
15. Jensen, M. C. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure / M. C. Jensen, W. H. Meckling // Journal of Financial Economics. — 1976. — N 3 (4). — P. 305–360.

VOLHA PUZANKEVICH

**MODEL OF CAPITAL STRUCTURE OPTIMIZATION
FOR ESTIMATING COMPANY VALUE**

Author affiliation. *Volha PUZANKEVICH* (olga.bseu@gmail.com), *Belarus State Economic University (Minsk, Belarus)*.

Abstract. The article discusses the issues of corporate finance in interrelation with the category of «finance». Economic and managerial approaches to the interpretation of the concept of «corporate finance» are presented. The essence and formal features of corporate finance are identified and characterized. The main theories of corporate finance are presented.

Keywords: finance; corporate finance; signs of corporate finance; organization of corporate finance; functions of corporate finance.

UDC 336.77

*Статья поступила
в редакцию 04. 09. 2024 г.*

С. Н. КАБУШКИН

**ФУНКЦИИ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
С ПОЗИЦИЙ КЛАССИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ
ФИНАНСОВ И СОВРЕМЕННЫХ ПОДХОДОВ**

В статье рассмотрены основные функции финансовых рынков, представлены их эволюция и организационно-экономическая характеристика с позиций классической теории финансов на основе работ А. Маршалла, Й. Шумпетера, Р. Мертона, З. Боди, Дж. Гёрли, Э. Шоу и других, а также с учетом современных подходов специализированных научных организаций, таких как Американский институт сертифицированных аналитиков (CFA), зарубежных и отечественных ученых. Раскрывается значение финансовых рынков в воспроизводственном процессе.

Цель исследования — попытка систематизировать многочисленные общеэкономические и специфические функции финансовых рынков на основе изучения их содержания, свойств, особенностей взаимодействия и проявления. Предложены авторское определение понятия «система финансовых рынков» и подход, раскрывающий со-

Сергей Николаевич КАБУШКИН (S.N.Kabushkin@yandex.ru), кандидат экономических наук, доцент кафедры денежного обращения, кредита и фондового рынка Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

держание функций финансовых рынков на основе форм их проявления на макро- и микроэкономическом уровнях, с выделением преобладающего типа экономических агентов, реализующих данные функции.

Внимание читателя акцентируется на функциональной роли системы финансовых рынков, состоящей в обеспечении ликвидностью ее участников и организации непрерывного движения денежных потоков (перетока капиталов), облеченных в форму различных финансовых инструментов.

Ключевые слова: функции финансовых рынков; воспроизводственный процесс; система финансовых рынков; «тройственная» трансформация; финансовое посредничество; дезинтермедиация.

УДК 336.76.01

Введение. В современной теории финансов значительный интерес вызывает научная проблема роли финансовых рынков на макро- и микроэкономическом уровнях в условиях национальной, региональной и глобальной экономики. Она может быть всесторонне раскрыта в процессе изучения функционала финансовых рынков, посредством характеристики которого выясняется, какую работу они выполняют в рыночной экономике. Непосредственно через осуществление разными экономическими агентами функции, а также функции самих финансовых рынков как целостной, открытой, эволюционирующей системы раскрывается их полезность и роль в развитии социально-экономических отношений.

Если в конце XIX — начале XX в. финансовые рынки всецело обеспечивали рост объемов производства, то через 80 — 100 лет ярко проявилась тенденция финансиализации экономики, когда ее финансовый сектор стал функционировать на все большем удалении от реального сектора. Впрочем, так же как деньги первоначально служили соизмерению стоимостей различных товаров и услуг, выступая в качестве посредника при их обмене, так и финансовые рынки на ранних этапах своего формирования в условиях капиталистической экономики были ориентированы на решение задач аккумуляции свободных денежных средств для пополнения государственной казны, развития торговли и производства.

В связи с этим попытаемся определить, какое значение имеют финансовые рынки в воспроизводственном процессе современной экономики. Воспроизводственный процесс включает четыре стадии: производство, распределение, обмен, потребление. На первой стадии происходит объединение факторов производства (земли, труда, капитала, предпринимательских способностей) с целью создания материальной стоимости, которая впоследствии направляется в непродуцированную сферу. Распределение и обмен связывают производство с потреблением. На этих стадиях товар, имеющий стоимость, сравнивается с общественно необходимыми издержками и предстает на рынке через рыночную цену. Все стадии воспроизводственного процесса тесно переплетены между собой, взаимосвязаны во времени и пространстве, взаимодействуют и происходят одновременно. В воспроизводстве участвуют государство, хозяйствующие субъекты и домашние хозяйства. Распределение в нем делится на первичное и вторичное (или перераспределение). Перераспределение доходов участников воспроизводственного процесса осуществляется с помощью государственных финансов, страхования, финансовых рынков. Финансовые рынки прямо не участвуют в воспроизводственном процессе, но косвенно как один из инструментов вторичного распределения (перераспределения) вовлечены в данный процесс [1, с. 82].

В классической теории финансов институт финансовых рынков рассматривался через призму выполнения им функции перераспределения свободных

денежных средств, риска, а также как способ передачи информации. Именно исходя из такого понимания изучал сущность и содержание финансовых рынков А. Маршалл [2, с. 230–238].

В работе «Conceptual Framework for Analysing the Financial Environment» Р. Мертон и Э. Боди среди шести основных функций финансовых рынков в качестве основной также выделяли функцию межотраслевого и межстранового перераспределения экономических ресурсов [3, с. 3–31].

Распределение финансовых ресурсов между различными субъектами экономических отношений может происходить на административной и рыночной основе с участием государственных институтов или без такового. В свою очередь перераспределение свободных денежных средств экономических агентов осуществляется преимущественно на принципах добровольности, возвратности, срочности и платности с участием финансовых посредников или на основе дезинтермедиации с задействованием инфраструктуры финансовых рынков.

Распределение финансовых ресурсов и перераспределение свободных денежных средств в экономике благодаря финансовым рынкам является многоканальным. В этих процессах задействованы все виды экономических агентов и институтов, финансовых посредников и инструментов. Распределение и перераспределение осуществляется по различным регионам и отраслям экономики, по многочисленным видам деятельности хозяйствующих субъектов, формам собственности организаций, а также по другим направлениям. Оно может осуществляться через переход прав собственности, например, на рынке акций, или посредством трансформации сбережений в инвестиции.

Полагаем правомерным считать основополагающей функцией финансовых рынков функцию распределения финансовых ресурсов в экономике и перераспределения свободных денежных средств участников воспроизводственного процесса.

Вместе с тем для того чтобы иметь возможность что-либо распределять и перераспределять, сначала необходимо обеспечить аккумулирование соответствующих ресурсов. В связи с этим финансовые рынки, несомненно, должны выполнять сберегательную функцию, стимулирующую своих экономических агентов к отказу от текущего потребления в пользу накопления с целью последующего управления временно свободными денежными средствами в процессе реализации их посреднической и инвестиционной функций.

В работах современных ученых зачастую описание обозначенных функций имеет тенденцию к смещению их содержательной части. Так, например, профессор В. Иванов в монографии «Современные финансовые рынки» выделяет функцию перераспределения инвестиций, отмечая, что с помощью финансовых рынков осуществляется перераспределение инвестиций между отраслями и сферами экономики, территориями и странами, компаниями, населением и государством [4, с. 33]. Рассматривая функциональное предназначение финансовых рынков, В. А. Котова в пособии «Финансовые рынки и инструменты» в качестве главной макроэкономической функции представила трансформацию сбережений в инвестиции, обеспечение финансовыми ресурсами реального сектора национальной экономики [5, с. 29].

В докторской диссертации «Монетарное регулирование инвестиционного процесса в условиях межгосударственной интеграции: теория и методология» М. Л. Зеленкевич, исследуя сущность и содержание финансовых рынков, пишет, что финансовый рынок как неоднозначная категория трансформируется прежде всего за счет расширения выполняемых им функций. Далее ученый приводит описание семи функций финансового рынка, в том числе:

- аккумулирование временно свободного капитала;
- определение наиболее приоритетных направлений инвестирования капитала;
- формирование рыночного механизма ценообразования;

распределение мобилизованного свободного капитала;
ускорение оборота и эффективного использования капитала;
обеспечение посредничества между продавцами и покупателями финансовых инструментов и услуг;

создание условий для снижения финансовых и коммерческих рисков [6, с. 53].

В качестве ключевых функций финансовых рынков М. А. Шуклина в учебном пособии «Финансовые рынки и финансово-кредитные институты» выделяет: трансформацию сбережений в инвестиции, ценообразование, обеспечение платежей и расчетов и передачу рисков. В последующем изложении она акцентирует внимание читателей на том, что любая из ключевых функций может быть нарушена или искажена вследствие отсутствия равных условий коммерческого соперничества [7, с. 8].

Профессор А. Трошин считает, что поскольку финансовые рынки обеспечивают трансформацию сбережений в инвестиции, то их функциональное назначение заключается в посредничестве в движении капитала от его владельцев к пользователям [8, с. 25].

Следует отметить, что именно реализация посреднической функции позволяет разрешить так называемую проблему конституционной слабости (*constitutional weakness*) финансовых рынков, состоящую в конфликте интересов конечных потребителей финансовых ресурсов и их поставщиков. Конфликт интересов проявляется в необходимости и желании использования заемщиками в лице коммерческих компаний, организаций, государства, как правило, крупных объемов долгосрочных инвестиций за небольшую плату, в то время как инвесторы стремятся диверсифицировать вложения и снизить уровень рисков, готовы предоставлять временно свободные денежные средства преимущественно на короткие сроки, в небольших размерах и по максимально возможной цене. В связи с этим институт посредничества обеспечивает «тройственную» трансформацию сроков, объемов и рисков аккумулируемых сбережений способствуя при этом формированию рыночной стоимости финансовых активов в процессе их последующего использования уже в качестве объекта инвестиций. В некоторых литературных источниках процесс мобилизации сбережений от многочисленных разрозненных вкладчиков с целью их последующего инвестирования, сопровождающийся трансформацией сроков, объемов и рисков, описывается функцией агломерации капитала. Иногда этот процесс в части аккумуляции средств характеризуется ресурсной функцией финансовых рынков [9; 10, с. 41].

Теория финансового посредничества рассматривалась в работах американских экономистов, представителей институционализма Дж. Г. Герли и Э. С. Шоу. Изучая источники экономического развития, ученые пишут: «Но все же развитие предполагает выпуск долговых ценных бумаг в одной части (месте) экономической системы, что приводит к соответствующему росту финансовых активов в другом. Данный процесс сопровождается институализацией сбережений и инвестиций». Кроме того, они сформулировали общий принцип финансового посредничества, состоящий в выпуске собственных обязательств для кредитного заимствования и с последующим инвестированием полученных средств заемщикам в обмен на их прямые обязательства [11, с. 515].

С развитием финансовых рынков их функционал постепенно расширялся. Так, например, Американский Институт сертифицированных аналитиков рассматривает функции финансовых рынков как совокупность способностей:

предоставлять возможность экономическим субъектам сохранять и занимать деньги;

привлекать капитал;

управлять рисками;

торговать активами в настоящем времени или в будущем на основе оценки их стоимости в будущем;

распределять капитал наиболее эффективным путем во времени и между инвесторами [12, с. 198].

Предоставление возможности экономическим субъектам сохранять и занимать деньги тесно коррелирует с функцией финансовых рынков по организации торговли. Она выражается в предоставлении места для рынка, технического доступа к торгам, обеспечении их гласности и открытости, разработке требований к финансовым инструментам и участникам, правил заключения сделок, обеспечении гарантий их исполнения и в других аспектах.

Важнейшей функцией финансовых рынков, являющейся по своей экономической природе логическим продолжением финансового посредничества, выступает функция ценообразования. Как и на любых других рынках, формирование справедливой стоимости финансовых обязательств и активов происходит под влиянием взаимодействия спроса и предложения, на которые в свою очередь влияют различные экзогенные и эндогенные факторы объективного и субъективного характера. Так, например, цены на банковские кредиты формируются на основе ключевой ставки центрального банка (ставки рефинансирования), уровней кредитного риска, инфляции, операционных расходов кредитодателя, связанных с предоставлением и сопровождением кредита. На валютном рынке стоимость национальной валюты во многом зависит от внешнеэкономической конъюнктуры, девальвационных ожиданий участников рынка, величины золотовалютных резервов государства и других факторов. Цены на финансовые инструменты рынка ценных бумаг в значительной степени зависят от поведения инвесторов, их ожиданий, используемых стратегий и предпочтений. Таким образом, функция ценообразования проявляется в формировании цен на различные финансовые инструменты, их регулировании и выявлении равновесной рыночной цены, а также прогнозировании их изменений в будущем.

Способность финансовых рынков распределять капитал наиболее эффективным путем во времени и между инвесторами (согласно CFA) наряду с функцией ценообразования обеспечивается их спекулятивной и информационной функциями.

Спекулятивная функция финансовых рынков с позиций экономической науки впервые была рассмотрена французским математиком Л. Башелье в работе «Теория спекуляций», в которой ученый, исследуя движение цен акций, пришел к выводу о мгновенной реакции рыночной стоимости этих ценных бумаг на поступающую информацию. По мнению Л. Башелье, цены акций ведут себя хаотично, изменяются случайным образом, поскольку вероятность роста цены в любой момент времени равна вероятности ее падения [13].

Идею о значительном влиянии на стоимость финансовых активов спекулятивной составляющей поддержал Дж. М. Кейнс, который считал, что цены на акции более тесно связаны со спекуляциями, нежели с экономическими концепциями. Впоследствии неопределенность в движении цен стала называться феноменом «случайных блужданий». Л. Башелье одним из первых использовал физическое явление «броуновского движения» для описания ценообразования на фондовом рынке. Математические исследования ученого сначала не нашли широкого признания у научного сообщества. Только в 50-е гг. XX в. на них обратили внимание. Главным популяризатором идей «теории спекуляций» стал П. Самуэльсон, который в своих исследованиях изучал проблему рыночной эффективности: «На конкурентных рынках на всякого продавца найдется покупатель. Если можно быть уверенным, что цена вырастет, значит она уже выросла» [14].

В 1960-е гг. Ю. Фама использовал модель «случайного блуждания» Л. Башелье для обоснования бесполезности применения методов технического анализа при прогнозировании доходности акций. Ученый выдвинул тезис о непредсказуемости динамики цен на активы фондового рынка, считая, что вся доступная информация о ценных бумагах уже заложена в их стоимость, поэтому любые попытки предсказать будущее движение цен обречены на провал. В результате им была сформулирована «гипотеза эффективного рынка» (Efficient Markets Hypothesis, EMH) — финансовая теория, согласно которой все акции торгуются по их справедливой стоимости, поэтому практически невозможно систематически «переигрывать рынок», т. е. получать доход больший, чем в среднем по рынку. Эффективным рынком, по мнению ученого, можно считать тот рынок, который быстро приспосабливается к новой информации. Однако позже (через два десятилетия) определение «эффективного рынка» было скорректировано с учетом кратного увеличения объемов и скорости передачи финансовой информации с помощью Интернета. Современная гипотеза эффективного рынка имеет три формы проявления эффективности: сильную, среднюю и слабую (см. перечень). Практический смысл гипотезы эффективного рынка заключается в том, что чем выше эффективность рынка, тем меньше возможности у инвесторов извлекать прибыль выше среднерыночного уровня. Зная форму эффективности определенного рынка, инвестор может сделать выбор в пользу того рынка, на котором предполагается большая прибыль [15, с. 12].

Три формы эффективности рынков

<i>Форма эффективности</i>	<i>Вид информации, которая отражается на рыночной стоимости ценных бумаг</i>
Сильная	Цена учитывает действительно всю имеющуюся информацию, включая инсайдерскую
Средняя	Цена отражает все прошлые и настоящие события, информация о которых находится в свободном доступе
Слабая	Цена полностью отражает все прошлые события: вся прошлая ценовая история и вся другая информация относительно рассматриваемого актива, находящаяся в настоящий момент в свободном доступе

Большинство исследователей финансовых рынков рассматривают также и информационную функцию. Наряду с организацией движения денежных потоков финансовые рынки обеспечивают циркуляцию экономической информации, отражающейся на стоимости финансовых инструментов и служащей определенными сигналами для участников торговли. На основе этих сигналов инвесторы оценивают риски вложений, потенциальную доходность активов, анализируют динамику рыночных показателей, прогнозируют периоды изменения трендов и актуальные тенденции развития финансовых рынков. Как правило, динамика цен рыночных активов отражает состояние экономики и изменение цикла ее деловой активности. Учитывая сложную структуру финансовых рынков, качество рыночных сигналов может быть неоднородным, по-разному интерпретироваться экспертами, иметь различное время прохождения и степень воздействия на стоимость финансовых инструментов. Опережающие, сигналы об изменении стадии экономического цикла формируют показатели функционирования рынка ценных бумаг, например, такие как фондовые индексы, индикаторы широты рынка и денежного потока. Запоздавающие сигналы в большей степени свойственны для кредитного рынка, характеризующегося показателями отношения объемов кредитов к ВВП, удельным весом проблемных кредитов в активах банков и др.

Нередким явлением становится использование заинтересованными лицами (руководством крупных компаний, банков, международных кредитно-финансовых институтов, всемирно известными инвесторами) информации в целях манипулирования рынком путем ее распространения и придания ценам финансовых активов нужной динамики в краткосрочном периоде. В связи с этим значение информационной функции сложно переоценить, поскольку информация в современном мире выступает, с одной стороны, стратегическим ресурсом, а с другой — эффективным инструментом формирования рыночной конъюнктуры.

Американский Институт сертифицированных аналитиков выделяет индикативную функцию финансовых рынков, которую, по мнению автора, следует рассматривать как производную информационной функции. Согласно учебным материалам этой организации: «Способность определять доходность через процентную ставку, которая формируется как равновесие между общим объемом сбережений и общим спросом на займы в экономике является индикативной функцией рынка» [12].

В качестве общерыночной функции в ряде литературных источников рассматривается функция оптимизации трансакционных издержек. Категория трансакционных издержек впервые была введена Р. Коузом, который рассматривал их как совокупность прямых и косвенных затрат субъектов рыночной экономики, возникающих в процессе составления и исполнения бизнес-контрактов. Посредством снижения информационных и трансакционных издержек финансовые системы оптимизируют стоимость перенаправления средств между заемщиками и кредиторами, что высвобождает ресурсы для других целей, таких как инвестиции и инновации [10, с. 43].

Исследуя проблемы цикличности экономического развития, в работе «Бизнес-цикл» Й. Шумпетер рассмотрел инновационную функцию финансовых рынков. Ученый считал, что поскольку внедрение инноваций не может быть профинансировано из текущих средств предпринимателя, необходим заемный капитал, кредит, который может быть предоставлен только финансовым сектором [16].

Ученые Мертон и Боди выделяют еще одну важную специфическую функцию финансовых рынков, обеспечивающую гарантию своевременных и полных расчетов между участниками торговли. Это платежно-расчетная функция, выполняемая прежде всего институтами инфраструктуры финансовых рынков, такими как биржи, депозитарии, клиринговые организации.

В большинстве работ по данной тематике также описывается функция хеджирования, или управление рисками. Она предполагает создание финансовыми рынками соответствующих механизмов и инструментов, способствующих ограничению, диверсификации, нейтрализации или передаче рисков инвестирования специализированным финансовым посредникам. В качестве ее логического продолжения целесообразно выделить инжиниринговую подфункцию, состоящую в создании сложных производных инструментов в целях хеджирования рисков и секьюритизации активов. Эти аспекты достаточно подробно рассмотрены в работах Б. Рубцова, Р. Мертона, Э. Боди, А. Лобанова, П. Ковалева и др.

Воздействие регуляторов деятельности участников финансовых рынков в лице органов государственного регулирования специальной компетенции, таких как центральный банк, министерство финансов и ассоциаций профессиональных участников финансовых рынков, на состояние рыночной активности реализуется посредством регулирующих и контрольных функций. Ре-

гулирующая функция финансовых рынков состоит в регламентации правил торговли финансовыми инструментами, допуска участников к торгам, требований к качеству активов и обязательств, процедур раскрытия информации, ограничений в движении капитала и других аспектах. Контрольная функция финансовых рынков обеспечивается в результате мониторинга устойчивости и безопасности функционирования финансовых посредников, соблюдения ими и другими экономическими агентами требований национального и международного законодательства.

Финансовые рынки, являясь сложноорганизованной, открытой, эволюционирующей системой, ориентированы на расширение масштабов своего присутствия в экономике, увеличение их роли и влияния в том числе на глобальные макроэкономические процессы. В связи с этим дальнейшее развитие финансовых рынков, их трансформация невозможны без задействования стимулирующей функции. Ее значение состоит в создании на рынках конкурентной среды в результате привлечения новых участников, поддержании благоприятного инвестиционного климата и ликвидности за счет многообразия финансовых инструментов, ускорении оборота капитала и, как следствие, обеспечение условий устойчивого развития.

Исследование классических и современных научных подходов к составу и содержанию функций финансовых рынков позволило автору выявить несколько доминирующих позиций в вопросе их систематизации. Так, например, в учебной литературе функции финансовых рынков преимущественно делятся на две категории общерыночных и специфических, финансовых функций. К первой группе, как правило, относятся следующие: ценообразующая, спекулятивная или коммерческая, информационная, посредническая, стимулирующая, инновационная, регулирующие функции, а также функция оптимизации трансакционных издержек. Вторая группа представлена перераспределительной функцией в различных интерпретациях (сберегательная, инвестиционная, распределения финансовых ресурсов, агломерации капитала, трансформации сбережений в инвестиции и др.) с добавлением функций хеджирования или управления рисками, платежно-расчетной и контрольной функций [15; 17].

Примером системно ориентированного подхода к исследованию функций финансовых рынков может послужить научная концепция Ю. О. Ничкасовой, согласно которой ученым осуществлена их группировка в четыре функциональных кластера по типам экономических агентов:

- 1) кластер онтологических (корневых) функций — включает первичные функции финансового рынка;
- 2) кластер динамических функций — содержит функции финансового рынка, отражающие его динамическую природу;
- 3) кластер консалтинговых функций — содержит комплекс функций, реализуемых институтом финансового посредничества при принятии инвестиционных решений;
- 4) кластер контрольно-регулирующих функций — включает мониторинг и внешнее регулирование среды, обеспечивающие безопасность инвестиций [10, с. 45].

Учитывая достоинства данного подхода, состоящие по мнению автора в изучении функционала финансовых рынков в процессе их развития и трансформации, считаем правомерным рассмотреть также формы проявления обозначенных функций финансовых рынков на макро- и микроэкономическом уровнях с выделением преобладающего типа экономических агентов (см. таблицу).

Функции финансовых рынков и их реализация на макро- и микроэкономическом уровнях

Функция	Преобладающий тип экономических агентов, реализующий функцию	Проявление функции (реализация) на макроуровне	Проявление функции (реализация) на микроуровне
1	2	3	4
1. Перераспределительная 1.1 трансформации сбережений в инвестиции 1.1.1 сберегательная 1.1.2 агломерации капитала 1.1.3 аллокации капитала и прав собственности 1.1.4 инвестиционная 1.2 монетизации капитала	Банки, фирмы, домохозяйства, государство, страховые организации, финансовые компании, биржи, депозитарии, международные финансовые организации	Формирование макроэкономических отраслевых, региональных пропорций, достижение макроэкономической сбалансированности	Обеспечение юридическим и физическим лицам возможностей сберегать и инвестировать, перераспределять капитал между экономическими агентами в пользу наиболее эффективных из них
2. Платежно-расчетная	Банки, биржи, платежные системы, клиринговые организации	Обеспечение надежности и безопасности расчетов и платежей в масштабах национальных и мировой экономики	Обеспечение безопасности и гарантированности платежей и расчетов по сделкам экономических агентов
3. Управления рисками 3.1 агломерации рисков 3.2 инжиниринговая	Банки, страховые организации, актуарии, хедж-фонды	Создание рыночного механизма передачи и управления рисками	Разработка производных финансовых инструментов с целью хеджирования рисков участников финансовых рынков
4. Организации торговли	Биржи, банки, государство	Создание рыночной инфраструктуры и механизма купли-продажи финансовых активов и обязательств	Обеспечение возможности для всех типов экономических агентов покупать и продавать финансовые инструменты
5. Ценообразования	Биржи, банки, государство	Формирование рыночной конъюнктуры	Определение справедливой стоимости финансовых инструментов
6. Посредническая	Банки, страховые организации, финансовые компании	Решение проблемы «конституционной слабости» финансовых рынков	Передача фирмами и домохозяйствами несвойственной им экономической деятельности финансовым посредникам
7. Спекулятивная	Банки, страховые организации, финансовые компании	Расширение сферы функционирования финансовых рынков	Создание участникам рынка условий максимизации прибыли
8. Информационная 8.1 индикативная 8.2 оптимизации трансакционных издержек	Банки, биржи, рейтинговые агентства, кредитные бюро, государство, инвестиционные консультанты	Обеспечение прозрачности торговли на финансовых рынках и ускорение оборота капитала	Получение экономическими агентами рыночных сигналов для совершения сделок, повышение их эффективности

Окончание таблицы

1	2	3	4
9. Инновационная	Банки, биржи, финансовые компании, страховые организации	Создание условий для инновационного экономического развития	Разработка новых финансовых инструментов, привлечение участников торговли
10. Стимулирующая	Государство, банки, фирмы, домохозяйства	Создание условий для экономического роста	Развитие конкуренции, снижение издержек обращения
11. Регулирующая	Государство, саморегулируемые организации, международные финансовые организации	Обеспечение условий устойчивого функционирования финансовых рынков, национальных и мировой экономики	Ограничение спекуляций экономических агентов и влияния других дестабилизирующих факторов
12. Контрольная	Государство, саморегулируемые организации, аудиторские компании	Организация контроля соблюдения экономического национального и международного законодательства	Выполнение национальными надзорными органами контрольных функций за экономической деятельностью участников рынков

Анализ многих литературных источников, научных работ отечественных и зарубежных ученых в этой области позволяет сделать вывод об отсутствии единого подхода не только в отношении вопросов функций, структуры, взаимодействия различных сегментов, но и в формировании базового понятийного аппарата, в том числе непосредственно самого определения понятия «финансовый рынок». Такая ситуация носит объективный характер, поскольку, как показывает практика, представляется труднодостижимым и даже невозможным сфокусировать в едином определении такое обширное количество свойств и характеристик данного объекта исследования.

Вместе с тем рассматривая финансовые рынки как обобщающее понятие, считаем правомерным использование словосочетания «система финансовых рынков» в качестве термина эволюционировавшего по мере увеличения количественного состава финансовых инструментов, появления новых сегментов и видов рынков, а также изменения их институциональной структуры, форм взаимодействия экономических агентов, совершенствования государственного регулирования и саморегулирования, что в большей степени соответствует их современному функциональному содержанию.

Основываясь на системном и институциональном подходах к определению данного понятия с учетом многочисленных научных трактовок, сформулируем авторское определение термина «система финансовых рынков».

Система финансовых рынков — это сложноорганизованная, пространственно-распределенная, открытая, эволюционирующая система в составе социально-экономической и финансовых систем, характеризующаяся многообразием взаимосвязанных элементов (финансовых институтов, инструментов и механизмов, сегментов и видов рынков, агентов и отношений), взаимодействующих как на разных иерархических уровнях, так и в формате горизонтальных одноуровневых связей с привлечением посредников или на основе дезинтермедиации с целью обеспечения ликвидностью, совершаемых ее участниками сделок, возможности получения доходов и организации непрерывного движения всех видов и форм существующих в современной экономике денег.

Выводы. Изложенное позволяет заключить, что в отличие от доминирующей во многих современных определениях термина «финансовый рынок» идеи трансформации сбережений в инвестиции, она не рассматривается автором в

качестве главной цели функционирования системы финансовых рынков. Ее основная функциональная роль состоит в обеспечении ликвидностью участников рынков и организации непрерывного движения денежных потоков (перетока капиталов), облеченных в форму различных финансовых инструментов, что в свою очередь является фундаментальным условием превращения значительной части свободных денежных средств в реальные инвестиции при регулирующем воздействии государственных, наднациональных и международных органов.

Следует также отметить, что современное понимание сущности и содержания финансовых рынков складывалось на протяжении многих веков. За всю историю накопления и систематизации знаний в области финансов характеризовали в том числе основные этапы трансформации финансовых рынков, главным образом, связанные с появлением новых форм денег и новациями в области регулирования денежного обращения. Различия подходов, воплотившихся в классической и неоклассической теории финансов, были обусловлены изменением роли государства в финансовых отношениях. Если классическая теория финансов отводила государству доминирующую роль, то появление во второй половине XX в. неоклассического направления отражает уже новую сложившуюся экономическую реальность — формирование крупного частного бизнеса, а впоследствии и транснациональных корпораций, обращение финансовых ресурсов которых в значительной степени стало формировать современный ландшафт финансовых рынков. Бурное развитие предпринимательской деятельности в этот период привело к становлению малого бизнеса и формированию так называемого среднего класса, в результате чего на финансовых рынках все более активную роль стали играть децентрализованные финансы домохозяйств и частных лиц. Крупный частный бизнес стал оказывать влияние на реализацию государственных социально-экономических программ развития, добиваться разного рода преференций и особых условий функционирования. Увеличение доходов домохозяйств приводило к развитию социальной сферы, институтов обязательного и добровольного страхования, а также вовлечению их свободных денежных средств в экономический оборот. Постепенно активная роль государства в организации функционирования финансовых рынков трансформировалась в его статус нетто-заемщика с сохранением регулирующей функции. В периоды финансово-экономических кризисов государственные институты, как правило, возвращали себе доминирующие позиции путем введения различных ограничений деятельности участников финансовых рынков и централизации денежных потоков.

Таким образом, на рубеже XX—XXI вв. финансовые рынки, подвергшиеся глубоким институциональным изменениям, приобрели лидирующее значение в социально-экономических системах как на национальном, региональном, так и на глобальном уровнях. Их функциональная роль, организационная структура, влияние на экономические процессы за последние несколько десятилетий существенно возросли и усложнились, а в настоящее время наполняются новым содержанием в процессе самой существенной со времен появления бумажных, кредитных денег, цифровой трансформации.

Литература

1. *Евлахова, Ю. С.* Понятие финансового рынка с позиций современной теории финансов / Ю. С. Евлахова // Академия бюджета и казначейства Минфина России. — 2011. — № 3 (9). — С. 81–92.

Evlahova, Ju. S. Ponzjatie finansovogo rynka s pozicij sovremennoj teorii finansov [The concept of the financial market from the perspective of modern finance theory] / Ju. S. Evlahova // Akademija bjudzheta i kaznachejstva Minfina Rossii. — 2011. — N 3 (9). — P. 81–92.

2. *Маршалл, А.* Принципы экономической науки : в 3 т. / А. Маршалл ; пер. с англ. — М. : Прогресс-Универс, 1993. — Т. 2. — 310 с.

- Marshall, A.* Principy jekonomicheskoy nauki [Principles of economic science] : v 3 t. / A. Marshall ; per. s angl. — M. : Progress-Univers, 1993. — T. 2. — 310 p.
3. *Merton, R.* Conceptual Framework for Analising the Financial Environment / R. Merton, Z. Bodie. — Boston : Harvard Business School Press, 1995. — P. 3–31.
4. Современные финансовые рынки : моногр. / под ред. В. В. Иванова. — СПб. : Проспект, 2014. — 486 с.
5. *Котова, В. А.* Финансовые рынки и инструменты : пособие / В. А. Котова. — 3-изд. стер. ; Акад. Упр. при Президенте Респ. Беларусь. — Минск : Акад. упр. при Президенте Респ. Беларусь, 2022. — 138 с.
- Kotova, V. A.* Finansovye rynki i instrumenty : posobie [Financial markets and instruments] / V. A. Kotova. — 3-izd. ster. ; Akad. Upr. pri Prezidente Resp. Belarus'. — Minsk : Akad. upr. pri Prezidente Resp. Belarus', 2022. — 138 p.
6. *Зеленкевич, М. Л.* Монетарное регулирование инвестиционного процесса в условиях межгосударственной интеграции: теория и методология : дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.01 / М. Л. Зеленкевич. — Минск, 2024. — 330 л.
- Zelenkevich, M. L.* Monetarnoe regulirovanie investicionnogo processa v usloviyah mezhgosudarstvennoj integracii: teoriya i metodologiya [Monetary regulation of the investment process in the conditions of interstate integration: theory and methodology] : dis. ... d-ra jekon. nauk : 08.00.01 / M. L. Zelenkevich. — Minsk, 2024. — 330 l.
7. *Шуклина, М. А.* Финансовые рынки и финансово-кредитные институты : учеб. пособие / М. А. Шуклина. — М. : Синергия, 2020. — 198 с.
- Shuklina, M. A.* Finansovye rynki i finansovo-kreditnye instituty [Financial markets and financial and credit institutions] : ucheb. posobie / M. A. Shuklina. — M. : Sinergija, 2020. — 198 p.
8. *Трошин, А. Н.* Финансы и кредит / А. Н. Трошин, Т. Ю. Мазурина, В. И. Фомкина. — М. : ИНФРА-М, 2009. — 408 с.
- Troshin, A. N.* Finansy i kredit [Finance and credit] / A. N. Troshin, T. Ju. Mazurina, V. I. Fomkina. — M. : INFRA-M, 2009. — 408 p.
9. *Бельзецкий, А. И.* Финансы и финансовые рынки / А. И. Бельзецкий. — Минск : МИУ, 2010. — 444 с.
- Bel'zetskij, A. I.* Finansy i finansovye rynki [Finance and financial markets] / A. I. Bel'zetskij. — Minsk : MIU, 2010. — 444 p.
10. *Ничкасова, Ю. О.* Финансовый рынок и его роль в инвестиционном обеспечении экономики / Ю. О. Ничкасова. — Минск : РИВШ, 2020. — 296 с.
- Nichkasova, Ju. O.* Finansovyj rynek i ego rol' v investicionnom obespechenii jekonomiki [Financial market and its role in investment support of the economy] / Ju. O. Nichkasova. — Minsk : RIVSh, 2020. — 296 p.
11. *Gurley, J. G.* Financial Aspects of Economic Development / J. G. Gurley, E. S. Show // American Economic Review. — 1955. — Vol. 45, N 4. — P. 515–538.
12. Corporate Finance, Portfolio Management, and Equity investments // CFA. — Milwaukee : Kaplan University, 2016. — Book 4. — 330 p.
13. *Bachieler, L.* The Theory of Speculation / L. Bachieler // Annales scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure. — 1900. — Vol. 3 (17). — P. 21–86.
14. *Самуэльсон, П.* Экономика : учеб. пособие / П. Самуэльсон. — 15-е изд. ; пер. с англ. ; под ред. Л. С. Тарасевича, А. И. Леусского. — М. : Бином : КноРус, 1997. — 799 с.
- Samujel'son, P.* Jekonomika [Economics] : ucheb. posobie / P. Samujel'son. — 15-e izd. ; per. s angl. ; pod red. L. S. Tarasevicha, A. I. Leusskogo. — M. : Binom : KnoRus, 1997. — 799 p.
15. *Евлахова, Ю. С.* Современные финансовые рынки : учеб. пособие / Ю. С. Евлахова. — М. : КноРус, 2023. — 150 с.
- Evlahova, Ju. S.* Sovremennye finansovye rynki : ucheb. posobie [Modern financial markets: educational village] / Ju. S. Evlahova. — M. : KnoRus, 2023. — 150 p.
16. *Schumpeter, J.* Business cycles: a theoretical, historical, and statistical analysis of the capitalist process / J. Schumpeter. — N. Y. ; London : McGraw-Hill Book Company Inc., 1939. — 461 p.
17. Фондовый рынок : учеб. пособие / Г. И. Кравцова [и др.] ; общ ред. проф. Г. И. Кравцовой. — Минск : БГЭУ, 2016. — 494 с.

SERGEY KABUSHKIN

***FUNCTIONS OF FINANCIAL MARKETS
FROM THE PERSPECTIVE OF CLASSICAL
THEORY OF FINANCE AND MODERN APPROACHES***

Author affiliation. *Sergey KABUSHKIN* (S.N.Kabushkin@yandex.ru), *Belarus State Economic University (Minsk, Belarus)*.

Abstract. The article examines the main functions of financial markets and presents their evolution and organizational and economic characteristics from the perspective of classical finance theory based on the works of A. Marshall, J. Schumpeter, R. Merton, Z. Bodie, J. Gurley, E. Shaw and others, as well as taking into account modern approaches of specialized scientific organizations such as the American Institute of Certified Analysts (CFA), foreign and domestic scholars. The significance of the financial market system in the reproduction process is revealed.

The purpose of the study is an attempt to systematize numerous general economic and specific functions of financial markets based on the study of their content, properties, peculiarities of interaction and manifestation. The author's definition of the concept of «financial market system» is suggested, as well as an approach that reveals the content of the functions of financial markets based on the forms of their manifestation at the macro and microeconomic levels, highlighting the predominant type of economic agents that implement these functions.

The reader's attention is drawn to the functional role of the financial market system, which is providing liquidity to its participants and organizing the continuous movement of cash flows (capital flow) in the form of various financial instruments.

Keywords: functions of financial markets; reproduction process; financial market system; «triple» transformation; financial intermediation; disintermediation.

UDC 336.76.01

*Статья поступила
в редакцию 09. 07. 2024 г.*

М. А. ПАСТУХОВА

***ИНВЕСТИЦИОННАЯ СБАЛАНСИРОВАННОСТЬ
И ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ЕЕ ФАКТОРЫ***

В результате рассмотрения сформированных в экономической теории различных подходов к изучению инвестиционных процессов сделан вывод о том, что в основе инвестиционной сбалансированности и возможности ее регулирования находится способность инвестиционных спроса и предложения отвечать изменениям рыночной ситуации. Детализировано понятие инвестиционной сбалансированности как свойства

Маргарита Алексеевна ПАСТУХОВА (margarita_a13@mail.ru), аспирантка кафедры банковского дела Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).
