заниматься продажей своих ценных бумаг, а с другой стороны, существуют люди, готовые за определенную плату взять на себя функции реализации; и, наконец, есть компании или частные лица, нуждающиеся в этих ценных бумагах. Местом, где пересекаются интересы всех сторон, и служит биржа.



Организационная структура Республиканской фондовой биржи

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Сама по себе биржа ничего не продает и ничего не покупает, а лишь вырабатывает правила и создает условия для такого вида оптовой торговли.

Биржа - это прежде всего торговый зал, в котором брокеры исполняют заказы на куплю-продажу ценных бумаг. Для того чтобы иметь своих брокеров на бирже, инвестиционные институты должны стать ее членами, купив себе "место". Приобрести "место" значит получить право на торговлю и иметь в торговом зале биржи своего брокера и совершать операции с любыми ценными бумагами, внесенными в биржевой список.

"Место" является товаром и следовательно владелец может продать его, но, разумеется, с утратой права работать на бирже. Правила биржи позволяют присутствовать в зале от каждой брокерской конторы фиксированному числу брокеров и нескольким помощникам, не имеющим права заключать сделки.

На фондовой бирже совершаются сделки по купле-продаже ценных бумаг. Инициатором сделки является инвестор. Он излагает брокерской компании (как правило, по телефону или в непосредственном контакте) условия своего заказа. Речь идет прежде всего о трех основных пунктах: цене, количестве и сроках исполнения заказа. Поручение клиента оформляется в виде договора, в котором указывается также размер вознаграждения брокера. После этого представитель брокерской фирмы через своего агента передает условия заказа непосредственному исполнителю-брокеру, находящемуся в биржевом зале. Исполнителем заказа может быть и дилер. Если биржевой брокер выполнил заказ, сделка регистрируется на бирже, клиент получает уведомление о совершенной операции, а также счет.

Биржи представляют собой неприбыльные ассоциации, основными статьями их дохода являются:

- налог на сделку, взимаемый с участников сделки за каждый заказ, исполненный в торговом зале;
- плата компаний за включение их акций в биржевой список;

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

- ежегодные взносы компаний, расходуемые биржей на поддержание их листинга в хорошем состоянии;
- плата компаний за изменение в листинге в связи, например, с изменениями в структуре капитала;
- вступительные взносы членов биржи;
- продажа "мест" и др.

Управление, разработку и осуществление политики биржи проводит правление или совет биржи. Каждая биржа имеет свою организационную структуру. Например, республиканская фондовая биржа "Тошкент" имеет следующую структуру.

Руководящим органом является правление биржи. Правление биржи возглавляет председатель правления. При фондовой бирже работает экспертная, квалификационная, котировальная комиссия, маклериат и юрисконсульт.

Экспертная комиссия осуществляет экспертизу ценных бумаг эмитентов и санкционирует их допуск к котировке и биржевым торгам. Экспертиза проводится на основании бухгалтерских и финансовых отчетов эмитента по специальной методике расчетов на компьютере. По результатам анализа принимается решение о включении или не включении акций данного эмитента в листинг.

Квалификационная комиссия определяет квалификацию брокеров и возможность допуска к операциям с ценными бумагами.

Котировальная комиссия устанавливает цены на ценные бумаги, реализуемые на бирже в день торгов.

Маклериат осуществляет прием заявок от финансовых брокеров на продажу и покупку ценных бумаг, организует и проводит биржевые торги, документально оформляет совершившиеся сделки.

Юрисконсульт решает конфликтные споры по операциям с ценными бумагами.

Полномочный представитель Министерства финансов Республики Узбекистан осуществляет надзор за соблюдением в ходе биржевой деятельности требований законодательства и устава биржи.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

В случае нарушения законодательства или незтичного поведения участников рынка он может принимать следующие меры:

приостанавливать или аннулировать лицензию;
вносить ходатайство в судебные органы и др.

Как правило, торги на бирже проводятся в определенные сроки и по определенной схеме. Фондовая биржа это аукцион.

Торги на бирже могут вестись голосом (тогда выкрикиваются данные о предлагаемых ценных бумагах, их цене) или с помощью электронной системы через терминалы.

На республиканской фондовой бирже "Тошкент" торги в настоящее время ведутся первым способом. Однако в мировой практике в основном торговля ценными бумагами на централизованном рынке осуществляется электронной системой, через терминалы, установленные в брокерских фирмах и связанные с центральным компьютером.

Электронная система торговли имеет три независимых, но взаимосвязанных подсистемы - это центральная система, в которую вводятся данные из системы ориентации заказов, а она в свою очередь имеет выход в компьютеризованную систему, распространяющую ключевую информацию о рынке ценных бумаг.

Все заказы поступают в центральную электронную систему от посреднических фирм, действующих по поручению клиентов или самостоятельно.

После завершения этапа торговли и подписания договора на куплю-продажу ценных бумаг происходит процесс переоформления прав собственности в реестре акционеров.

Схема сделки по купле-продаже ценных бумаг выглядит следующим образом.

Владелец акций через брокера подает заявку на продажу акций или инвестор - через брокера на покупку акций, или владелец - через брокера, в маклернат биржи. Эта заявка включается в листинг, который формируется и вручается брокерам перед торгами. На открытых торгах, в которые могут вмешиваться другие покупатели или продавцы, заключается сделка, которая затем регистрируется биржей. После торгов оформляется договор купли-продажи. Брокеры, обслуживающие поку-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

пателя и продавца, передают своим клиентам копии договоров купли-продажи и свои отчеты по сделке. После оплаты сделки покупателем в течение пяти банковских дней происходит перевод акций со счета продавца на счет покупателя в депозитарии, который осуществляет хранение, учет и контроль. Новому владельцу акций необходимо связаться с эмитентом и выяснить, кто является реестродержателем акций данного эмитента и потребовать, чтобы его включили в этот реестр. Только после этого новому владельцу акций начинают начислять дивиденды.

Специализированные организации по хранению и учету ценных бумаг (депозитарии). Современный подход к осуществлению функции хранения фондовых ценностей состоит в ее централизации в специализированных организациях - депозитариях. Централизованное хранение удешевляет издержки обслуживания оборота ценных бумаг, упрощает и ускоряет учет. При наличии централизованного депозитария отпадает необходимость сопровождать сделки по купле-продаже бумаг физическим перемещением сертификатов. Основные функции депозитария - оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету прав на ценные бумаги.

Лицо, пользующееся услугами депозитария по хранению и учету прав на ценные бумаги, именуется депонентом.

Договор между депозитарием и депонентом, регулирующий их отношения по поводу депозитарной деятельности, именуется депозитарным договором (договором о счете депо). Депозитарный договор должен быть заключен в письменной форме.

Договор является концессуальным. При его заключении от депонента не требуется немедленного депонирования каких-либо ценных бумаг, а открывается внебалансовый счет депо для учета прав депонента на хранение ценных бумаг.

Заключение депозитарного договора не влечет за собой переход к депозитарию прав собственности на ценные бумаги депонента и прав, удостоверенных этими ценными бумагами.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Депозитарий не имеет права распоряжаться ценными бумагами депонента, если он не уполномочен на это другими договорами с этим лицом. Депозитарий не имеет право обуславливать заключение депозитарного договора с депонентом отказом последнего хотя бы от одного из прав, составляющих ценную бумагу.

Депозитарную деятельность могут осуществлять только юридические лица - банки, фондовые биржи (фондовые отделы бирж), инвестиционные институты (кроме инвестиционных консультантов, инвестиционных фондов), специализированные депозитарии, осуществляющие депозитарную деятельность как исключительную.

Всю работу депозитария можно условно разделить на две части:

внутренняя - прием депонентов, осуществление проводок по счетам, регистрация сделок, оповещение депонентов, выплата доходов по ценным бумагам и т. п.;

внешняя - трансфер-агентские операции, перерегистрация в реестре с акционера на депозитарий (номинальный держатель) и, наоборот, получение информации от эмитента (регистратора) и передача информации эмитенту.

Два основных показателя деятельности депозитария - количество обслуживаемых счетов депо и зарегистрированных в депозитарии выпуском ценных бумаг.

За операции со счетами "депо" взимается плата с клиента в соответствии с принятыми расценками депозитария, которая поступает на расчетный счет через кассу депозитария.

В апреле 1994 года в Узбекистане был создан национальный депозитарий АО "Вакт" в качестве акционерного общества открытого типа.

Учредителями национального депозитария являются Госкомимущество РУз, АО "Узфининвест", республиканская фондовая биржа "Тошкент" САМТУ "Гранит". В числе акционеров АО "Вакт" акционерный коммерческий банк "Турон", российский депозитарий "Ринако", другие юридические и физические лица.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Основными функциями национального депозитария является обеспечение учета, хранения и передвижения ценных бумаг, имеющих обращение на территории Республики Узбекистан.

Национальный депозитарий осуществляет:

- учет всех выпусков ценных бумаг, имеющих обращение на рынке;
- ведение реестров акционеров в едином технологическом режиме;
- оформление выпуска ценных бумаг в безналичной форме;
- стопроцентную гарантию защиты от подделки и утраты при размещении эмиссии ценных бумаг в безналичной форме;
- выполнение поручений по реализации прав, вытекающих из владения ценными бумагами (продажа, дарение, залог, наследование);
- учет использования квот допуска к обращению на территории Республики Узбекистан ценных бумаг, выпущенных или предполагаемых к выпуску эмитентами, находящимися под юрисдикцией Республики Узбекистан.

Национальный депозитарий в настоящее время проводит работу по созданию:

- системы электронной почты;
- системы электронной подписи и криптозащиты в глобальных компьютерных сетях;
- системы электронного обмена данными с помощью электронных форм;
- пользовательских абонентных мест;
- электронных почтамтов.

Национальный депозитарий имеет корреспондентские отношения с другими депозитариями.

С целью ускорения обращения акций акционерных обществ на фондовом рынке республики и вовлечения средств населения в процессы приватизации национальным депози-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

тарием разработана программа опционной торговли государственной собственностью на конкурсной основе.

В целях создания благоприятных условий акционерным обществам и акционерам в размещении эмиссии и переводов по счетам национальным депозитарием открыты филиалы или регистрационные пункты во всех областях республики и Республики Каракалпакстан.

6.0. Контрактные финансовые институты

Финансовые институты контрактно-сберегательного типа привлекают средства на основе различных взносов в соответствии с долговременными контрактами, заключаемыми между ними и клиентами. К ним относятся всевозможные **страховые компании** (основными из которых являются компании по страхованию жизни и компании по страхованию имущества) и различные **пенсионные фонды**. Привлекаемые средства такие компании вкладывают в залоговые кредиты, акции и облигации корпораций, а также казначейские обязательства. Компании по страхованию жизни могут позволить себе иметь малоликвидные, но доходные активы. Это связано с продолжительным сроком заключаемых контрактов, как правило, на период жизни человека. Наиболее ликвидную структуру активов должны иметь компании по страхованию имущества. Принципиально важным моментом для последних является то, что их источником дохода служит не столько превышение сумм страховых взносов над суммой выплат по страховкам, сколько доход от вложения привлекаемых средств в ценные бумаги.

Рассмотрим общие условия деятельности страховых компаний. В страховании обычно участвуют две стороны. Одна - это страховая организация (государственная, акционерная или частная), вырабатывающая условия страхования, которую называют страховщиком, и другая сторона - юридические или физические лица, называемые страхователями, или клиентами, которые страхуют свой собственный интерес или интерес

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

третьей стороны, уплачивая в этих целях страховые премии (платежи, взносы). При наступлении страхового события страхователь имеет право получить страховое возмещение в соответствии с полисом.

В практике страхования независимо от объекта применяются несколько систем страхования и франшизы. Одной из самых распространенных систем страхования является **страхование по действительной стоимости** имущества, которая определяется как фактическая стоимость имущества на день заключения договора. В этом случае страховое обеспечение равно величине ущерба.

6.1. Страхование по системе пропорциональной ответственности

Это система неполного страхования объекта, которая предусматривает выплату страхового возмещения. Размер возмещения рассчитывается по формуле:

$$\text{Страховое возмещение} = \frac{\text{Страховая сумма по договору}}{\text{Стоимостная оценка объекта}} \times \text{Фактическая сумма ущерба}$$

Как видим, степень полноты страхового возмещения тем выше, чем меньше разница между страховой суммой и оценкой объекта страхования.

Страхование по **системе первого риска** предусматривает выплату страхового возмещения в размере ущерба, но в пределах страховой суммы. В данном случае весь ущерб в пределах страховой суммы (первый риск) компенсируется полностью, а ущерб сверх страховой суммы (второй риск) не возмещается.

Существует также **система дробной части**, в соответствии с которой устанавливаются две страховые суммы, одна из которых называется **показательной стоимостью**. Именно по ней страхователь получает покрытие риска, выраженное натуральной дробью или в процентах. Ответственность страховщика огра-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ничена размерами дробной части, т. е. страховая сумма будет меньше показанной стоимости и ее дробной части. Страховое возмещение равно ущербу, но не выше страховой суммы.

6.2. Страхование по восстановительной стоимости

Предлагаемая система страхования означает, что страховое возмещение за объект равно цене нового имущества соответствующего вида, при этом износ имущества не учитывается.

Личное участие страхователя в покрытии ущерба выражается через франшизу, размер которой предусмотрен в полисе. Различают условную (невывчитаемую) и безусловную (вычитаемую) франшизу. При первой страховщик освобождается от ответственности за ущерб, не превышающий установленной суммы (процент) франшизы, и должен возместить ущерб полностью, если его размер больше суммы франшизы. В международной практике такой процент делается в полисе в виде записи "свободно от $x\%$ " (где $x - 1, 2, 3, \dots$ процента от страховой суммы). Если ущерб превышает установленную франшизу, страховщик выплачивает страховое возмещение полностью, не принимая во внимание данную оговорку.

Безусловная франшиза также предполагает оговорку в страховом полисе, но только "свободно от первых $x\%$ " (где $x -$ проценты, которые вычитаются всегда из суммы страхового возмещения независимо от величины ущерба). В данном случае страховое возмещение равно ущербу за вычетом безусловной франшизы.

В Узбекистане страховой рынок развивался до последнего времени достаточно однобоко, поскольку осуществлялось лишь страхование жизни и имущества частных лиц, не говоря о том, что не существовало никакой конкуренции между страховыми компаниями: монополистом в этой области был Госстрах. Положение коренным образом изменилось с выходом

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

республики на мировые рынки. Компаниям, проникающим на отечественный рынок, требовались разнообразные страховые услуги, которые соответствовали бы уровню развитых западных стран. С созданием национальной страховой компании "Узбекинвест" началось активное развитие страхового рынка. Этому в немалой степени способствовало законодательство, создавая в стране благоприятный инвестиционный климат. Доказательством последнего может служить создание компании "Узбекинвест интернейшнл", партнерами в которой наряду с национальной страховой компанией Узбекистана "Узбекинвест" выступил такой уважаемый в мире страховщик, как "Американ интернейшнл груп". Это первая компания в странах СНГ, штаб-квартира которой располагается в Лондоне.

Рост продолжительности жизни, стремление к финансовой независимости в пенсионном возрасте, высокие темпы инфляции, специальные налоговые стимулы обусловили тот факт, что в западных странах заметно повысилась роль пенсионных фондов как источника инвестиционного капитала. Через эти фонды работники и работодатели стремятся обеспечить дополнительные выгоды на случай выхода на пенсию. Такие фонды существуют в двух видах: траст-планы и планы, управляемые правительством.

Траст-планы представляют собой суммы, перечисляемые работодателями и самими работниками попечителю, который аккумулирует эти выплаты. Чаще всего в такой роли выступают траст-компания, какая-либо правительственная организация или компания по страхованию жизни. Но в любом случае попечитель обязан официально зарегистрировать пенсионный план и управлять им в соответствии с условиями доверенности.

Основная инвестиционная цель попечителя - сохранность пенсионных фондов и дохода на них. Поскольку в западных странах доход на инвестиции пенсионных фондов не облагается налогом, попечители являются крупными покупателями дорогих, но высокодоходных государственных и корпоратив-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ных ценных бумаг, а также вкладных. Как правило, инвестиции пенсионных фондов по большей части - долговременные, ибо сами фонды обычно накапливаются у попечителя годами вплоть до выхода вкладчика на пенсию. Если нарастает опасность высоких темпов инфляции, многие попечители стараются вкладывать часть средств в обыкновенные акции проверенных и зарекомендовавших себя предприятий.

В отличие от траст-планов планы (фонды), управляемые правительством, являются обязательными к выполнению большинством работников. Они также обеспечивают ряд преимуществ, вроде дополнительных выплат по инвалидности, в связи со смертью пенсионера и т.д. Формируются из отчислений работодателей и самих работников, ставки устанавливаются в официальном порядке и корректируются на величину инфляции как по отчислениям, так и по пенсионным выплатам. Средства, отчисляемые в пенсионные фонды, управляемые правительством, вкладываются обычно в государственные облигации, а также в ценные бумаги ведущих корпораций.

В нашей стране такие разнообразные институты пенсионного обеспечения не получили своего развития. Существует Государственный пенсионный фонд, который осуществляет политику в области пенсионного обслуживания в республике и куда каждый из нас отчисляет 1% от заработной платы.

7.0. Инвестиционные институты

Финансовые институты инвестиционного типа реализуют механизм, позволяющий относительно маломощным инвесторам владеть диверсифицированным портфелем акций. К ним относятся инвестиционные компании различных модификаций.

Исходя из мировой практики, инвестиционные институты - это юридические лица, осуществляющие следующие функции: посредническую деятельность; организацию выпуска ценных бумаг и выдачу гарантий по их размещению в пользу

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

третьих лиц; выпуск акций с целью мобилизации денежных средств инвесторов и вложение их в ценные бумаги, различных эмитентов; оказание консультационных услуг по выпуску и обращению ценных бумаг. К ним относятся: финансовые брокеры, инвестиционные компании, инвестиционные консультанты, инвестиционные фонды.

Инвестиционный институт может начать свою деятельность на рынке ценных бумаг только после получения им специальной лицензии в Министерстве финансов Республики Узбекистан на ведение соответствующего вида деятельности.

Лицензии могут выдаваться как на отдельные виды деятельности, так и одновременно на два или три следующих вида деятельности: посредник (финансовый брокер), инвестиционный консультант, инвестиционная компания. Объединение деятельности в качестве инвестиционной компании и финансового брокера допускается при условии, что инвестиционная компания осуществляет деятельность в качестве финансового брокера только через фондовую биржу. Никакое физическое или юридическое лицо, за исключением банков, не может осуществлять деятельность на рынке ценных бумаг за счет привлеченных средств или по поручению третьих лиц без лицензии Министерства финансов республики.

Инвестиционный институт не имеет права осуществлять деятельность на рынке ценных бумаг, если в его штате отсутствует специалист, имеющий квалификационный аттестат на право совершения операций с ценными бумагами, выданный Министерством финансов Республики Узбекистан. Правом заключения сделок от имени инвестиционного института обладает только специалист, имеющий соответствующий квалификационный аттестат.

Финансовый брокер - это юридическое лицо, выполняющее посреднические функции при купле-продаже ценных бумаг за счет и по поручению клиента на основании договора комиссии или поручения (не следует путать с "брокерами" физическими лицами). При этом он действует не за свой счет, а за счет и в интересах клиента, заключая сделку при договоре

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

комиссии от своего имени, а при договоре поручения - от имени клиента. У нас их обычно называют брокерскими фирмами. По состоянию на 1 августа 1995 года в Узбекистане уже насчитывалось 67 брокерских фирм, имеющих лицензии Минфина Республики Узбекистан, которые часто совмещают и функции инвестиционных консультантов.

Дилеры обычно покупают ценные бумаги в собственность, а затем их перепродают. Чтобы гибко реагировать на спрос и предложение бумаг со стороны хозяйственных единиц, дилеры, как правило, располагают достаточным объемом ценных бумаг и продают их от своего имени. Доход дилеров образуется за счет разницы цены продажи и цены покупки ценных бумаг.

7.1. Инвестиционные компании

Инвестиционная компания - юридическое лицо, действующее на рынке ценных бумаг не за счет клиента, а за свой собственный счет, то есть в отличие от финансового брокера это, дилер.

Инвестиционная компания организует выпуск ценных бумаг, выдает гарантии по их размещению в пользу третьих лиц, вкладывает средства в ценные бумаги, занимается куплей-продажей ценных бумаг от своего имени и за свой счет, в том числе путем котировки ценных бумаг (объявления на определенные ценные бумаги "цены продавца" и "цены покупателя", по которым инвестиционная компания обязуется их продавать и покупать). Инвестиционные компании должны формировать свои ресурсы только за счет собственных средств (средств учредителей) и эмиссии собственных ценных бумаг, реализуемых юридическим лицам. Они не имеют права формировать свои привлеченные ресурсы за счет средств населения.

В Узбекистане по состоянию на 1 августа 1995 г. Министерством финансов зарегистрированы 22 инвестиционные компании, работающие в различных регионах республики.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Специфика фондового рынка заключается в том, что он только начал формироваться. Поэтому, чтобы добиться успеха, компания должна не просто работать на рынке, но и формировать его.

На первоначальном этапе основная задача инвестиционной компании - создание сети клиентов и партнеров для проведения в дальнейшем фондовых операций. Основной инвестиционный поток как сейчас, так и в ближайшие годы будет связан с приватизацией государственной собственности. Компания должна активно действовать на рынке приватизационных услуг, предоставляя их полный цикл: от методической помощи до подготовки эмиссионного проспекта первичного размещения акций. Инвестиционная компания также приобретает акции приватизируемых предприятий за счет собственных средств.

После первичного размещения ценных бумаг своих клиентов компания должна будет приступить к созданию и ведению их вторичного рынка, то есть действовать в качестве дилера (специалиста). Для этого используется собственный запас соответствующих ценных бумаг, накопленный на предыдущем этапе. Компания постоянно корректирует свой портфель ценных бумаг путем операций на открытом рынке.

Выбор инвестиционных объектов осуществляется с использованием методов портфельного анализа и ценообразования на капитальные активы. Необходим индивидуальный подход к каждому инвестиционному объекту с привлечением высокопрофессиональных отраслевых специалистов.

Приоритет, отдаваемый наиболее перспективным проектам, по оценке экспертов компании, отраслям и предприятиям, должен сочетаться с достаточной диверсификацией капиталовложений.

Инвестиционным консультантом может быть как юридическое (консалтинговая фирма), так и физическое лицо, предоставляющее консультационные услуги по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. В основе его деятельности -

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

договор подряда или договор на создание научно-технической продукции.

Обычно инвестиционные консультанты выполняют следующие виды работ: анализ рынка ценных бумаг (экспертиза конкретных сделок, изучение и прогнозирование конъюнктуры); правовое консультирование; разработка методической, нормативной документации по операциям с ценными бумагами, подготовка и организационно-методическое обеспечение эмиссии ценных бумаг; оценка ценных бумаг; оценка портфеля, разработка общей портфельной стратегии, консультирование текущего портфельного управления; информационное обслуживание.

В настоящее время большинство брокерских фирм и инвестиционных компаний совмещают функции и инвестиционных консультантов.

По мере развития в республике рынка ценных бумаг возрастут и потребности в услугах этого института. Особенно таких как оценка ценных бумаг, консультирование текущего портфельного управления, экспертиза сделок, прогнозирование конъюнктуры рынка ценных бумаг.

Инвестиционный фонд (ИФ) - юридическое лицо, управляющее коллективными инвестициями многих владельцев капитала. Инвестиционные фонды - один из важнейших видов финансовых учреждений развитой кредитной системы.

Мировая практика показывает, что потребность в инвестиционных фондах возникает при возможности и необходимости аккумулировать множество мелких капиталов, владельцы которых не хотят или не умеют самостоятельно управлять ими, доверяя это управление специализированной команде профессионалов. За свои капиталы мелкие инвесторы получают от инвестиционного фонда его акции, приносящие им дивиденд при условии успешной его деятельности.

Основная деятельность инвестиционного фонда - выпуск собственных акций и вложение мобилизованных таким образом средств в другие ценные бумаги, приносящие доход в виде

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

процента и повышения их курсовой стоимости. Обычно на практике инвестиционные фонды принимают средства многих мелких инвесторов, объединяя их и инвестируя в крупные пакеты акций. Тем самым ИФ минимизирует инвестиционный риск своих акционеров.

Именно это позволило в странах Восточной Европы и в СНГ активно использовать инвестиционные фонды в процессе приватизации как для аккумулирования приватизационных чеков, так и мелких сбережений населения и вложения их в крупные портфели акций приватизируемых предприятий. Создание инвестиционных фондов - один из путей активного участия мелких инвесторов в приватизационном процессе.

Основными функциями ИФ являются диверсификация инвестиций и управление портфелем инвестиций. Портфель инвестиций ИФ включает в себя, как правило, ценные бумаги большого количества различных эмитентов. При этом в соответствии с ситуацией на рынке ИФ осуществляет постоянную покупку и продажу ценных бумаг, перераспределяя капиталы в наиболее перспективные отрасли и предприятия. ИФ обеспечивают такой уровень диверсификации и управления инвестициями, который не в состоянии обеспечить отдельно взятый индивидуальный инвестор, поскольку это требует специальных знаний, высокой информированности и непрерывного анализа состояния институциональных рынков.

Рыночная стоимость акции ИФ соответствует чистой (за вычетом обязательств) рыночной стоимости всех вложений (активов) фонда, разделенной на количество акций его собственного выпуска. Иначе говоря, если растет стоимость ценных бумаг, которыми владеет ИФ, то растет стоимость акций самого ИФ, и наоборот.

Инвестиционные фонды могут быть открытого и закрытого типа. Фонды закрытого типа не обязаны выкупать свои акции у их обладателей, фонды открытого типа выкупают их по первому требованию.

Первоначально ИФ формировались как закрытые. Портфель ценных бумаг такого ИФ формируется один раз, в соот-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ветствии с ним выпускается определенное число акций. Акции первичной эмиссии, как во всякой корпорации, распределяются только среди учредителей.

В дальнейшем проводятся дополнительные эмиссии для привлечения сторонних акционеров, но это происходит после полного размещения акций предыдущего выпуска. В промежутках между эмиссиями число акций постоянно, но состав акционеров может непрерывно меняться. Они могут обращаться на бирже и продаваться и покупаться на внебиржевом рынке, но не могут быть сданы инвесторами самому фонду по их рыночной стоимости.

Открытый (т. е. с нефиксированным капиталом) ИФ ведет постоянную эмиссию акций, на что он имеет специальную лицензию от регулирующего органа. Количество акционеров в этих фондах колеблется. Такие фонды называют также взаимными.

Акции этих ИФ называются “выкупными”, или “возвратными”, они не котируются на бирже, а погашаются в самих ИФ. Эти акции представляют собой притязания на долю принадлежащего фонду портфеля ценных бумаг. Это означает, что если инвестор хочет продать свою акцию в фонде открытого типа, то он получает соответствующую долю стоимости портфеля на момент продажи. Цена акции ИФ ежедневно или еженедельно определяется путем деления суммы ценных бумаг в портфеле ИФ по их рыночной стоимости плюс прочие активы минус пассивы на общее число акций. Чтобы иметь возможность выкупить свои акции открытые ИФ всегда должны иметь запас ликвидных средств. В настоящее время на Западе открытые ИФ гораздо популярнее закрытых ИФ, ввиду более высокой ликвидности их акций.

Акционеры ИФ, как и у обычного акционерного общества, пользуются правом голоса и правом на информацию. Все выпущенные акции дают их владельцам равные права.

Каждый акционер фонда имеет право присутствовать на собраниях акционеров персонально или через уполномочен-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ного представителя и вносить предложения для обсуждения в соответствии с уставом фонда.

Каждая акция дает акционеру право одного голоса на всех собраниях акционеров и наравне с другими акциями - право на получение дивидендов и соответствующей части имущества фонда при его ликвидации.

В случае ликвидации фонда его имущество, оставшееся после удовлетворения претензий кредиторов, будет распределяться между держателями акций в соответствии с их долей акций в уставном капитале фонда.

В странах с развитой рыночной экономикой преобладают частные инвестиционные фонды.

Напротив, в странах Восточной Европы и СНГ, где сейчас дефицит и свободных капиталов, и специалистов, государство вынуждено активно участвовать в создании и функционировании таких фондов. На инвестиционные фонды возлагаются надежды как на инструмент ускорения приватизации государственной собственности.

В конце 1994 г. в нашей республике был создан Национальный инвестиционный фонд приватизации. Одним из учредителей фонда является Госкомимущество Республики Узбекистан.

Основными задачами инвестиционного фонда являются: мобилизация средств множества инвесторов и вложение их от имени фонда в пакеты акций приватизируемых предприятий, другие ценные бумаги и вклады.

В первом полугодии 1995 года фонд осуществил две эмиссии своих акций на сумму 4 млн. сумов и 10 млн. сумов. Первая эмиссия была полностью размещена к концу апреля 1995 г. среди учредителей и населения республики. Акции второй эмиссии, произведенной в июне 1995 г. предполагается разместить среди населения в течение нескольких месяцев.

К первому августа 1995 года инвестиционный фонд уже создал 10 своих филиалов в различных областях республики.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

При Национальном инвестиционном фонде и его филиалах созданы 13 фондовых магазинов. Сеть филиалов фонда и фондовых магазинов будет расширяться.

Особенность Национального инвестиционного фонда приватизации (ввиду того, что он является взаимным) - возможность постоянного увеличения уставного капитала путем размещения новых эмиссий и за счет вырученных средств от реализации собственных акций формирование "портфеля", состоящего из ценных бумаг множества эмитентов. Практически на начало августа 1995 г. в своем активе фонд имел акции более чем 50 предприятий республики различных отраслей.

Менеджеры инвестиционного фонда предлагают разные стратегии доходности для клиентов. Например, инвестор может ежегодно получать дивиденды либо, приобретая акции, через некоторое время сдавать их обратно, получая доход за счет разницы между курсом продажи и курсом покупки.

7.2. Траст-фонды

Траст-фонды создавались с целью управления по доверенности имуществом и ценными бумагами отдельных лиц и организаций. Поскольку сами доверители часто не разбираются в тонкостях финансового бизнеса, они заключают контрактное соглашение с траст-компанией, которой поручают управлять своими активами при жизни или в пользу наследников. Траст-компании управляют не только активами домашних хозяйств и общественных организаций, но и ценными бумагами средних и крупных корпораций. Как правило, корпорация регулярно перечисляет траст-компания средства для создания так называемого отложенного фонда, при помощи которого траст-компания гасит облигации корпораций по истечении их срока. Траст-компании могут управлять благотворительными и пенсионными фондами. Собранные средства траст-компа-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

ния вкладывает, как правило, в такие консервативные ценные бумаги, как залоговые кредиты. Сами траст-фонды управляются обычно трастовыми отделами коммерческих банков, что позволяет последним активно заниматься не только кредитной, но и инвестиционной деятельностью.

По характеру своих операций траст-компании ближе всего стоят к банкам, их часто даже именуют "полубанками", поскольку они предлагают практически такие же услуги с небольшими особенностями.

Все активы траст-компаний делятся на три группы. Рассмотрим каждую из них.

Фонды компании, включающие акционерный капитал самих траст-компаний и нераспределенную прибыль, которая, в свою очередь, образуется из чистой выручки, представляющей собой сумму комиссионных за оказанные услуги и доходов с инвестиций траст-компаний.

Гарантированные фонды, это фонды, принятые по доверенности. Траст-компании гарантируют собственникам таких фондов получение фиксированного дохода в виде определенного процента. Гарантированные фонды - это почти исключительно срочные вложения. В этом причина отмеченной нами особенности: траст-компании не так сильно нуждаются в ликвидности, как коммерческие банки. Структура таких гарантированных фондов регулируется законом. Обычно она складывается из инвестиций под первый заклад, государственных облигаций и ценных бумаг прибыльных компаний.

Третья группа активов траст-компаний представлена **вследственными, агентскими и траст-фондами**. Первые представляют собой начальную стадию развития траст-бизнеса. Обычно это недвижимость, которой траст-компании управляют по завещанию собственника в интересах наследника. Агентская функция траст-компаний заключается в управлении или хранении индивидуальных портфелей ценных бумаг, осуществлении передачи акций, облигаций корпораций и т.д. Траст-ком-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

пании целиком инвестируют траст-фонды, которые работают в определенном направлении без спекулятивных помыслов, что и определяет их высокую консервативность. Поскольку большая часть траст-фондов носит среднесрочный и долгосрочный характер, аналогичный характер приобретают и инвестиции траст-компаний. Траст-фонды специализируются на помещении инвестиций под заклад жилья.

В нашей стране трастовые операции не получили распространения. Этот пробел во многом связан с отсутствием разработанного законодательства по данному вопросу, что, в свою очередь, объясняется новизной и специфическими особенностями такого рода операций.

Как видим, взаимоотношения финансовых институтов весьма сложны и диверсифицированы, однако без них невозможно управление современной экономикой. Рассмотренные нами инвестиционные институты финансового рынка являются основными поставщиками инвестиционного капитала, но есть еще масса мелких поставщиков, к которым могут относиться учебные заведения, религиозные, профессиональные организации, торговые объединения и др. Читатель должен понять, что в качестве поставщиков капитала может выступить любая организационно оформленная структура, которая в состоянии аккумулировать денежные средства.

Потребителями инвестиционных фондов, аккумулированных инвестиционными институтами, служат отдельные лица, бизнес и правительство. Частным лицам капитал может потребоваться для финансирования жилищного строительства, на покупку дорогих товаров длительного пользования. Обычно они получают нужные средства, занимая их у финансовых посредников. Поскольку они ценных бумаг не выпускают, мы подробнее изучим два других потребителя капитала: бизнес и правительство.

Бизнес является крупнейшим потребителем капитала, он сам также аккумулирует его (нераспределенная прибыль и аморти-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

тизационные отчисления). Выступая в качестве потребителя, он обращается к финансовым посредникам с просьбой о выделении средств. Оно может осуществляться в двух направлениях: от коммерческих банков и от рынка ценных бумаг. Важно отметить, что рынок ценных бумаг и финансовые посредники образуют два сегмента рынка инвестиционных ресурсов или, другими словами, кредитный рынок и рынок ценных бумаг - два канала, по которым сбережения переливаются в инвестиции.

8.0. Информационная база для принятия решений на финансовых рынках

Ни для кого уже не секрет, что тот, кто владеет информацией, владеет миром. Для нашей страны это особенно актуально, поскольку долгое автономное развитие обусловило значительные упущения в данной области.

8.1. Цены финансовых активов

Цена любого финансового актива сама несет в себе значительную информацию для принятия решений по его приобретению. Поскольку цена является результатом действия рыночных закономерностей, происходящих в обществе, она отражает его "болезнь" или "здоровье". К примеру, цена акций складывается в результате котировки на фондовой бирже и отражает финансовое состояние, платежеспособность и будущие экономические перспективы эмитирующего данные акции предприятия. Если его производственная деятельность достаточно стабильна и прибыльна, то котировка данных акций высока и их можно приобретать с уверенностью. Если будущее предприятия неопределенно и, более того, неперспективно - говорить о высокой котировке, а значит, и о высокой цене его акций нельзя.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

8.2. Информация об эмитентах долговых обязательств

Связь между поставщиками и потребителями капитала происходит с помощью многообразных инструментов рынка ценных бумаг. Эта связь осуществляется с помощью всевозможных финансовых институтов: коммерческих банков, страховых компаний, инвестиционных фондов и других аналогичных структур. Однако зачастую, говоря о таких институтах, забывают об очень важном факторе: информационной и обслуживающей среде, которая позволяет эмитенту и инвестору сотрудничать эффективно, с меньшими издержками и меньшим риском.

Одним из основных звеньев так называемой инвестиционной инфраструктуры являются аудиторские и консалтинговые фирмы. Они имеют все возможности для того, чтобы обеспечить и гарантировать достоверность и "чистоту" эмитирующих ценные бумаги хозяйственных субъектов и инвесторов, поскольку дисбаланс на рынке, который может быть вызван чьей-то "плохой" игрой, зачастую является причиной глобальных крахов и цепных банкротств.

Вместе с тем обобщение, анализ и опыт, который постепенно приобретают аудиторские и консалтинговые фирмы в результате своей деятельности, позволяют им занять далеко не последнее место на финансовом рынке для формирования среды инвестиционной деятельности.

Разберемся, кто может потреблять данные услуги.

Во-первых, это сам эмитент, так как и большинство читателей знают об этом, при подготовке эмиссии новых акционерных обществ законодательно необходима экспертиза состояния бухгалтерского учета и финансов предприятия, а при проведении приватизации (особенно "большой", которая начинает разворачиваться в Узбекистане) - оценка имущества и выработка путей и моделей приватизации.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Во-вторых, в таких услугах весьма заинтересован инвестор, так как он расстается со своими, порой трудно заработанными, средствами и хочет быть уверенным в надежности своих вложений. Для потенциального инвестора, который только определяет свой выбор, особенно для крупного, аудиторское заключение может стать основополагающим доводом для принятия решения по инвестированию того или иного проекта.

В-третьих, в услугах аудиторских и консалтинговых фирм заинтересованы инвестиционные фонды и инвестиционные банки, поскольку характер их деятельности таков, что их финансовая отчетность, прошедшая аудиторский анализ, будет объектом пристального внимания. Приватизируемые предприятия, размещающие свои акции, станут вынуждены обращаться к услугам инвестиционных банков, а через них - в аудиторские организации за помощью в целях сохранения контроля над предприятием.

В-четвертых, в таких услугах по мере развертывания, а затем и преобладания акционерной формы собственности будем нуждаться мы, обыкновенные обыватели, поскольку по мере предоставления широкого выбора вложения средств мы будем стремиться разместить их с максимальной пользой.

Таким образом, сотрудничество и взаимодействие перечисленных групп потребителей, которые представляют весь возможный потребительский спрос, с аудиторскими и консалтинговыми фирмами способно создать единую информационную и консультационную среду для деятельности эмитентов и инвесторов на рынке.

У нас в стране постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 25 апреля 1996 года создано Агентство по оказанию консультационно-аудиторских услуг участникам рынка ценных бумаг.

Акционерное общество "Агентство по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг" создано в соответствии с постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан от 25 апреля 1996

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

г. N161, является акционерным обществом закрытого типа.

Цель деятельности центра - создание системы информационного обеспечения инвесторов и населения о состоянии рынка ценных бумаг и его участниках.

Основными задачами и направлениями деятельности центра являются:

создание, ввод в эксплуатацию и обеспечение функционирования системы информационного обеспечения инвесторов и населения о состоянии рынка ценных бумаг и его участниках на основе сети региональных информационно-консультационных центров, формирования банков данных и развития сетей их передач;

консультационное и информационно-справочное обслуживание участников рынка ценных бумаг, включая физические лица, обеспечение их необходимыми сведениями о деятельности акционерных обществ, котировках цен на акции и т.д.;

организация через средства массовой информации и пропаганды рекламной деятельности по распространению и обращению акций отечественных и иностранных эмитентов;

оказание на договорной основе клиентам услуг по анализу состояния и прогнозу развития рынка ценных бумаг, а также по осуществлению инвестиционной политики юридическими и физическими лицами;

осуществление аудиторских услуг и услуг по разработке бизнес-планов развития предприятий.

Предметом деятельности центра является:

- консалтинговая деятельность;
- издательская деятельность;
- аудиторская деятельность;
- правовое обслуживание участников рынка ценных бумаг;
- рекламная деятельность;
- оказание содействия в разгосударвлении и приватизации предприятий, включая оценку стоимости имущества;
- инновационная деятельность;
- инвестиционная деятельность в сфере создания и развития инфраструктуры рынка ценных бумаг;

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

- учебная деятельность на коммерческих началах.

Общество может осуществлять любую другую деятельность, отвечающую целям и задачам центра, если она не противоречит действующему законодательству.

Сейчас мы находимся на стадии становления, когда работает только первичный рынок ценных бумаг за счет выпуска акций приватизированными предприятиями. Данное агентство создано в целях информационного обеспечения инвесторов, способствования развитию вторичного рынка ценных бумаг, основным тормозом появления которого является отсутствие достоверной информации о состоянии фондового рынка республики. Агентство призвано дать инвестору возможность выбора наиболее выгодного вложения средств при покупке ценных бумаг. Это предполагает наличие широкого спектра информационных продуктов, создание обширного банка данных об эмитентах и инвестиционных институтах республики и построение финансовых рейтингов компаний. К примеру, основной проблемой на сегодня является получение информации о финансово-хозяйственной деятельности акционерных обществ. Агентство замкнет на себе деятельность многочисленных аудиторских фирм с тем, чтобы данная информация была достоверна и доступна. Это же относится и к процедуре публикации проспектов эмиссий новых акционерных предприятий, которая в основной своей массе носит формальный характер.

Вопросы для обсуждения

Прочитайте четвертый раздел и ответьте:



Каковы основные функции финансовой системы?



Чем обусловлена сложность выбора производства того или иного товара?

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

- 3 Что означает термин “деPOSITное финансовое учреждение”?
- 4 Охарактеризуйте коротко структуру баланса коммерческого банка.
- 5 Каковы основные критерии формирования инвестиционной политики банка?
- 6 Чем принципиально отличается кредитование от инвестирования?
- 7 В чем отличие и в чем схожесть деловых и коммерческих банков? Как Вы считаете, в чем заключаются преимущества первых?
- 8 Что входит в понятие контрактных финансовых институтов?
- 9 Какая разница между условной и безусловной франшизой?
- 10 Почему пенсионные фонды, управляемые правительством, предпочитают вкладывать свои средства в государственные облигации, а также ценные бумаги крупных корпораций?
- 11 На Ваш взгляд, каковы перспективы развития пенсионных фондов в Узбекистане?
- 12 Дайте понятие и классификацию инвестиционных фондов. Чем вызвана необходимость их появления?
- 13 Кто является потребителем средств инвестиционных компаний?

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

- ☀ Какова история появления и развития трастовых операций? Почему операции трастовых компаний носят, как правило, консервативный характер?
- ☀ Что такое государственный долг? Как он влияет на темпы экономического развития страны?
- ☀ Предположим, что некоторые государства решили начать субсидировать инвестиции, предоставляя инвестиционные налоговые кредиты. Как Вы считаете, что произойдет в данном случае с инвестициями в нашу страну?

Глоссарий

Аккредитив - форма расчетов в международной торговле; представляет собой обязательство банка прозвести по просьбе и в соответствии с указаниями импортера платеж экспортеру (при наличных расчетах) или акцептовать трату, выставленную экспортером (при расчетах в кредит), в пределах определенной суммы и срока и против предусмотренных документов (обычно коносамента, страхового полиса, счета-фактуры и др.)

Баланс - 1. Равновесие; 2. Система показателей, характеризующая на определенную дату в денежном выражении состояние средств производства как по составу (актив), так и по их источникам, целевому назначению и срокам возврата (пассив). Баланс подразделяется на систему сводных и бухгалтерских балансов.

Банк - особый экономический институт, аккумулирующий денежные средства (вклады), предоставляющий кредит (займы, ссуды), осуществляющий денежные расчеты, выпуск денег (эмиссию), ценных бумаг (банкноты, чеки, векселя) и осуществляю-

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

щий посредничество о взаимных платежах расчетах между государствами, предприятиями (фирмами), учреждениями и отдельными лицами.

Депозит - денежные средства или ценные бумаги, помещаемые для хранения в кредитные учреждения.

Инжиниринг - инженерно-консультативные услуги, обособленные в самостоятельную сферу деятельности, комплекс услуг коммерческого характера по подготовке к обеспечению процесса производства и реализации продукции, по обслуживанию строительства и эксплуатации промышленных, инфраструктурных, сельскохозяйственных и других объектов.

Лизинг - Специфическая фирма финансирования капитальных вложений в основные фонды при посредничестве специализированной лизинговой компании, которая приобретает для третьего лица право собственности на определенный товар, дает ему в аренду на кратко-, средне-, и долгосрочный период.

Ликвидность - подвижность активов предприятий, фирм, банков, предполагающая возможность бесперебойной оплаты в срок кредитно-финансовых обязательств и законных денежных требований.

Полис - документ страхового органа (страховщика), подтверждающий сделку о страховании.

Страховые компании - организации выступающие в роли страховщика, т.е. принимающие на себя обязанность возместить страхователю убыток при наступлении страхового случая.

ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ

Траст - компания, выполняющая доверительные функции для частных лиц и организаций.

Факторинг - вид услуг в области финансирования, предназначенной в основном для вновь выходящих на рынок, а также малых и средних фирм.

Франшиза - 1. Право осуществлять определенный вид хозяйственной деятельности, используя обычно хорошо известную торговую марку, согласно заранее установленным правилам и нормам. 2. Определенная часть убытков страхователей, не подлежащая возмещению страховщиком в соответствии с условиями страхования.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ ДЛЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО ЧТЕНИЯ

Центральный банк Республики Узбекистан. Нормативные акты по банковской деятельности (документы по частному предпринимательству). Ташкент, 1996.

Центральный банк Республики Узбекистан. Нормативные акты по банковской деятельности (документы по организации расчетов). Ташкент, 1996.

Закон о банках и банковской деятельности в странах СНГ. Москва, Изд-во "Де-Юре", 1995.

А.А. Первозванский, Т.Н. Первозванская. Финансовый рынок: расчет и риск. Москва. Инфра-М, 1994.

Б.И. Алехин. Рынок ценных бумаг. Самара. Изд. "Сам-вен", 1992.

М.Э. Бор, В.В. Пятенко. Стратегическое управление банковской деятельностью. Москва, 1995.

И.С. Зыкин. Внешнеэкономические операции: право и практика. Москва, "Международные отношения", 1994.

А.А. Фельдман. Вексельное обращение. Москва. Инфра-М, 1995.

А.А. Фельдман. Государственные ценные бумаги. Москва. Инфра-М, 1995.

Джон Д. Дэниелс, Ли Х. Радеба. Международный бизнес. Москва. Дело ЛТД, 1994.

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ ДЛЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО ЧТЕНИЯ

Е.Б. Ширинская. Операции коммерческих банков. Москва. Финансы и статистика, 1995.

Жан Матук, Финансовые системы Франции и других стран, банки. Москва. АО Финстатинформ, 1994. 1 том.

Страховой портфель. Москва. Соминтек, 1994.

Инвестиционно-финансовый портфель. Москва. Соминтэк, 1993.

Фондовый портфель. Москва. Соминтек, 1992.

Кэмбэл Р. Макконел, Стэнли Л. Брю. Экономикс. Москва. Издательство Республика, 1992. 1-2 тома.

Ю.А. Львов. Основы экономики и организации бизнеса. Санкт-Петербург. ГМП, Формика, 1992.

Эдвин Дж. Долан, Колин Д. Кэмпбелл, Розмари Дж. Кэмпбелл. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Москва-Санкт-Петербург, 1993

Э. Рид, Р. Коттер, Э. Гилл. Коммерческие банки. Москва, СП "Космополис", 1991

Под ред. *О.И. Лаврушина.* Банковское дело. Москва, 1992.

Отв.ред. *Коробов Ю.И., Рубин Ю.Б., Солдаткин В.И.,* Банкирский портфель. Москва, 1994.

Э.А. Уткин. Банковский маркетинг. Москва. Инфра-М, 1994.

К. Рэдхэд, С. Хьюс. Управление финансовыми рисками. Москва. Инфра-М, 1996.

Клас Эклунд. Эффективная экономика. Москва. Экономика, 1991.

Н. Грегори Мэнкью. Макроэкономика. Изд. Московского университета, 1994.

Бруно Бухвальд. Техника банковского дела. (перевод с немецкого). Москва, 1994.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆

СОДЕРЖАНИЕ

Вступительная статья	5
<i>Раздел 1. Сущность и функции денег</i>	9
1.0. Происхождение денег	10
2.0. Сущность и функции денег	17
2.1. Сущность денег	18
2.2. Теории о сущности денег	19
2.3. Функции денег	19
3.0. Типы денежных систем	22
3.1. Составляющие денежных систем	22
3.2. Система обращения металлических денег	23
3.3. Система кредитных и бумажных денег	27
3.4. Денежная масса и ее структура	33
<i>Выводы к Разделу 1</i>	37
<i>Вопросы для обсуждения</i>	38
<i>Глоссарий</i>	40
<i>Раздел 2. Регулирование финансовых рынков</i>	43
1.0. Государственные органы регулирования и контроля финансовых рынков	43
1.1. Министерство финансов	43
1.2. Центральный банк	46
1.3. Центр координации рынка ценных бумаг	51
2.0. Основы государственного денежно-кредитного регулирования	55
2.1. Денежно-кредитное регулирование и макроэкономическая стабильность	55
2.2. Сущность регулирования денежного обращения	56
2.3. Политика дешевых и дорогих денег	59
2.4. Конечные и промежуточные цели денежно-кредитной политики	62
2.5. Оценка спроса на деньги	66
2.6. Эффективность денежно-кредитной политики	67
3.0. Механизм денежно-кредитной политики	72
4.0. Инструменты денежно-кредитного регулирования	80

СОДЕРЖАНИЕ

4.1. Административные и экономические методы	80
4.2. Применение основных инструментов денежного регулирования	89
5.0. Банковский надзор и стабильная деятельность финансовых институтов	96
5.1. Виды и организация контроля в банках	102
5.2. Оценка кредитного портфеля банка	105
5.3. Проверка составления бухгалтерского учета в коммерческих банках	108
5.4. Проверка правильности формирования доходов и расходов банка	108
6.0. Инфляция и антиинфляционная политика	110
6.1. Сущность инфляции и формы ее проявления	110
6.2. Типы инфляции	114
6.3. Измерение инфляции	119
6.4. Антиинфляционная политика	123
6.5. Методы снижения дебиторской задолженности	131
<i>Вопросы для обсуждения</i>	137
<i>Глоссарий</i>	141
<i>Раздел 3. Финансовые рынки</i>	143
1.0. Функции финансовых рынков и финансовой системы	143
1.1. Рынки ресурсов и рынки продуктов	144
1.2. Кругооборот платежей	145
1.3. Функции финансовой системы	147
1.4. Спрос на деньги и предложение денег	148
2.0. Классификация финансовых рынков	149
2.1. Сбережения, инвестиции и финансовый рынок	149
2.2. Способы финансирования инвестиций	149
3.0. Рынок ценных бумаг	153
3.1. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг	156
3.2. Выпуск и первичное размещение ценных бумаг	163
3.3. Обращение ценных бумаг: виды рынков	168
3.4. Доходность ценных бумаг	173
3.5. Прогнозирование курса акций	183
4.0. Рынки денег	188

СОДЕРЖАНИЕ

4.1. Казначейские краткосрочные обязательства или казначейские векселя (билеты)	188
5.0. Рынок капиталов	197
5.1. Облигации	199
5.2. Акции	200
5.3. Взаимоотношения держателей	203
6.0. Операции с ценными бумагами	205
6.1. Заключение сделки - первый этап	205
6.2. Сверка - второй этап	209
6.3. Клиринг - третий этап	211
6.4. Исполнение сделки - четвертый этап	217
6.5. Организация денежных расчетов	221
7.0. Риски при осуществлении сделок на фондовом рынке	225
7.1. Источники риска при совершении сделок	225
7.2. Способы контроля на рынке ценных бумаг	229
7.3. Фондовые биржи в системе фондового рынка	232
8.0. Долгосрочные кредиты на рынке капиталов	234
9.0. Особенности кредитования в Узбекистане	238
9.1. Источники кредитования приватизированных предприятий в республике	238
9.2. Кредитование малого и частного бизнеса	240
9.3. Страхование займов	241
9.4. Валютное кредитование	244
9.5. "Узинвестпроект"	247
<i>Вопросы для обсуждения</i>	248
<i>Глоссарий</i>	251
<i>Раздел 4. Финансовые институты</i>	253
1.0. Банки и их задачи в рыночной экономике	253
1.1. Основные функции, выполняемые банком	253
1.2. Функции банка как финансового посредника	255
1.3. Функция банков в осуществлении платежей	256
1.4. Пассивные и активные операции банков	258
1.5. Типы банков	261
1.6. Функции коммерческих банков	264

СОДЕРЖАНИЕ

1.7. Коммерческие принципы в банковской деятельности	265
1.8. Межбанковская конкуренция	267
1.9. Ликвидные средства банка	268
2.0. Принцип организации банковской системы в странах с региональной экономикой	273
2.1. Банковская система	273
2.2. Одноуровневая банковская система	275
2.3. Двухуровневая банковская система	276
3.0. Мультипликационный механизм расширения банковских депозитов	279
4.0. Коммерческие банки	284
4.1. Депозитные финансовые институты	284
4.2. Небанковские депозитные институты	290
5.0. Фондовая биржа и депозитарий	291
6.0. Контрактные финансовые институты	299
6.1. Страхование по системе пропорциональной ответственности	300
6.2. Страхование по восстановленной стоимости	301
7.0. Инвестиционные институты	303
7.1. Инвестиционные компании	305
7.2. Траст-фонды	311
8.0. Информационная база для принятия решений на финансовых рынках	314
8.1. Цены финансовых активов	314
8.2. Информация об эмитентах долговых обязательств	315
<i>Вопросы для обсуждения</i>	318
<i>Глоссарий</i>	320
<i>Список рекомендуемой литературы для дополнительного чтения</i>	323

"ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ"

Подписано в печать 3.07.96. Формат 60x90 1/16.

Печать офсетная. Бумага офсетная. Усл.п.л. 21.

Уч.изд.л. 12,5.

Тираж 10.000 экз.

Заказ № 371. Цена договорная.

Отпечатано в типографии издательско-
полиграфического концерна "Шарк"

Адрес: 700083, г. Ташкент, ул. Буюк Турон, 41.

◆ ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ ◆