



ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Л. А. Чалдаева, А. А. Килячков

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

**УЧЕБНИК
ДЛЯ АКАДЕМИЧЕСКОГО БАКАЛАВРИАТА**

4–е издание, переработанное и дополненное

*Рекомендовано Учебно–методическим отделом
высшего образования в качестве учебника для студентов
высших учебных заведений, обучающихся по экономическим
направлениям и специальностям*

*Рекомендовано Министерством образования
и науки Российской Федерации в качестве учебника
для студентов высших учебных заведений, обучающихся
по специальностям 060500 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит»,
060400 «Финансы и кредит», 060600 «Мировая экономика»*

**Книга доступна в электронной библиотечной системе
biblio-online.ru**



Москва ■ Юрайт ■ 2014

УДК 33
ББК 65.262.2я73
Ч16

Авторы:

Чалдаева Лариса Алексеевна — доктор экономических наук, профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации;

Киячков Анатолий Анатольевич — кандидат технических наук, старший научный сотрудник, менеджер компании «Эрнст энд Янг».

Рецензенты:

Жуков Е. Ф. — доктор экономических наук, профессор;

Галанов В. А. — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой биржевого дела и ценных бумаг РЭУ им. Г. В. Плеханова;

Миркин Я. М. — профессор, заведующий кафедрой ценных бумаг и биржевого дела Финансового университета при Правительстве Российской Федерации;

Портной М. А. — доктор экономических наук, профессор, заведующий отделом Института США и Канады РАН;

кафедра «Финансы, денежное обращение и кредит» ГУУ.

Чалдаева, Л. А.

Ч16 Рынок ценных бумаг : учебник для академического бакалавриата / Л. А. Чалдаева, А. А. Киячков. — 4-е изд., перераб. и доп. — М. : Издательство Юрайт, 2014. — 832 с. — Серия : Бакалавр. Академический курс.

ISBN 978-5-9916-4279-8

Рассмотрены все важные аспекты функционирования рынка ценных бумаг. Даны основные понятия и определения, охарактеризованы финансовые инструменты, профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг, раскрыты особенности стратегий эмитентов и инвесторов, показана специфика бухгалтерского учета и налогообложения операций с ценными бумагами.

Соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего образования четвертого поколения.

Для бакалавров, магистров, преподавателей экономических вузов и факультетов, организаций и лиц, выполняющих операции с ценными бумагами.

УДК 33
ББК 65.262.2я73

*Рекомендовано к изданию
Ученым советом Финансовой академии
при Правительстве РФ*

© Чалдаева Л. А., Киячков А. А., 2010
© Чалдаева Л. А., Киячков А. А., 2014,
с изменениями
© ООО «Издательство Юрайт», 2014

ISBN 978-5-9916-4279-8

Оглавление

Предисловие	7
Глава 1. Основные понятия рынка ценных бумаг	13
1.1. Место рынка ценных бумаг в системе рыночных отношений.....	14
1.2. Характеристики фондового рынка.....	27
1.3. Индексы фондового рынка.....	39
<i>Выводы</i>	<i>50</i>
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	<i>52</i>
Глава 2. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг	53
2.1. Ценные бумаги: общие вопросы.....	57
2.2. Эмиссия ценных бумаг	81
2.3. Система государственной регистрации ценных бумаг.....	95
2.4. Государственные ценные бумаги	101
2.5. Порядок эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг.....	122
2.6. Корпоративные ценные бумаги	133
2.7. Ценные бумаги, выпускаемые зарубежными эмитентами.....	162
<i>Выводы</i>	<i>170</i>
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	<i>173</i>
Глава 3. Производные финансовые инструменты (деривативы) рынка ценных бумаг	175
3.1. Фьючерсные контракты.....	179
3.2. Опционные контракты.....	193
3.3. Депозитарные свидетельства.....	216
3.4. Другие производные финансовые инструменты.....	224
<i>Выводы</i>	<i>229</i>
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	<i>232</i>

Глава 4. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг	233
4.1. Участники торговых операций на рынке ценных бумаг	237
4.2. Учет движения и фиксация права собственности на ценные бумаги	257
4.3. Деятельность организаторов торговли на рынке ценных бумаг	277
4.4. Лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг	293
4.5. Внутренняя отчетность профессиональных участников рынка ценных бумаг	317
<i>Выводы</i>	336
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	339
Глава 5. Эмитенты на рынке ценных бумаг	340
5.1. Характеристика эмитентов ценных бумаг	341
5.2. Акционерные общества	350
<i>Выводы</i>	372
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	375
Глава 6. Инвесторы на рынке ценных бумаг.....	377
6.1. Характеристика инвесторов рынка ценных бумаг	379
6.2. Методы анализа рынка ценных бумаг	384
6.3. Стратегические инвесторы на рынке ценных бумаг	394
6.4. Институциональные инвесторы на рынке ценных бумаг	406
6.5. Венчурные инвесторы	424
6.6. Спекулянты на рынке ценных бумаг	426
6.7. Квалифицированные инвесторы	429
<i>Выводы</i>	429
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	432
Глава 7. Паевые, страховые, негосударственные пенсионные и инвестиционные фонды на рынке ценных бумаг	434
7.1. Паевые инвестиционные фонды на рынке ценных бумаг	440
7.2. Активы акционерных инвестиционных фондов и паевых инвестиционных фондов: состав и структура	456

7.3. Страховые компании на рынке ценных бумаг.....	505
7.4. Негосударственные пенсионные фонды на рынке ценных бумаг.....	525
7.5. Инвестиционные фонды на рынке ценных бумаг.....	545
<i>Выводы</i>	564
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	567
Глава 8. Налогообложение доходов от операций с ценными бумагами	569
8.1. Общая характеристика системы налогообложения в России.....	571
8.2. Налогообложение операций с ценными бумагами	578
8.3. Особенности налогообложения операций репо с ценными бумагами	591
8.4. Налогообложение операций займа ценными бумагами	595
8.5. Налогообложение доходов и прибыли профессиональных участников рынка ценных бумаг.....	599
8.6. Налогообложение доходов физических лиц от операций с ценными бумагами.....	609
8.7. Налогообложение прибыли и доходов иностранных организаций от операций с ценными бумагами	617
<i>Выводы</i>	622
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	623
Глава 9. Бухгалтерский учет операций с ценными бумагами.....	625
9.1. Основы организации бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности операций с ценными бумагами	627
9.2. Бухгалтерский учет операций с ценными бумагами профессиональных участников рынка ценных бумаг.....	631
9.3. Бухгалтерский учет операций с государственными ценными бумагами	644
9.4. Бухгалтерский учет операций с корпоративными ценными бумагами	652
<i>Выводы</i>	672
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	675

Глава 10. Основы финансовых вычислений на рынке ценных бумаг	676
10.1. Основные понятия и формулы. Метод альтернативной доходности	677
10.2. Частные методики решения вычислительных задач	689
10.3. Метод дисконтирования денежных потоков	694
10.4. Методика анализа операций с производными инструментами рынка ценных бумаг (опционами) ...	701
10.5. Примеры решения других задач	706
<i>Выводы</i>	714
<i>Вопросы и задания для самоконтроля</i>	715
Приложение 1. Биржевые крахи и потрясения.....	720
Приложение 2. Примеры реализации инфраструктурного риска	742
Приложение 3. Правила поведения участников биржевой торговли	746
Словарь терминов, используемых на биржевом и внебиржевом фондовом рынке	749
Список основных законодательных актов, регламентирующих функционирование фондового рынка	825
Список рекомендуемой литературы	831

Предисловие

Переход России к рыночной экономике, обусловил объективные предпосылки не только для изменения сложившейся системы экономических отношений, но и для возрождения или создания новых отношений, не существовавших ранее.

Рынок ценных бумаг, по сути, был воссоздан заново. Его появление — логическое продолжение процесса приватизации, а также организации и функционирования бирж и биржевой торговли в России. Если рассматривать биржевую деятельность как совокупность операций, направленных на подготовку и осуществление торговли специфическим товаром, то конкретно для фондовых бирж таким видом товара являются ценные бумаги. Однако, несмотря на это, совершение действий на рынке ценных бумаг представляет собой самостоятельную форму проявления коммерческих интересов как эмитентов, так и инвесторов. Поэтому при изучении данной дисциплины бакалавр должен:

знать

- основы функционирования рынка ценных бумаг и его фундаментальные свойства;
- структуру рынка ценных бумаг и его компонентов;
- виды ценных бумаг и их классификацию;
- особенности рынка ценных бумаг различных моделей организации;
- классификационные признаки рынков ценных бумаг;
- условия функционирования рынка ценных бумаг;

уметь

- характеризовать первичный и вторичный рынок ценных бумаг;
- выполнять простейшие операции на рынке ценных бумаг;
- применять методы управления рисками на рынке ценных бумаг;

- решать задачи, связанные с формированием портфеля ценных бумаг;
 - обосновывать выбор финансовых инструментов на рынке срочных контрактов;
- владеть**
- понятийным аппаратом в области рынка ценных бумаг;
 - навыками выполнения финансовых расчетов на рынке ценных бумаг;
 - представлениями о зарубежном опыте выполнения операций на рынке ценных бумаг.

Дисциплина «Рынок ценных бумаг» изучается в соответствии со специально подготовленным в рамках действующего российского законодательства образовательным стандартом третьего поколения. Содержательная часть учебника согласована с учебным планом подготовки бакалавров в области экономики, статистики, управления, финансов, банковского, страхового и биржевого дела, бухгалтерского учета и анализа хозяйственной деятельности, аудита. Поэтому его содержание находится в полном единстве с дисциплинами, закладывающими основы профессионального мастерства бакалавра экономического профиля.

При подготовке учебника использовались работы таких ученых-экономистов, как Г. Дж. Александер, И. Ансофф, М. Аоки, Д. В. Бэйли, Х. Кимм, Ф. Модильяни, М. Портер, П. Самуэльсон, Дж. Стиглер, Дж. Тобин, Р. Д. Тьюлз, Д. Хикс, Р. Фриш, У. Ф. Шарп, а также известных отечественных авторов, таких как М. М. Агарков, Л. И. Абалкин, А. М. Бирман, М. Ю. Бортник, Л. М. Гатовский, Д. М. Гвишиани, Ю. П. Голицин, А. Г. Грязнова, С. Е. Каменицер, Б. А. Колтынюк, Р. В. Корнеева, Д. А. Лоевецкий, В. Д. Майер, Е. Л. Маневич и др.

Рынок ценных бумаг является составной частью финансового рынка, входящего в государственную систему экономических отношений. Основу финансового рынка образуют валютный и денежный рынки, а также рынок капитала. Место и роль рынка ценных бумаг можно показать с помощью структуры финансового рынка как единого целого (рис. П-1).

Рынок ценных бумаг входит в структуру финансового рынка как составная часть, объединяя сегменты денежного и валютного рынков и рынка капиталов. Порядок их функ-



Рис. П-1. Структура финансового рынка

ционирования и взаимодействия определяется правилами российского законодательства. Нормативная база рынка ценных бумаг отражает объективно действующие закономерности его функционирования.

Целью данного курса является изучение общих закономерностей формирования, организации и функционирования рынка ценных бумаг, а также изучение экономических взаимоотношений хозяйствующих субъектов посредством ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг рассматривается в динамике, благодаря чему выявляется диалектика его существования. Такие важнейшие категории диалектики, как противоречие, качество и количество, случайность и необходимость, возможность и действительность, применимы к предмету и объекту курса, способствуют выявлению глубинных процессов его эволюции. Все это дает возможность составить представление о перспективах развития рынка ценных бумаг, способствует формированию экономического мышления, создает теоретическую основу приобретения и закрепления навыков и умений, необходимых в практической деятельности.

В настоящее время в обществе сформировалась устойчивая потребность в знаниях в области ценных бумаг, рынка ценных бумаг, биржевого дела. Поэтому восстановление и развитие научной школы в сфере рынка ценных бумаг и биржевого дела является сложным, трудоемким, дорогостоящим, но одновременно и благодатным занятием. Образованные специалисты способны профессионально и грамотно решить поставленные задачи, помочь юридическим и физическим лицам свободно ориентироваться в сложившейся экономической ситуации. Независимо от поставлен-

ной цели — получить теоретическую подготовку, повысить профессиональную квалификацию, подготовиться к сдаче экзамена или просто приобрести необходимые знания в области рынка ценных бумаг — данный курс должен вызвать определенный интерес. Материалы курса изложены конкретно, в логической последовательности, на базе законодательных актов РФ, раскрывают основные понятия, содержат подробное введение в изучаемый предмет и способствуют усвоению правил работы на рынке ценных бумаг.

Содержание учебника «Рынок ценных бумаг» соответствует Федеральному государственному образовательному стандарту высшего профессионального образования (ФГОС ВПО) третьего поколения и представлено в 10 главах.

Глава 1. Основные понятия рынка ценных бумаг. Даны понятия и определения основных категорий, с помощью которых осуществляются операции на рынке ценных бумаг, раскрывается его функциональное назначение и анализируется структура. В главе дано описание типов фондовых индексов, которые относятся к одной из двух групп: капитализационные или ценовые индексы.

Глава 2. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг. Даются описание ценных бумаг, допущенных к обращению на территории РФ, порядка их выпуска, обращения и погашения. Отдельно приведена классификация каждого вида ценных бумаг и дается характеристика системы государственной регистрации. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг представлены в виде государственных и корпоративных ценных бумаг, а также ценных бумаг субъектов РФ и местных органов самоуправления.

Глава 3. Производные финансовые инструменты рынка ценных бумаг. Дается характеристика рынка производных финансовых инструментов (деривативов), из которых наиболее известными являются форвардные контракты, фьючерсы и опционы. Поскольку производные финансовые инструменты рынка ценных бумаг предоставляют возможность страхования финансовых рисков, то эта их сторона рассмотрена наиболее подробно.

Глава 4. Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг. Дается характеристика таких видов профессиональной деятельности, как брокерская, дилерская, депозитарная, анализируется деятельность по управлению ценными бумагами, по ведению реестра владельцев ценных бумаг и по организации торговли на рынке ценных бумаг,

а также изложены вопросы организации и ведения учетных регистров и отчетности профессиональных участников фондового рынка, порядок и правила их лицензирования — допуска на рынок ценных бумаг.

Глава 5. Эмитенты на рынке ценных бумаг. Раскрываются проблемы, которые решают эмитенты с использованием возможностей рынка ценных бумаг. Рассмотрены конкретные задачи, их соотношение, приоритетность в привлечении инвестиционных ресурсов, оптимизации финансовых потоков, организации контроля над дочерними и зависимыми организациями. Для решения поставленных задач сформирована модель поведения эмитентов на рынке ценных бумаг, отвечающая также критериям информационной безопасности эмитента.

Глава 6. Инвесторы на рынке ценных бумаг. Изложен материал, дающий представление об инвестициях и лицах, занимающихся инвестиционной деятельностью, о задачах, решаемых ими с помощью инструментов рынка ценных бумаг, методах и способах защиты интересов и прав инвесторов. Дана характеристика тактики поведения инвесторов в зависимости от целей и инвестиционного потенциала.

Глава 7. Паевые, страховые, негосударственные пенсионные и инвестиционные фонды на рынке ценных бумаг. Рассматриваются вопросы участия названных фондов в выполнении операций на рынке ценных бумаг, дается описание стратегии и тактики их поведения, применяемых для решения инвестиционных задач.

Глава 8. Налогообложение доходов от операций с ценными бумагами. Дана общая характеристика системы налогообложения в России. На основе классификации налогов и сборов рассмотрена практика налогообложения доходов, получаемых инвесторами и эмитентами (юридическими и физическими лицами, резидентами и нерезидентами) от операций с государственными долговыми обязательствами и корпоративными ценными бумагами при совершении срочных сделок.

Глава 9. Бухгалтерский учет операций с ценными бумагами. Освещены основы бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности операций с ценными бумагами, как государственными, так и корпоративными, эмитентов и инвесторов, а также профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Глава 10. Основы финансовых вычислений на рынке ценных бумаг. Приведена методика численной оценки основ-

ных параметров операций с ценными бумагами на основе метода альтернативной доходности, а также метода капитализации доходов. Дана качественная методика численной оценки параметров операций с производными инструментами рынка ценных бумаг.

Концептуальный подход к изложению учебного материала предполагает существование логических связей с другими образовательными дисциплинами в области финансов и кредита, изучение которых способствует формированию квалифицированного специалиста экономического профиля. Учебный курс «Рынок ценных бумаг» является продолжением таких дисциплин, как «Финансы», «Деньги, кредит и банки», «Финансы организаций (предприятий)», «Финансовый менеджмент», «Страхование», «Налоги и налогообложение», «Инвестиции», закладывающие основы профессионального мастерства.

Основная идея учебника сводится к изложению материала, позволяющего дать целостное представление о рынке ценных бумаг, принципах и методах его функционирования на основе российского законодательства. Полученный комплекс знаний позволит по-деловому решать производственные задачи, умело используя их в достижении поставленной цели.

В настоящее издание учебника внесены изменения, отражающие изменения в законодательстве, учтен опыт преподавания данной дисциплины в высших учебных заведениях.

В заключение авторы хотели бы выразить благодарность президенту Финансового университета при Правительстве РФ, доктору экономических наук, профессору А. Г. Грязновой. Авторский коллектив выражает благодарность коллегам, принимавшим участие в обсуждении рукописи учебника и его переизданий.

Мы также будем благодарны всем читателям, приславшим свои отзывы и замечания в издательство «Юрайт», которому мы признательны за публикацию данного учебника.

Глава 1

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

После изучения данной главы студент должен:

знать

- в чем заключается различие между сбережениями и инвестициями;
- как работают рыночные способы государственного регулирования экономики;
- какие задачи можно решить с помощью рынка ценных бумаг;
- виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- назначение первичного и вторичного фондового рынка и различия между ними;
- какие основные индексы используются на рынке ценных бумаг;

уметь

- оценивать долю доходов, которую население имеет возможность направить на сбережение;
- определять, каким образом изменение ставки рефинансирования Банка России изменит объем производства реального сектора экономики;
- делать обоснованный выбор между дилером и брокером при осуществлении операций на фондовом рынке (в зависимости от своей склонности к риску);
- выбирать набор индексов фондового рынка, которые необходимо использовать для управления инвестиционным портфелем;

владеть

- методикой предсказания поведения экономических показателей реального сектора в зависимости от принятых мер государственного регулирования;
- методикой оценки взаимодействия бизнеса и населения, учитывающей регулируемую роль государства;
- методикой расчета среднеарифметических взвешенных индексов фондового рынка;

- методикой расчета среднеарифметических невзвешенных индексов фондового рынка;
- методикой корректировки индекса на эмиссию (дробление) акций.

В экономической системе государства фондовый рынок выполняет важные функции, обеспечивая аккумуляцию временно свободных денежных средств для инвестирования в перспективные отрасли экономики. Необходимость реализации этих функций накладывает определенные требования на структуру фондового рынка. Структура рынка ценных бумаг требует от его участников выполнения конкретных действий, которые приводят к формированию финансовых потоков, движению прав собственности на ценные бумаги и возникновению информационных связей. Структура фондового рынка определяется решаемыми им задачами, а виды профессиональной деятельности — функциональным назначением фондового рынка.

Для того чтобы предпринимать осознанные действия на фондовом рынке, необходимо правильно оценивать его состояние и происходящие на нем процессы. Общепринятыми показателями, характеризующими состояние фондового рынка, являются фондовые индексы.

1.1. Место рынка ценных бумаг в системе рыночных отношений

Рынок как совокупность экономических отношений, основанных на регулярных обменных операциях, представляет собой систему взаимосвязанных рынков товаров (услуг), факторов производства и ссудных капиталов (рис. 1.1). Взаимосвязь различных рынков, представленная на рис. 1.2, их взаимодействие и влияние друг на друга обеспечивают функционирование и устойчивость рынка в целом. При этом ведущую системообразующую функцию выполняет процесс производства.

Рассмотрим более подробно *рынок ссудных капиталов*. Он представляет собой специфическую сферу кредитных отношений, где осуществляется движение денежного капитала между заемщиками и кредиторами на условиях:

- возвратности;
- платности (уплаты процента);

- срочности (возвращения первоначального долга и процентов по нему в оговоренные сроки).

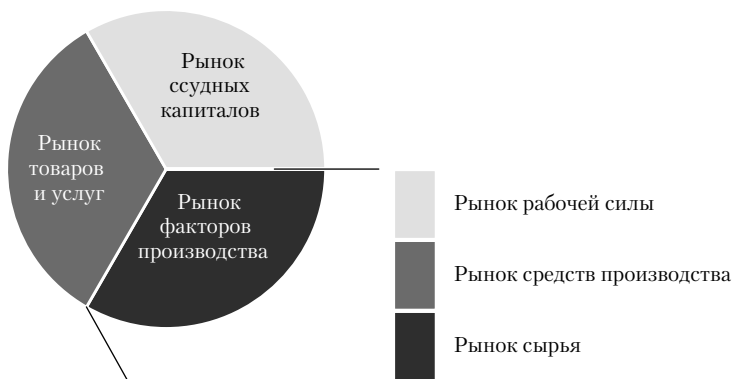


Рис. 1.1. Структура рынка

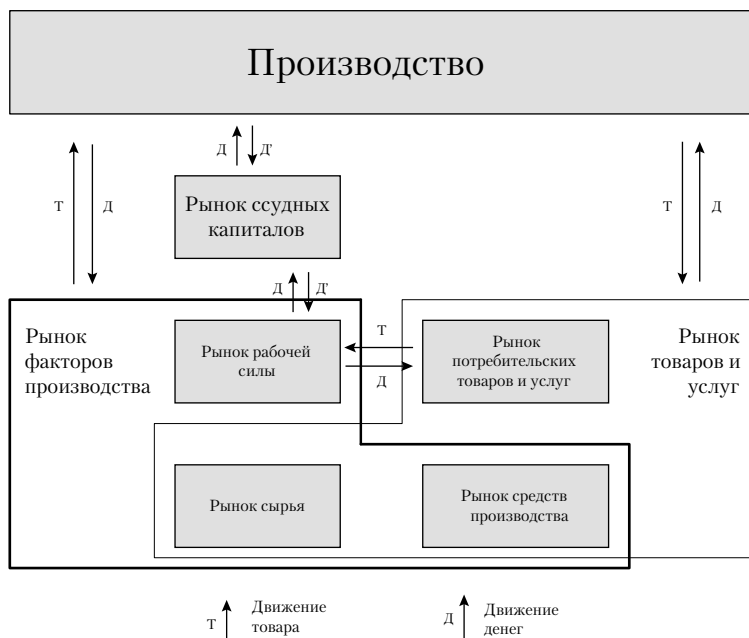


Рис. 1.2. Взаимосвязь элементов рынка

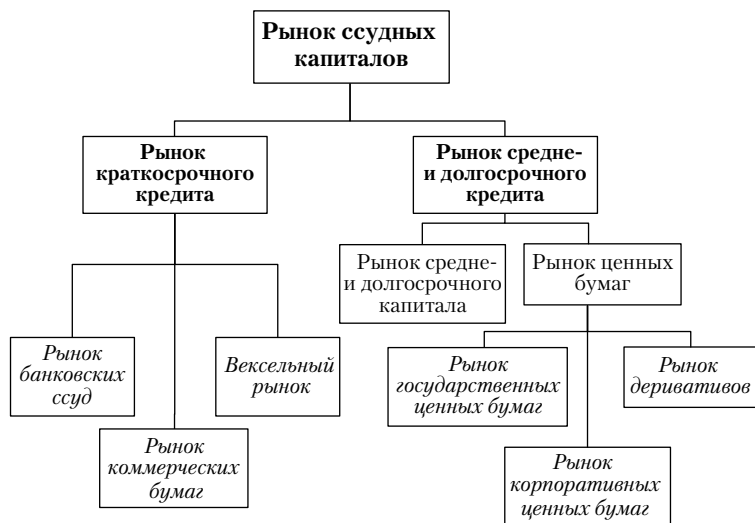


Рис. 1.3. Структура рынка ссудных капиталов

Рынок ссудных капиталов можно разделить на рынок краткосрочного кредита и рынок средне- и долгосрочного кредита. На рынке краткосрочного кредита (*денежном рынке*) торгуются банковские ссуды, обращаются коммерческие и казначейские векселя. Рынок средне- и долгосрочного кредита (*рынок капиталов*) подразделяется на рынок средне- и долгосрочного капитала и рынок ценных бумаг. На рынке среднесрочного и долгосрочного капитала кредитные организации предоставляют займы на различные сроки. На рынке ценных бумаг обращаются государственные облигации, корпоративные ценные бумаги и производные финансовые инструменты (*деривативы*). Структура рынка ссудных капиталов представлена на рис. 1.3.

Подобное разграничение рынка ссудных капиталов весьма динамично. На практике постоянно осуществляется взаимный перелив капитала из одной формы в другую:

- краткосрочные вложения трансформируются в долгосрочные кредиты. При этом обычно используются банковские и государственные гарантии;
- вместо получения банковских кредитов осуществляется эмиссия ценных бумаг;
- эмитируются долговые ценные бумаги под банковские гарантии;

- банковские кредиты выдаются под залог ценных бумаг;
- осуществляется кредитование ценными бумагами путем заключения сделок обратного выкупа (сделки репо) и т.п.

С функциональной точки зрения происходят аккумуляция и перераспределение ссудного капитала в целях осуществления непрерывности и рентабельности процесса воспроизводства. Масштабы рынка ссудных капиталов огромны и достигают сотен триллионов долларов.

Причем если в относительных пропорциях сопоставить стоимостные объемы рынков товаров, услуг и кредитов, то объем ссудного капитала будет значительно превосходить свое реальное стоимостное выражение. Качественное соотношение между объемами средств, обращающихся на рынке реальных товаров и услуг, и объемами средств рынка ссудного капитала представлено на рис. 1.4.

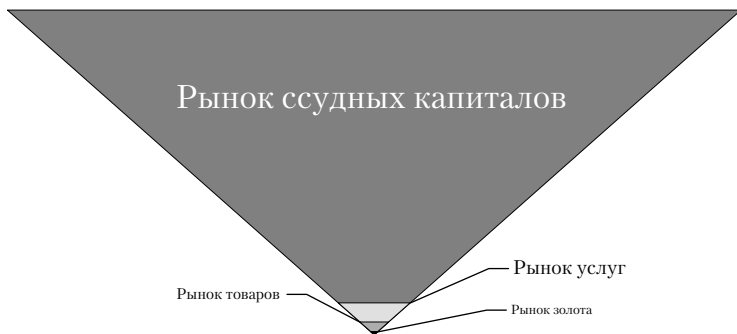


Рис. 1.4. Относительные пропорции стоимостных объемов рынков золота, товаров, услуг и ссудных капиталов

В основе современной денежной системы лежит *механизм кредита*. Абсолютно все финансовые инструменты, за исключением золота, являются чьими-то обязательствами: государства (бумажные денежные знаки, государственные ценные бумаги), банков (кредиты, депозитные и сберегательные сертификаты, банковские книжки на предъявителя, чеки), акционерных обществ (акции, облигации, векселя), профессиональных спекулянтов фондового рынка (деривативы). Финансовые инструменты выполняют свои функции до тех пор, пока организация,

которая их выпустила, отвечает по обязательствам, оформленным этими финансовыми инструментами. В случае банкротства организации ее активы обесцениваются. Причем риски финансовых инструментов более высокого уровня значительно больше рисков их базисного актива. Например:

- риски, заложенные в опционы или фьючерсы, выше рисков ценных бумаг, которые составляют их базисный актив;
- риски операций с акциями выше рисков операций с валютой, в которой выражена их стоимость;
- риски операций с денежными средствами выше рисков операций с реальным товаром.

Представленное на рис. 1.4 соотношение объемов рынков, когда рынок реальных товаров и услуг значительно меньше объема рынка ссудных капиталов, является весьма серьезным предупреждением о предпосылках кризисных явлений в мировой экономике. Так, мировой финансовый кризис 2008 г. начался с кризиса на рынке ипотечных ценных бумаг, а затем и фондового рынка в целом. Краткая характеристика биржевых и финансовых кризисов, начиная с кризиса 1716—1720 гг. во Франции и заканчивая глобальным финансово-экономическим кризисом, начавшимся в 2008 г., изложена в приложении 1.

Сбережения и инвестиции

Основной задачей, решаемой фондовым рынком, является привлечение временно свободных денежных ресурсов для инвестирования в экономику. При этом размер инвестиций неразрывно связан с экономической ситуацией в стране. Когда инвестиции слишком велики, возрастает угроза инфляции, когда слишком малы — возникает неполная занятость работоспособного населения, что приводит к возрастанию социальной напряженности. Таким образом, необходимо определить размер инвестиций, находящийся в оптимальном соотношении с инвестиционными потребностями экономики и возможностью потенциальных инвесторов.

Величина *инвестиций* определяется уровнем дохода, который получает население, и объемом *сбережений*, которые население позволяет себе накапливать при таком доходе. Таким образом, вопрос состоит в том, какой должна быть

пропорция между уровнем дохода, потребления, сбережения и инвестициями, чтобы в обществе имело место оптимальное соответствие между инфляцией и уровнем занятости населения.

Однако для достижения оптимального экономически и социально приемлемого соотношения между уровнем инфляции и степенью занятости населения важна роль государства. Экономика сама по себе не может обеспечить полную занятость работоспособного населения и стабильность цен. Рыночные механизмы должны быть дополнены государственными стабилизирующими мероприятиями. Проводя разумную фискальную (сбор налогов) и кредитно-денежную политику (установление величины процентной ставки рефинансирования, выпуск внутренних и внешних облигационных займов, осуществление денежной эмиссии), государство формирует сбалансированные потоки финансов и ресурсов. При этом полностью исключить экономические колебания невозможно, однако можно ослабить резкие колебания цен и занятости.

Доход. Потребление и сбережение. Теория анализа дохода

Рассмотрим некоторые основные понятия, используемые в современной теории анализа дохода. Отметим, что часто под инвестированием понимают приобретение квартиры, дома или участка земли, покупку ценных бумаг на вторичном рынке и т.п. Однако экономисты рассматривают эти приобретения как трансфертные операции. Инвестирование имеет место лишь в том случае, когда создается новый реальный капитал, т.е. *инвестирование* представляет собой *чистый прирост реального капитала общества* (здания, оборудование, материально-производственные запасы и т.п.).

Возможна такая ситуация, когда сбережения и инвестирование осуществляет один и тот же субъект экономических отношений (как правило, это частный предприниматель). Однако обычно источник сбережений не совпадает с источником инвестиций. Сбережения осуществляются различными группами населения, семьями и лицами. Побудительными мотивами для сбережений могут быть различные причины: необходимость совершения крупной покупки, стремление сделать запасы на «черный день», желание оставить наследство детям или внукам и т.п. При-

чем сбережения зачастую мало связаны с возможностями инвестирования.

В свою очередь, потребность в инвестициях испытывают промышленные и торговые предприятия. Связь между инвесторами и заемщиками осуществляется через специализированные учреждения посредством *фондового рынка*. Специализированные учреждения (коммерческие банки, пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании и т.п.) обеспечивают возможность трансформации сбережений в инвестиции. Однако если специализированные институты не предоставляют возможности вложения денежных средств, которые могут обеспечить, с одной стороны, достаточно высокую доходность, а с другой — высокую надежность возврата вложенных средств и процентов по ним, частный вкладчик будет накапливать сбережения (осуществлять тезаврацию), не направляя сбережения в русло реальных инвестиций.

Склонность к сбережению и склонность к потреблению

Многолетние исследования западных экономистов достоверно показали, что качественная зависимость доли сбережений от величины чистого дохода имеет вид, представленный на рис. 1.5. На этом графике чистый доход, равный единице, представляет собой такой уровень дохода, который полностью идет на потребление.

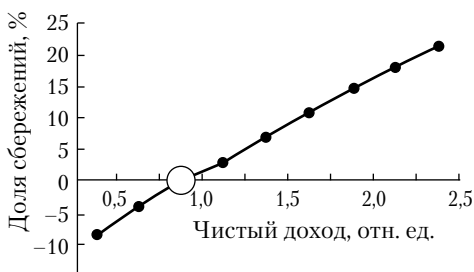


Рис. 1.5. Зависимость доли сбережений от величины чистого дохода

Из приведенной зависимости можно сделать три важных вывода:

1) состоятельные люди сберегают больше, чем бедные. Причем они сберегают больше не только в абсолютном,

но и в относительном выражении. На графике это находит отражение в том, что доля сбережений этой части населения в чистом доходе растет с ростом чистого дохода;

2) очень бедная часть населения совсем не может сберегать. Более того, люди тратят больше, чем зарабатывают (живут в долг или тратят сбережения). Поэтому при значении чистого дохода меньше единицы сбережения приобретают отрицательные значения;

3) доход является основным фактором, определяющим сбережения.

Зависимость доли сбережений от величины чистого дохода позволяет построить две важные функции, описывающие склонность частных лиц к потреблению (рис. 1.6) и сбережению (рис. 1.7) в зависимости от величины чистого дохода.

Эти зависимости дополняют друг друга, так как сумма сбережений и потребления равна чистому доходу. Поэтому оба графика в сумме дают прямую линию, наклоненную под углом 45° к оси абсцисс.

Приведенные выше зависимости в полной мере относятся к странам с развитыми рыночными отношениями. При рассмотрении особенностей, связанных с нашей страной, необходимо иметь в виду следующее. Особенность России состоит в том, что возвращение к рыночным отношениям началось относительно недавно. При этом лица, начинающие получать значительные доходы, тратят их на потребление в значи-

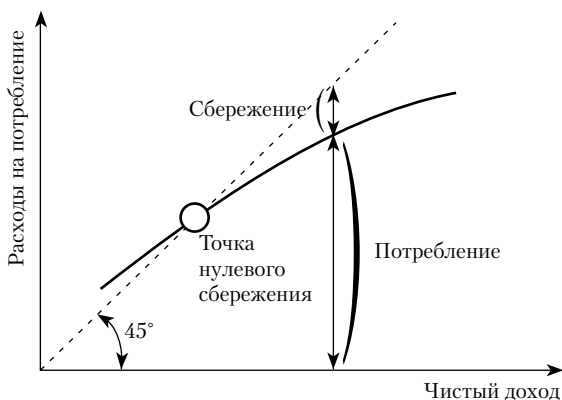


Рис. 1.6. Зависимость склонности к потреблению от чистого дохода

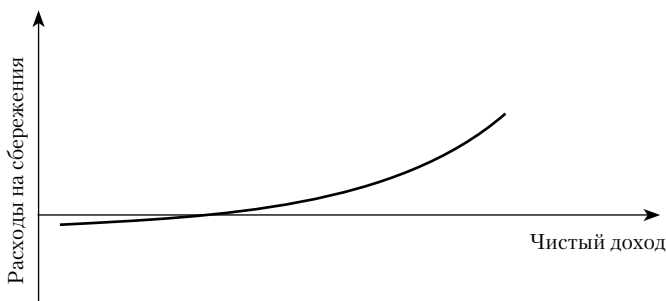


Рис. 1.7. Зависимость склонности к сбережению от чистого дохода

тельно бóльших пропорциях по отношению к сбережениям, чем в странах, имеющих богатый и длительный опыт развития рынка. Возникла группа людей, чьей отличительной особенностью стали безрассудные траты и т.п. Отметим, что это явление характерно не только для России. Как правило, лица, неожиданно быстро и легко разбогатевшие, отличаются схожим стилем поведения и образом жизни. Так, во Франции конца XIX — начала XX в. людей, быстро разбогатевших на биржевых спекуляциях, богачей-высочек, называли нуворишами, что дословно переводится как «новые богатые». В России таких людей называют «новыми русскими».

Повышенная склонность к потреблению (см. рис. 1.6) проявляется в том, что зависимость потребления от величины чистого дохода приближается к прямой линии, проходящей под углом 45° к оси абсцисс. Линия, отображающая зависимость склонности к сбережению от величины дохода, будет более пологой.

Инвестиции

Важным фактором, вызывающим колебания дохода и занятости, являются инвестиции. Инфляционный рост или возрастание безработицы в конечном счете определяется уровнем инвестиций. В свою очередь, инвестиции в значительной мере зависят от сбережений, хотя и не совпадают с ними полностью. Поэтому рассмотрение взаимной связи сбережений и инвестиций помогает лучше понять механизм взаимодействия разных субъектов экономической модели общества.