

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ФИНАНСОВЫЙ КАПИТАЛ В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ: СОДЕРЖАНИЕ, СТРУКТУРА, ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

© 2010 Н.В. Мещерова

Самарский государственный экономический университет

E-mail: kafedra_itemeo@mail.ru

Рассматривается сущность финансовых рынков и финансовых капиталов в современной экономике. Финансовые рынки выступают как систематизирующее звено социально-экономических систем рыночного типа. Финансовый капитал, как обособившаяся часть промышленного капитала (т.е. производственного во всех отраслях материального производства, создающих прибавочную стоимость), есть капитал той части сферы обращения, которая называется финансовым рынком.

Ключевые слова: современная экономика, финансовые рынки, финансовый капитал, содержание, структура, институциональная характеристика.

При современной экономической и институциональной организации социально-экономических систем рыночного типа финансовые рынки являются их важнейшим неотъемлемым системообразующим звеном. Именно через них, через их развитие происходит интеграция в мировую экономику соответствующих национальных воспроизводственных систем и регулирующих данные процессы многообразных народнохозяйственных рынков. При этом в институциональном плане финансовые рынки характеризуются наличием институтов, государственных регулирующих политик, норм, ценностей, технологий, отношенческих “рутин”, которые во многом предопределяют их экономическую структуру и функционирование. Складываются и определенные институциональные потребности и интересы, существенно дополняющие и корректирующие экономические.

Экономическое и институциональное развитие финансовых рынков и образуемой на их основе финансовой системы вносит ряд уточнений в выделяемые традиционной экономической теорией функции денег и позволяет говорить о более широком спектре функций финансовой системы.

В составе последних функция сбережения (аналог “традиционной” в теории денег функции накопления) предполагает создаваемую развитием институтов и инструментов финансовых рынков потенциальную выгодность и относительно низкий риск для сбережений населения. Чем шире спектр таких институтов и инструментов, тем выше институциональная и экономическая способность мобилизации сбережений и сильнее

мотивы трансформации личных доходов в сбережения.

В свою очередь, функция ликвидности заключается в способности сохранения ценности увеличивающихся, неизменных или снижающихся по стоимости финансовых активов (главным образом, ценных бумаг) при их конвертации в денежную наличность. По сути, это аналог функции денег как “меры стоимости” в иных изменившихся институционально более сложных условиях. В данных условиях серьезное развитие получают реальные специфические активы, содержащие в себе высокую долю транзакционных издержек. Качественная однородность товаров рыночной экономики совершенной конкуренции уступает место усиливающейся качественной неоднородности по полезным научно-техническим и потребительским характеристикам товаров, производимых в монополизированной смешанной рыночной экономике различных типов с неолиберальной и неоклассической институциональной организацией. Закон стоимости в том виде, в каком он был сформулирован классиками экономической теории, перестает действовать. И реализация функции денег как “меры стоимости” требует иного институционального и экономического выражения.

В отличие от реальных активов, финансовые активы в процессе социально-экономического развития сохраняют свою однородность. По крайней мере, накапливающаяся неоднородность финансовых активов в процессе усиливающейся сегментации финансовых рынков происходит гораздо медленнее, чем на рынках товаров и нефинансовых

нансовых услуг. В этом смысле они являются неплохим “институциональным заменителем”, отражающим стоимость (ценность) все более неоднородных реальных активов, причем, что важно, с учетом капитализации последних. То есть имеет место своеобразная “сублимация стоимости” реальных активов в ценности отображающих их финансовых активов. Особенно важен этот процесс в части капитальных активов.

Вместе с тем следует иметь в виду, что в рамках функции ликвидности финансовых активов по сравнению с функцией денег как “меры стоимости” наряду с реальным оценивается и фиктивный капитал соответствующих финансовых активов. Это означает, что в условиях ликвидных финансовых рынков и в целом национальной, мировой финансовой системы денежная оценка финансовых активов при реализации функции ликвидности будет в себе содержать “стоимостное выражение” как в традиционном смысле понимаемого “реального капитала” фирмы, иного эмитента, так и их “институционального капитала”. В случае, когда эмитент стремится завязать, преувеличить данный “институциональный капитал”, механизмы ликвидных финансовых рынков “ставят все на свое место”. Происходит обесценение как “институционального”, так и “реального” капитала фирмы.

В данном смысле, если полностью исключить случаи мошенничества, связанного со вполне сознательным “размыванием” акционерного капитала, “фиктивный” капитал точнее было бы рассматривать как “институциональный капитал” особого рода, собственность на который позволяет из финансовых активов при их продаже извлекать дополнительный доход в форме монопольной ренты.

Функция платежа, как и во все времена, предполагает вполне конкретный механизм взимания платежа при покупке товаров и услуг. Одному из первых таких механизмов соответствовала экономическая и институциональная организация вексельного обращения. С вытеснением золотого стандарта кредитными деньгами и, по сути, сведением функции обращения денег к функции платежа данный механизм в процессе развития стал заметно сложнее. Параллельно с развитием финансовых рынков и мировой финансовой системы постепенно расширялся спектр высоколиквидных финансовых активов, с помощью которых производились платежи и расчеты по фи-

нансовым обязательствам. В отношении таких и близких к ним краткосрочных кредитных финансовых инструментов возникло понятие “рынки денег”, которые экономически и институционально выделялись из финансовых рынков и “противостояли” другой их важнейшей части “рынкам капиталов”.

В современной финансовой системе (национальной, мировой) функция платежа органично дополняется кредитной функцией. Она заключается в создании такой экономической и институциональной организации социально-экономической системы, кредитных финансовых рынков, которая бы обеспечивала непрерывное предложение кредита для потребителей, делового сектора экономики и правительств и формирование “эффективного” совокупного спроса. Такая организация способствует регулированию и стабилизации рыночной процентной ставки на уровне эффективной, привычной для всех “естественной” процентной ставки.

При реализации данной функции важнейшую институциональную роль играют сложившиеся в той или иной стране механизмы возврата. Их неотработанность, а также некоторые “особые национальные традиции” “ухода” от финансовой ответственности по взятым на себя кредитным обязательствам или перекладывания последних на других существенно снижают полноту реализации кредитной функции, вносят диспропорции на кредитные рынки, замедляют их экономическое и институциональное развитие.

Развитые финансовые рынки сегодня - это и выполняемые ими функция благосостояния и политическая функция. Функция благосостояния заключается в наличии широкого спектра финансовых инструментов, специальных инвестиционно-финансовых программ, предлагающих их финансовым институтам, обеспечивающих “наполнение покупательной силой” имеющихся у населения денежных средств. Примером здесь служат взаимные фонды денежного рынка, депозитные счета денежного рынка коммерческих банков, закладные, конвертируемые корпоративные облигации и др. Вместе с тем “наполнение покупательной силой” имеющихся у населения денежных средств является следствием той или иной системной институциональной и экономической организации финансовых рынков. Международный финансовый кризис 2008-2010 гг. убедительно показал по ряду национальных экономик, что

возникающие “системные сбои” в институциональной и экономической организации финансовых рынков этих стран приводят к сокращению “покупательной силы” имеющихся у населения денежных средств и в целом их благосостояния.

Политическая функция современных финансовых рынков предполагает наличие и развитие каналов осуществления государственной политики высокой занятости, низкой инфляции, инвестиционно-структурной и системной трансформации, устойчивого экономического роста. Более того, развитые финансовые рынки способствуют достаточно быстрому выявлению различного рода неэффективных государственных структур, “увлекшихся администрированием”, игнорирующих быстро изменяющиеся, внешние для них институциональные условия и экономическую реальность.

Важнейшей функцией современных финансовых рынков является, наконец, и предоставление инструментов и средств бизнесменам, потребителям и правительствам для защиты против рисков, которым подвергаются принадлежащая им собственность и получаемый ими доход. Часто ее называют функцией риска. Наиболее полная реализация данной функции позволяет распределять риски в социально-экономической системе между участниками соответствующих рыночных сделок и повышать уровень доходности активов на единицу риска.

Последняя из перечисленных функций часто выпадает из поля зрения при проведении исследований в рамках институциональной экономической теории. Между тем неопределенность следует рассматривать как особый институт, регулирующий действия экономических агентов, особенно в контексте функционирования финансовых рынков и их интеграции в национальные социально-экономические системы того или иного типа. При этом в странах с высоким стремлением избежать неопределенности, таких как Франция, Россия, Мексика, Япония, “институциональная локализация” возникновения рисков заметно снижает институциональную потребность в развитии “функции риска” и соответствующих сегментов финансовых рынков. Напротив, в странах с низким стремлением избежать неопределенности, таких как США, Великобритания, Швеция, Дания, Германия, институциональная потребность в развитии данной функции велика, что находит свое отражение в структурном развитии финансовых рынков.

Наряду с выделением функций, с точки зрения проводимого институционального анализа, важным не только в практическом, но и в теоретико-методологическом плане является разграничение современных финансовых рынков на рынки денег и капиталов. В качестве основных финансовых инструментов на рынке капиталов при этом выделяются среднесрочные казначейские ноты и облигации, корпоративные облигации, закладные, обыкновенные акции, ноты и облигации региональных властей и муниципалитетов, потребительские ссуды. Обычно в общей сумме применяемых финансовых инструментов (с учетом выданных потребительских кредитов) в странах с наиболее развитыми финансовыми рынками, таких как США, рынок капиталов составляет не менее 80%. Причем, как было показано, за исключением потребительских кредитов - все это рынок ценных бумаг.

Рынок банковских ссуд обычно заметно уступает по своим размерам рынку капиталов. Более того, на современных финансовых рынках он оказывается несколько ниже и суммы финансовых активов, удерживаемых различными экономическими агентами и на краткосрочном рынке ценных бумаг.

Вышеизложенное позволяет говорить о значительной секьюритизации современных финансовых рынков даже без учета рынка производных финансовых инструментов (деривативов). Причем это скорее институциональный, чем экономический феномен.

Возникает вопрос, выступает ли при существующих условиях собственность на секьюритизированный финансовый актив (в том числе краткосрочный) капиталом? По всей видимости, да, поскольку большинство инвесторов продолжают удерживать данный финансовый актив в обновленной секьюритизированной форме даже по истечении краткосрочного кредитного контракта. Ярким примером на рынках краткосрочных ценных бумаг здесь являются казначейские векселя, ценные бумаги открытого рынка, соглашения об обратном выкупе, банковские депозитные сертификаты. Значительная часть данных краткосрочных ценных бумаг удерживается экономическими агентами - инвесторами в виде хеджа против высокодоходных и более рискованных финансовых активов. Разделить эти важнейшие части инвестиционного финансового портфеля с точки зрения генерируемого им как целым дохо-

да вряд ли представляется возможным, в связи с чем любые финансовые активы, образующие инвестиционный финансовый портфель, удерживаемый тем или иным экономическим агентом, их институциональной группой, могут рассматриваться как капитал.

В данном отношении не являются исключением и финансовые активы, образующие портфели инвестиционных фондов компаний, т.е. не институциональных стратегических, а портфельных инвесторов. Конечной целью любого такого портфеля выступает получение дохода, обеспечивающего выплату дивиденда на акцию соответствующего инвестиционного фонда или инвестиционной компании. А это уже капитал. Аналогично нами могут оцениваться инвестиционные финансовые портфели, как и акции паевых денежных фондов, специализирующихся на инвестировании в краткосрочные ценные бумаги денежного рынка.

Портфельные инвесторы, несмотря на спекулятивный характер осуществляемых ими сделок на финансовых рынках, обеспечивают реализацию важнейших функций финансовой системы, таких как функция ликвидности, сбережения, благосостояния. И в этом смысле они не менее общественно полезны, чем любой другой хозяйствующий субъект. Кроме того, им принадлежит весьма заметная роль в цепочке “кредитор - портфельный инвестор - стратегический инвестор” при институциональной и экономической организации процесса привлечения инвестиций. Эффективное и расширяющееся привлечение кредитов акционерными обществами приводит к росту их капитализации и “действительной стоимости” акций. Покупая их, портфельные инвесторы формируют на финансовых рынках устойчивую положительную динамику рыночных курсов этих акций. Именно реагируя на нее, если она сохраняется в течение длительного периода, интерес к данным акциям проявляют стратегические инвесторы, которые, постепенно их скупая, со временем получают в собственность значительный пакет таких акций, который обеспечивает им частичный или полный контроль над акционерным обществом.

Описанные процессы и явления требуют с учетом институциональной и экономической характеристики современных финансовых рынков соответствующего уточнения понятия “финансовый капитал”.

Финансовый капитал, выступая сложным, узловым, интегративным понятием в системе

понятий экономической теории, является экономической категорией. Как и всякая категория, он имеет свое содержание и форму, которые изменяются в процессе социально-экономического развития. Не менее важной категориальной характеристикой финансового капитала является его структура, в системной форме отображающая соединение элементов его содержания и формы.

В целом, финансовый капитал представляет собой определенным образом институционально организованную систему экономических отношений по поводу создания, обращения и присвоения различными группами институциональных экономических агентов финансовых активов и соответствующих этим отношениям институтов, позволяющих получать в качестве дохода от собственности на финансовые активы монопольную ренту.

Данная категория имеет следующие характеристики, позволяющие отличать ее от других форм, видов и разновидностей капитала. Во-первых, в ней происходит своеобразное экономическое и институциональное соединение финансового и нефинансового секторов экономики. Во-вторых, финансовый капитал - это не отдельные финансовые активы, а определенным образом организованная (часто субординированная) их система, ориентированная на извлечение постоянного дохода в форме монопольной ренты. В-третьих, изменение этой структуры происходит в строгом соответствии с институциональными и экономическими, принципиальными схемами обращения (входящих в данную систему финансовых активов), которые предлагаются регулируемыми их движение финансовыми институтами. В-четвертых, речь идет о доминирующих и определяющих “моду” (как на финансовых рынках, так и в целом в социально-экономической системе) финансовых институтах. И в этом смысле финансовый капитал оказывается тесно связанным с олигархическим “институциональным капиталом”. Наконец, в-пятых, финансовый капитал почти всегда содержит в себе, наряду с “действительным”, еще и “фиктивный капитал”.

Принципиальным в предлагаемом нами подходе является положение, что финансовый капитал, как обособленная часть промышленного или иного производственного в ведущих народнохозяйственных отраслях, есть капитал обращения. При этом его с промышленным или иным производственным капиталом в ведущих народнохо-

зяйственных отраслях продолжает связывать определенным образом устроенная институциональная организация, регулирующая права собственности, эмиссию финансовых активов, потоки инвестиций, распределяемых и перераспределяемых доходов (включая их рентную составляющую).

“Каркас” такой институциональной организации образует каналы взаимодействия экономического и институционального характера между финансовыми рынками, их основными сегментами и рынками рабочей силы, человеческого капитала, товаров (традиционных и инновационных; инвестиционных и потребительских; удовлетворяющих экономические и институциональные потребности), информационных, научных, образовательных, медицинских, жилищно-коммунальных, экологических, торговых, транспортных, управленческих услуг, а также услуг в сферах современных коммуникаций и связи, культуры, профессионального и любительского спорта. За последние сто лет спектр полезных видов экономической деятельности заметно расширился, и многие их группы, наряду с традиционным для индустриального типа промышленным развитием, сегодня представляют собой значимые, жизненно важные виды экономической деятельности с точки зрения структурной экономической организации воспроизводственного процесса в постиндустриальной экономике.

Движение стоимости, в том числе капитала, происходит в процессе его кругооборота внутри и между указанными рынками. Именно на этой основе формируется финансовый капитал, который находится вне сферы производства.

Вне производства находятся и рынки обращения товаров и услуг, рабочей силы и человеческого капитала. Капитал, функционирующий на этих рынках, как и финансовый капитал, не является производительным с позиций классической экономики. Однако это не снижает интереса к его исследованию, анализу его движения в воспроизводственном процессе, процессу его обособления из известных форм капитала (денежной, производительной и товарной), присущих сферам производства и обращения.

Заметим, что в низкоэффективной социально-экономической системе происходит обособление финансового сектора экономики от нефинансового. Обособляются и рынки рабочей силы, человеческого капитала. Воспроизводство финан-

сового капитала сталкивается с серьезными затруднениями экономического и институционального характера.

В структурированной форме институциональная организация, связывающая финансовый капитал с промышленным или иным производственным капиталом, может быть представлена в “разрезе” таких основных институтов любой развитой финансовой системы, как коммерческие банки, страховые компании, пенсионные фонды, финансовые, инвестиционные компании, взаимные фонды денежного рынка, сберегательные банки, ссудосберегательные ассоциации, инвестиционные банки.

С появлением и развитием акционерного капитала в экономической науке возникли понятия “контроль собственников-акционеров”, “контроль менеджеров”, “банковский контроль”. Под последним понимался контроль над акционерным предприятием (обществом) и принадлежащей им собственностью со стороны крупных и крупнейших коммерческих банков. По своей сути, как и в случаях контроля со стороны собственников, менеджеров, это был институциональный контроль, который регламентировался законодательством, уставами акционерных обществ, внутрифирменными нормативными документами, организационными структурами и системами управления, а также существующей институциональной практикой. В институциональной и экономической “связке” коммерческих банков и акционерных обществ нефинансового сектора логика последующего развития была такова, что контроль собственников-акционеров постепенно уступал контролю со стороны менеджеров над акционерными обществами, который затем последовательно вытеснялся контролем со стороны коммерческих банков.

Последний достигался двумя основными путями: покупкой акций и увеличением акционерного пакета банком, получением в трастовое управление обыкновенных акций (в основном от мелких держателей-акционеров). Обременение акций в виде залога при предоставлении кредитов акционерным предприятиям (обществам) как форма контроля над собственностью и действиями менеджеров использовалась гораздо реже. Следствием такого банковского контроля стало формирование концернов, многоотраслевых разветвленных холдинговых структур в форме конгломератов и иной организационной форме, осущес-

ствляющих, наряду с финансовым, эффективный институциональный контроль над входящими в них акционерными предприятиями (обществами). В рамках развития описанных процессов получили распространение разнообразные системы перекрестного владения акционерной собственностью (“кэйрацу”), “переплетения директоратов” крупных акционерных фирм.

Все сказанное создавало дополнительные институциональные и экономические возможности для формирования более “справедливого” распределения с точки зрения основных институциональных игроков монопольной ренты. Именно этот стратегический мотив, а также мотив укрепления экономической и институциональной власти корпорации лежат в основе той или иной исследуемой институциональной организации воспроизводства финансового капитала. Именно различия в такой институциональной организации позволяют сравнивать между собой процессы формирования и развития финансового капитала в различных типах социально-экономических систем при различной институциональной организации национальных экономик.

В данной связи особый интерес представляет институциональная организация воспроизводства финансового капитала, сформированная в 1930-1940-е гг. в Италии. Здесь крупным и крупнейшим банкам было “рекомендовано” административной государственной властью стать крупными держателями пакетов акций стратегических итальянских производителей (главным образом, в промышленности), что они и вынуждены были сделать. Это решение, однако, ожидаемых результатов не дало. Более того, многие из благополучных банков до осуществления данного институционального и экономического проекта стали через несколько лет проблемными. Казалось, следовало бы отойти от первоначальной затеи, как неудачной. Между тем было принято в дополнение к предыдущим еще одно важнейшее институциональное решение.

В 1933 г. правительством Италии был создан Институт промышленной реконструкции (Istituto per la Ricostruzione Industriale). Его основной задачей было обеспечение ликвидности акций предприятий, в которых участвовали своим капиталом (т.е. были акционерами) итальянские банки. Для этого Института предоставлялись специально выделяемые на эти цели финансовые ресурсы государственного бюджета. “В результате в до-

военный период Институт установил контроль над деятельностью около 120 предприятий с 280 тыс. наемных работников... После второй мировой войны Институт превратился в достаточно эффективный государственный холдинг, получивший определенную независимость от правительства”¹.

Таким образом, Институт промышленной реконструкции к концу 1940-х гг. стал еще одним крупнейшим институциональным игроком в развивающейся институциональной организации воспроизводства финансового капитала - игроком, существенно влияющим на структуру инвестиционного процесса в ходе осуществляемого им экономического и институционального регулирования.

По примеру Института в 1953 г. в Италии был сформирован государственный холдинг “ЭНИ” (Ente Nazionale Indrocarburi). Целью его создания было рациональное использование энергоресурсов (газа, нефти и др.) в послевоенном промышленном развитии итальянской экономики. “К 1960 г. “ЭНИ” контролировало уже более 200 предприятий, а к 1962 г. стало гигантским предприятием с международным размахом деятельности”².

Заметим, что оба государственных холдинга тесно взаимодействовали с институтами государственного планирования Италии.

Вместе с тем в послевоенной Европе получает развитие еще одна принципиальная схема взаимодействия коммерческих банков, акционерных предприятий (обществ) и специально создаваемых первоначально государственных компаний по страхованию экспортных кредитов, таких, как КОФАС, ГЕРМЕС, САЧИ и др. Тем самым ликвидность акций предприятий, производящих экспортную продукцию, равно как и акций, кредитующих такое производство банков, осуществляется косвенно путем страхования возникающих кредитных экспортных рисков. В рамках институциональной и экономической организации экспортной поставки страхуются и другие риски. В последующем указанные специализированные компании по страхованию кредитов приватизируются и, по сути, становятся частными. А акции последних представляют собой еще одну форму проявления формирующегося и получающего развитие финансового капитала. Это также дает основания исследовать институциональную организацию, связывающую финансовый капитал с про-

мышленным или иным производственным капиталом, шире - по линии “акционерные предприятия (общества) - страховые компании”; “пенсионные фонды - организованный корпоративный рынок ценных бумаг”. Здесь, с одной стороны, страховые компании и пенсионные фонды являются весьма значительным и стабильным источником длинных инвестиционных денег для акционерных предприятий (обществ), с другой стороны, включение в финансовые портфели страховых компаний, пенсионных фондов корпоративных акций и облигаций высокого качества при значительной хеджирующей роли государственных ценных бумаг представляют собой хорошие возможности эффективного размещения свободных средств страхового резерва. Как показывает практика американских компаний по страхованию жизни и страхованию от несчастных случаев, у первых корпоративные облигации составляют более трети, а акции - около 10% их совокупных активов, у вторых, соответственно, - 12-13% и около 20%. Финансовые портфели государственных (федеральных, штатов и местных) пенсионных фондов США содержат в своей структуре около 30% корпоративных облигаций и почти одну треть акций³. У негосударственных пенсионных фондов структура финансового инвестиционного портфеля оказывается более рискованной.

Такая структура позволяет страховым компаниям и пенсионным фондам иметь доход заметно выше гарантированного среднего процентного дохода, т.е. извлекать монопольную ренту. Там, где она на единицу инвестированных финансовых средств оказывается выше, возникают дополнительные возможности по снижению страховых тарифов и усилению собственной конкурентоспособности.

Стратегической целью страховых компаний и пенсионных фондов при формировании своего инвестиционного финансового портфеля выступает как получение стабильных ежегодных доходов (“аннуитетов”), так и рост капитализации, высокая ликвидность удерживаемых ими корпоративных ценных бумаг.

Еще одной важной линией институциональной организации воспроизводства финансового капитала является линия: акционерные предприятия (общества) - акции инвестиционных фондов, инвестиционных компаний - свободные средства населения, финансовых институтов - учредителей и крупных акционеров инвестиционных фон-

дов, инвестиционных компаний. Здесь основной сегмент финансовых рынков - так называемые, “развивающиеся” рынки (“*emergents markets*”). Инвестиционные возможности, в отличие от предыдущих случаев, характеризуются как портфельные. Стратегической целью инвестиционных фондов, инвестиционных компаний является приобретение одной части финансовых активов с растущей капитализацией и продажа их другой части при ожидаемой декапитализации этих активов.

Инвестиционные фонды, инвестиционные компании представляют собой “фондовый резервуар сбережений” многих тысяч частных инвесторов, направляющих свои инвестиции в корпоративные облигации и акции, государственные облигации и ноты, ценные бумаги денежного рынка. Их финансовые портфели с точки зрения рисков курсовых изменений ценных бумаг включают в себя собственно инвестиционные бумаги с относительно низким риском, а также несколько категорий регулярно торгуемых на организованных фондовых рынках отчасти спекулятивных и спекулятивных ценных бумаг. Финансовым портфелем финансовых институтов данного типа управляют отдельно нанимаемые ими управляющие компании. Причем в американской практике значительная часть таких управляющих компаний институционально подбирается и “поставляется” фирмами по страхованию жизни.

Финансовые портфели наиболее развитых американских инвестиционных фондов, инвестиционных компаний включают в себя более 50% корпоративных ценных бумаг, приблизительно 30% государственных ценных бумаг федерального правительства и 15% ценных бумаг региональных властей и муниципалитетов. При этом около 40% приходится именно на корпоративные акции. В структуре финансового капитала инвестиционные фонды, инвестиционные компании институционально и экономически обеспечивают на регулярных организованных фондовых рынках в процессе купли-продажи ценных бумаг и изменения своих финансовых портфелей выражение через рыночные цены (доход к сроку погашения по облигациям, “курс акций”) процессов капитализации, происходящих в “недрах” акционерных обществ.

Особый интерес в рассматриваемой связке представляет институциональная и экономическая схема, в рамках которой управляющая ком-

пания получает в трастовое (доверительное) управление пакеты акций крупных предприятий, способствует привлечению на них под конкретные программы производственно-хозяйственного и структурного развития значительных кредитов и затем в рамках предварительно оговоренной опционной схемы и цены исполнения выкупает постепенно акции данного трастового портфеля в свою собственность. В результате возникающая положительная для инвестиционного фонда, инвестиционной компании курсовая разница между рыночной ценой и ценой исполнения опционного контракта, а также дивиденды на эти акции заметно превышают средний гарантированный процентный доход на финансовых рынках. И вновь возникает рентный доход на основе институционально и экономически обеспечиваемого роста капитализации рассматриваемых акционерных предприятий (обществ).

Одной из разновидностей инвестиционных фондов являются взаимные фонды денежного рынка или паевые денежные фонды. Их деятельность в основном ориентирована на привлечение сбережений населения и последующего их инвестирования в финансовый портфель высоколиквидных краткосрочных, как правило, долговых ценных бумаг. В связи с этим возникает вопрос: в какой мере правомерно рассматривать такие финансовые инвестиции в качестве финансового капитала?

Следует обратить внимание на то, что участники взаимных фондов денежного рынка (паевых денежных фондов) обменивают свои сбережения на паи, акции указанных фондов, т.е. в подавляющем своем большинстве осуществляют некие долгосрочные прямые инвестиции. Это подтверждает и беспрецедентно быстрый и устойчивый рост их пассивов и активов. По сути, в экономически развитых странах они представляют собой одну из основных форм капитализации сбережений населения. Вместе с тем структура финансовых активов фонда такова, что они практически полностью формируются на рынке ценных бумаг. Наконец, в структуре финансового портфеля взаимных фондов денежного рынка немалую величину составляют облигации, процент по которым освобождается от уплаты налогов (в американских фондах - приблизительно 15% совокупных активов), и ценные бумаги по соглашениям об обратном выкупе (в американских фондах - порядка 7-8%). Заметим, что последние по

самому своему определению предполагают, пусть и на короткий срок, покупку и продажу акций.

Особую роль в структуре финансового инвестиционного портфеля взаимных фондов денежного рынка играют краткосрочные ценные бумаги открытого рынка (в американских фондах их доля достигает 40%). С их помощью финансовые компании и формируют значительную часть своих пассивов (по американским финансовым компаниям - более 40% всех пассивов), которые затем приблизительно в равных долях трансформируются в потребительский кредит для населения (который относится к рынку капиталов) и в финансирование дебиторов по расчетам (что способствует формированию положительной устойчивой экономической динамики в отраслях нефинансового сектора).

Заметим также, что временной фактор при решении вопроса о том, образуют или не образуют капитал соответствующие инвестиции, в современных динамично изменяющихся экономических условиях является, на наш взгляд, во многом относительным. Капиталом выступают любые инвестиции, позволяющие извлекать ренту. А в случае со взаимными фондами денежного рынка такая рента, вытекающая из инновационного способа формирования инвестиционного финансового портфеля, оказывается весьма значительной.

Одним из ключевых финансовых институтов, участвующих в формировании финансового капитала определенной структуры, являются инвестиционные банки (в США они отделены от коммерческих банков, что позволяет проводить анализ их деятельности в чистом виде). В отличие от уже рассмотренных институтов, их доход на рынке капиталов создается преимущественно в процессе эмиссии и первичного размещения новых выпусков акций, облигаций и закладных. И в этом смысле принимаемые ими стратегические решения оказывают непосредственное влияние на структуру финансового капитала. Также они являются крупными держателями акций многочисленных инвестиционных фондов, инвестиционных компаний.

Специального изучения заслуживают и вопросы влияния потребительского и ипотечного кредита на воспроизводство финансового капитала. Если во второй половине XIX в. стратегическим направлением крупных коммерческих банков являлось инвестирование в промышленные активы,

то уже начиная с 30-х гг. XX в. с развитием целостной ипотечной системы и в 1950-1960-е гг. с бурным развитием потребительских кредитов произошла заметная диверсификация стратегических направлений их деятельности. И потребительское, и ипотечное кредитование стали неотъемлемой частью повседневной жизни большинства населения и деятельности не только коммерческих банков, но и ряда небанковских финансовых институтов.

Как известно, рост конечного потребления через эффект мультипликатора позволяет обеспечивать устойчивую положительную экономическую динамику, расширяя и диверсифицируя спрос на потребительские товары (главным образом, на товары длительного пользования, инновационные товары, на образовательные, медицинские, рекреационно-туристические услуги, на товары и услуги престижного потребления). Более того, в соответствии с современной институциональной теорией структура потребительских предпочтений постоянно изменяется под воздействием инновационного спроса. Поэтому потребительский кредит следует сегодня рассматривать как кредит, формирующий такой спрос и ускоряющий изменения в производственно-хозяйственной сфере под воздействием изменяющегося потребления.

Кроме того, предоставление потребительского кредита коммерческими банками и небанковскими финансовыми институтами способствует более активной мобилизации ими сбережений населения, которые затем инвестируются не только в потребительский кредит, но и в другие финансовые инструменты рынков капиталов.

Вышеизложенное позволяет, с некоторыми оговорками, и это направление относить к особым сферам формирования финансового капитала, прежде всего, в части институциональной и экономической организации потребительского кредита потребительскими и торговыми финансовыми компаниями. Здесь привлечение требуемых для кредитования финансовых ресурсов осуществляется путем развития рынка ценных бумаг. Так, финансовые компании выпускают свои среднесрочные и долгосрочные корпоративные облигации (в американских финансовых компаниях они формируют чуть более четверти их совокупных пассивов), и уже упоминавшиеся нами краткосрочные ценные бумаги открытого рынка. Вместе с тем определенную часть пас-

сивов образуют фонды материнской компании, включающие в число прочих и собственно акции финансовых компаний (по американским финансовым компаниям более одной пятой части их пассивов формируется за счет таких “фондов участия”).

Аналогичная ситуация опосредованного стимулирующего воздействия на экономику возникает и с такой важнейшей составляющей рынка капиталов, как ипотечный кредит. И здесь имеет место эффект мультипликатора. Стимулируемое расширением масштабов ипотечного кредита строительство (главным образом, жилищное) благотворно влияет на развитие многих видов экономической деятельности в рамках нефинансового сектора. И в этом смысле ипотечный кредит, как потребительский, может рассматриваться в качестве особых инструментов, соединяющих финансовые рынки и широкий спектр экономических видов деятельности нефинансового сектора.

Вместе с тем рынки ипотечных кредитов с созданием в начале 1930-х гг. в США государственной корпорации FNMA в течение нескольких десятилетий превратились, наряду с рынками акций, в один из крупнейших стратегических сегментов финансовых рынков. Это произошло, благодаря выпуску высокодоходных облигаций, обеспеченных соответствующими “пулами залогов”. На американских финансовых рынках уже к концу 80-х гг. XX столетия рынок залоговых достигал более 30% всех рынков капиталов (для сравнения удельный вес рынков обыкновенных акций в это же время составлял чуть менее 33%)⁴. В структуре совокупных активов американских коммерческих банков ссуды под недвижимость занимали в 80-90-е гг. XX в. не менее 25% (в то время как деловые ссуды всего 18%)⁵. Значительное развитие получили опционы на залоговые ценные бумаги.

Аналогичные процессы имели место и в других экономически развитых странах.

Традиционно институтом, специализирующимся на ипотечном кредитовании и инвестициях в ипотечные ценные бумаги в США, были ссудосберегательные ассоциации и сберегательные банки. В конце 1980-х гг. ипотечные ссуды составляли в совокупных активах американских ссудосберегательных ассоциаций порядка 56%, а инвестиции в ипотечные ценные бумаги - около 14%. В американских сберегательных банках

(аналог европейских сберегательных касс) ипотечные ссуды занимали более 51% их совокупных активов. Крупными инвесторами в ипотечные ценные бумаги также являлись американские компании по страхованию жизни. Эти инвестиции формировали свыше 20% их совокупных активов⁶. В свои финансовые портфели включали их и пенсионные фонды.

Все изложенное позволяет говорить об особой экономической и институциональной организации финансового капитала в сфере ипотеки.

Именно таковы, на наш взгляд, формы, структурные и институциональные типы экономического обособления финансового капитала от капиталов, которые формируются и воспроизводятся в нефинансовом секторе экономики. Выступая на поверхности как капитал обращения, в действительности он образует сложную систему со своей особой институциональной и экономической организацией, связывающей его с реальными производственно-хозяйственными процессами и их “действительной капитализацией”.

Предлагаемый нами подход отличается от известной позиции В.И. Ленина, который определял финансовый капитал как “банковский капитал монополистических немногих крупнейших банков, слившийся с капиталом монополистических союзов промышленников”⁷. Это определение В.И. Ленин выработал в ходе критики Р. Гильфердинга, считавшего, что финансовый капитал есть “капитал, находящийся в распоряжении банков и применяемый промышленниками”⁸. В.И. Ленин видел порочность определения Р. Гильфердинга в том, что в нем не выделен “один из самых важных моментов, а именно: рост концентрации производства и капитала в такой сильной степени, когда концентрация приводит и привела к монополии”⁹.

Подчеркивая фундаментальность исследований В.И. Лениным проблем концентрации производства и капитала, образования монополий в промышленности и банковском деле, как и известную актуальность этих ленинских исследований для понимания современного развития экономики в мире и России, важно отметить, что данное определение финансового капитала не является, с нашей точки зрения, удачным. Западные экономисты отмечают, что в современном буржуазном обществе существует особый интерес к марксистско-ленинской теории империализма. “Если марксизм все еще продолжает существовать, -

отмечает М. Блауг, - то скорее благодаря марксистской теории империализма, чем какому-либо иному аспекту Марксова учения... Богата предсказаниями эта теория, но реальный мир богат опровержениями этой теории”¹⁰. Переход от классического капитализма к империализму есть, прежде всего, те качественные изменения в экономике и институтах общества, которые порождены процессом образования монополий. В.И. Ленин здесь прав, говоря об империализме как особой стадии капитализма. Развитие мировой экономики за последнее столетие позволяет более глубоко понять империализм как монополистический капитализм, уточняя некоторые новые моменты и тенденции.

В современных исследованиях отсутствует четкое определение финансового капитала. Необходимо выделить два понятия: “финансовый капитал” и “монополистический финансовый капитал”. Следует различать исторический и логический процессы обособления финансового капитала в ходе кругооборота промышленного капитала, а также обратное воздействие финансового капитала на промышленный. Методологической основой здесь могут служить представления К. Маркса о ссудном капитале как об обособившейся части промышленного капитала. Если признавать единство финансового рынка как рынка банковских ссуд, валюты и ценных бумаг, то ссудный капитал лишь одна из форм финансового, а капитал в иностранных валютах и ценных бумагах - его другие формы.

Финансовый капитал, как обособившаяся часть промышленного капитала (т.е. производственного во всех отраслях материального производства, создающих прибавочную стоимость), есть капитал той части сферы обращения, которая называется финансовым рынком. Воздействие же финансового капитала на производство (в том числе монопольного характера) не означает его принадлежности к производственному виду. Это принципиально с позиции различия создания и реализации прибавочной стоимости, в рамках которого и проявляются отношения между людьми в сфере производства, распределения, обмена и потребления, связанные с функционированием финансового рынка. В этом аспекте, с некоторыми уточнениями, можно согласиться с позицией Ю.М. Осипова, который определяет финансовый капитал как “капитал, действующий непосредственно в финансовой сфере”¹¹.

В финансовой сфере наряду с капиталом происходит движение финансовых ресурсов, не являющихся капиталом, например, формирование и распределение бюджетных ресурсов. Это движение ресурсов не связано с куплей и продажей финансовых инструментов, и в этом смысле оно находится вне финансового рынка.

Ограничение сферы существования финансового капитала сферой обращения, а точнее, сферой финансового рынка, позволяет понять механизм распределения и перераспределения прибавочной стоимости, созданной в производстве под воздействием финансового капитала. Это становится основой методологического подхода к анализу финансового рынка как системы отношений в рамках совокупности экономических отношений. Было бы неверно полагать, что есть понятие финансового капитала, в который не включается категория ссудного капитала К. Маркса. Этим не отрицается процесс сращивания капитала промышленных и банковских монополий, возникновение олигархии. Но при таком сращивании

не происходит глубинного изменения модели кругооборота промышленного, торгового, ссудного капиталов. Основой обособления этих видов капиталов друг от друга является общественное разделение труда.

¹ *Bee Van der*. История мировой экономики: 1945-1990 гг. М., 1994.

² Там же.

³ *Rose P.* Money and Capital Markets International: Financial Institutions and Instruments in a Global Marketplace, N.Y., 2003.

⁴ *Santomero A., Babbell D.* Financial Markets & Instruments. N.Y., 2001.

⁵ *Rose P.* Commercial Bank Management. N.Y., 1999.

⁶ Там же.

⁷ *Ленин В.И.* Империализм как высшая стадия капитализма // Полн. собр. соч. Т. 27.

⁸ *Гильфердинг Р.* Финансовый капитал. М., 1959.

⁹ *Ленин В.И.* Указ. соч.

¹⁰ *Блауг М.* Экономическая мысль в ретроспективе. М., 1994.

¹¹ *Осинов Ю.М.* Теория хозяйства. М., 1997. Т. 2.

Поступила в редакцию 08.10.2010 г.