

На правах рукописи



ДИНЕЦ ДАРЬЯ АЛЕКСАНДРОВНА

**ТЕОРИЯ И МЕТОДОЛОГИЯ ВЛИЯНИЯ ПРОТИВОРЕЧИЙ
МИРОВОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НА ГЛОБАЛЬНЫЙ
РЫНОК КАПИТАЛА**

Специальность 5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ

**диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук**

Москва – 2022

Работа выполнена в федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего образования «Иркутский государственный университет путей сообщения», г. Иркутск

Научный консультант: доктор экономических наук, профессор
Камаев Роман Александрович

Официальные оппоненты: **Левин Юрий Анатольевич**,
доктор экономических наук, профессор,
Одинцовский филиал ФГАОУ ВО
«Московский государственный институт
международных отношений (университет)
Министерства иностранных дел Российской
Федерации», факультет финансовой
экономики, кафедра экономики и финансов,
профессор

Попков Сергей Юрьевич,
доктор экономических наук, профессор, ФГБУ
«Всероссийский научно-исследовательский
институт труда» Министерства труда и
социальной защиты Российской Федерации,
советник генерального директора

Костиков Игорь Владимирович,
доктор экономических наук, профессор,
АНО ВО «Национальный институт
финансовых рынков и управления», ректор

Ведущая организация: Федеральное государственное бюджетное
учреждение науки Институт проблем рынка
Российской академии наук (ИПР РАН)

Защита состоится 03 марта 2023 г. в 10:00 на заседании диссертационного
совета 24.2.372.04 на базе федерального государственного бюджетного
образовательного учреждения высшего образования «Российский
экономический университет имени Г. В. Плеханова» по адресу: 117997 г.
Москва, Стремянный переулок, дом 36, корп.3, ауд.353.

С диссертацией можно ознакомиться в научно-информационном
библиотечном центре имени академика Л.И. Абалкина ФГБОУ ВО
«Российский экономический университет имени Г. В. Плеханова» по адресу:
117997 г. Москва, ул. Зацепа, дом 43 и на сайте организации <http://ords.rea.ru/>.

Автореферат разослан «___» _____ 20 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета
24.2.372.04 к.э.н., доцент

Гордиенко
Михаил Сергеевич


1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность диссертационного исследования. Финансовые потоки, опосредующие экономические отношения в рамках мировой финансовой системы, распределены между ее участниками крайне неравномерно. Различаются объемы денежных трансакций, скорости оборота, уровни доходности операций с денежными потоками, а также распределение рисков между участниками. Все это порождает дисбалансы мировой финансовой системы, как внутренние, характеризующие связи между различными элементами национальных финансовых систем, так и внешние – между финансовыми системами различных стран.

Основными факторами возникновения и развития дисбалансов в мировой финансовой системе являются неравномерность финансового дерегулирования и распределения регулятивных полномочий между национальными и наднациональными структурами, неэффективность и несогласованность денежно-кредитной политики различных стран, различный характер реагирования национальных и наднациональных финансовых институтов на возникающие кризисы, глубокая дифференциация национальных экономик по уровню их развития и, прежде всего, финансовых рынков при высоком уровне консолидации активов в финансовых портфелях.

По данным Всемирного банка капитализация фондового рынка США превышает 50 % глобального ВВП и вдвое превышает ВВП США, глобальный долг по данным МВФ в 2021 году составил 360 % мирового ВВП, приблизившись к отметке 290 триллионов долларов, рынок производных финансовых инструментов по данным World Federation of exchange¹ оценивается в 1 квадриллион долларов. Кроме того, до 80 %

¹ WFE Derivatives report 2020. [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/report_covers/2020%20IOMA%20report%20draft_%20v8%20FINAL%20for%20website.pdf (дата обращения 11.10.2021 г.)

прибыли европейских и американских нефинансовых корпораций получено за счет финансовых операций, что объясняется ростом рентабельности финансовых операций по сравнению с рентабельностью в реальном секторе.

Ускоренное развитие финансового сектора объясняется во многом действующей валютной системой и серией раундов количественного смягчения, запущенного США, ЕС и Японией для преодоления последствий финансовых кризисов. В частности, балансы центральных банков в августе 2021 года приблизились к отметкам: США – 8,1 трлн долл., ЕС – 8,05 трлн евро, Великобритания – 997 млрд фунтов стерлингов, Япония – 722 трлн японских йен, что эквивалентно 6,5 трлн. долл.². Операции количественного смягчения привели к формированию близких к нулю или отрицательных процентных ставок, что способствовало переходу кризисов ликвидности в бюджетные кризисы и кризисы суверенного долга ключевых участников мировой финансовой системы. Дефицит бюджета и расширение долгового финансирования в США усугубляется дефицитом счета текущих операций, что фактически ограничивает возможности финансовой системы перераспределять финансовые ресурсы из стран с избытком сбережений в страны с дефицитом инвестиций, а также чревато переходом инфляции с финансовых рынков на товарные.

Операции количественного смягчения, дефицит платежного баланса США и рост числа сделок валютных своп-линий привели также к тому, что по данным Банка международных расчетов более 50 % долларовых кредитов неамериканским заемщикам были выданы национальными коммерческими банками³, что в свою очередь, является источником внутреннего противоречия. США, будучи эмитентом резервной валюты, не контролируют объемы долларовых активов по всему миру, что увеличивает

² Central Bank Balance Sheet. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://tradingeconomics.com/country-list/central-bank-balance-sheet> (дата обращения 11.10.2021 г.)

³ Consolidated banking statistics. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.bis.org/statistics/consstats.htm> (дата обращения 11.10.2021 г.)

волатильность на валютных рынках. Очевиден дисбаланс между товарным рынком, рынком капитала и валютным рынком. По данным ВТО оборот мировой торговли в 2020 году составил 23 трлн. долл.⁴, рынок облигаций – 123,5 трлн. долл., выпуск акций – 826,8 млрд. долл.⁵, тогда как дневной оборот на валютном рынке оценивается в 6 трлн. долл.⁶

Усиление дисбалансов мировой финансовой системы приводит к постоянному росту числа кризисов. Так, по данным Бундесбанка с 1970 года в мире произошло 150 банковских кризисов, 236 валютных кризисов и 90 кризисов суверенного долга. При этом частота возникновения и количество вовлеченных в кризисные явления стран постоянно возрастают. Поскольку кризис является способом разрешения возникающих противоречий, полагаем, что актуален глубокий анализ теории и методологии противоречий мировой финансовой системы.

Основные противоречия мировой финансовой системы, возникающие в результате наличия и углубления дисбалансов ее развития, связаны с использованием ее субъектами ряда финансовых инструментов, характерными особенностями которых являются отрыв от фундаментальной стоимости, спекулятивный характер операций, возможность концентрации ликвидности. Хеджирование рисков, арбитраж, в том числе, регулятивный, использование сложных финтех-стратегий приводят к невозможности получения положительного финансового результата остальными участниками финансового рынка.

Влияние противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала проявляется в усилении его волатильности, нарастании риска ликвидности и возможности манипулирования рыночной динамикой,

⁴ International trade statistics. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://timeseries.wto.org> (дата обращения 11.10.2021 г.)

⁵ Capital Markets Fact Book. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/07/CM-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf> (дата обращения 11.10.2021 г.)

⁶ Foreign exchange turnover in April 2019. [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf (дата обращения 11.10.2021 г.)

«стадном» поведении инвесторов, приводящим к финансовым пузырям, сокращению доходности большинства финансовых инструментов, корректировке ценовых показателей по инструментам рынка капитала. Это затрудняет принятие инвестиционных решений, выбор источников фондирования операций на рынках капитала.

Таким образом, актуальность диссертационного исследования обусловлена:

- высокой значимостью дисбалансов и противоречий в функционировании мировой финансовой системы,
- необходимостью разработки теоретических и методологических положений в области оценки влияния дисбалансов и противоречий мировой финансовой системы для развития глобального рынка капитала,
- потребностью создания системы противодействия дисбалансам и противоречиям мировой финансовой системы для развития глобального рынка капитала.

Степень научной разработанности темы исследования. Основы теории капитала освещены в работах таких ученых как Дж. Ван Хорн, Р. Гильфердинг, Дж. Гобсон, К. Н. Ермолаев, Дж. Б. Кларк, С. Майерс, К. Маркс, В. А. Мещеров, М. Миллер, Х. Мински, Ф. Модильяни, К. Перес, Т. Пикетти, С. Росс, К. Р. Салиев.

Особенностям развития современного финансового рынка посвящены работы Р. Батра, П. Бернштейна, Ф. Блэка, Р. Брейли, Р. Бреннера, В. А. Галанова, А. Гринспена, О. А. Гришиной, А. Дамодарана, К. Х. Зоидова, И. В. Костикова, П. Кругмана, С. Майерса, Д. Мандельброта, Г. Марковица, Р. Мертона, Х. Мински, Ф. Мишкина, К. В. Ордова, К. Рейнхарт, К. Рогофф, В. А. Слепова, Д. Сорнетте, Дж. Стиглица, У. Шарпа, Р. Шиллера, М. Шоулза, Б. Эйхенгрин.

Оценке влияния мировой финансовой системы на эффективность использования капитала посвящены работы М. Вулфа, С. Ю. Глазьева, Р. С.

Дзарасова, С. С. Дзарасова, С. М. Дробышевского, М. Калецки, Дж. Кейнса, П. Кругмана, Ю. А. Левина, М. Льюиса, Х. Мински, С. Ю. Попкова, Д. Робинсон, Д. Родрика, Р. Скидельски, А. У. Солтаханова, Дж. Стиглица, Д. Тобина, Д. Харви.

Оценка влияния финансовых дисбалансов на устойчивость экономического роста и мировую финансовую систему проведена в работах Р. Алибера, Дж. Арриги, Р. Барро, В. К. Бурлачкова, Л. Е. Гринина, К. Гэлбрейта, Е. Домара, С. М. Дробышевского, У. Истерли, Ч. Каломириса, Ч. Киндлебергера, Р. Лукаса, Р. Напьера, П. Ромера, Р. Роузкранса, Р. Солоу, М. Спенса, П. Сраффы, Р. Харрода, К. Эрроу.

Однако исследования указанных авторов затрагивают лишь отдельные аспекты развития глобального финансового рынка. Среди них отсутствуют работы, содержащие целостную концепцию оценки влияния дисбалансов и противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала.

Кроме того, выводы, предлагаемые ведущими учеными, содержат практические рекомендации по ослаблению негативного влияния уже произошедших экономических кризисов, тогда как нам представляется необходимым обоснование модели взаимодействия участников финансовой системы с целью ослабления системных финансовых диспропорций и противоречий в будущем. В связи с этим очевидна необходимость системного, комплексного исследования теории и методологии оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала.

Объект исследования диссертационной работы – влияние мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие между субъектами мировой финансовой системы при

передаче импульса свойственных ей противоречий на глобальный рынок капитала.

Целью исследования является развитие теории и методологии оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный финансовый рынок, создание системы противодействия этому влиянию, а также обоснование возможных вариантов разрешения сложившихся противоречий.

В соответствии с целью в диссертации решались следующие **задачи**:

- выявить основные тенденции развития мировой финансовой системы с позиции возникающих в ней противоречий;
- сформировать теоретико-методологические основы влияния мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала;
- оценить релевантность существующих моделей оценки эффективности операций на финансовых рынках в текущем состоянии финансовой системы;
- определить основные каналы влияния мировой финансовой системы на рынки капитала;
- предложить и обосновать модель оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала;
- исследовать потоки прямых иностранных инвестиций с позиции влияния на них противоречий в развитии мировой финансовой системы;
- обосновать механизм адаптации российской экономики к существующим противоречиям мировой финансовой системы.

Соответствие темы диссертации требованиям Паспорта научных специальностей ВАК при Министерстве науки и высшего образования по специальности 5.2.4. Финансы, и пунктам областей исследования: 1. Теория и методология финансовых исследований; 22. Финансовые инструменты и операции с ними; 24. Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование

финансовых рынков; 25. Кризисы на финансовых рынках, их причины, последствия и возможности предотвращения; 26. Валютно-финансовые операции. Валютные рынки, их функционирование и регулирование.

Теоретической основой диссертационного исследования послужили результаты фундаментальных исследований, содержащиеся в научных трудах российских и зарубежных ученых, и представленные в современной литературе по проблемам влияния экономических диспропорций и противоречий глобальной экономики на финансовые рынки, развития финансового регулирования и надзорного процесса в этой области.

Методологической основой диссертации являются общенаучные методы синтеза и структурного анализа, систематизации и классификации, обобщения, индукции и дедукции, метод сравнительного статистического и динамического анализа. В процессе выполнения исследования также использовались системный, экспертно-аналитический, сравнительный, институциональный, эволюционный методологические подходы, метод моделирования, сочетание методов анализа и синтеза к выявлению проблем, тенденций, закономерностей и противоречий при оценке влияния противоречий мировой экономики на глобальный финансовый рынок и поиск путей их эффективного решений в современных условиях.

Эмпирическую основу исследования составили:

– официальная статистика наднациональных организаций, осуществляющих финансовый мониторинг, финансовое регулирование и регламентацию финансовых трансакций – Международного валютного фонда, Всемирного банка, Совета по финансовой безопасности Группы 20, Всемирной торговой организации, Банка международных расчетов, Международной организации комиссий по ценным бумагам, Всемирной федерации бирж, Европейского союза, ЕАЭС, ШОС, МЕРКОСУР, ОЭСР по теме диссертации;

– нормативные акты, разъяснения и иные официальные материалы Государственной думы Федерального собрания Российской Федерации, Правительства Российской Федерации, Счетной палаты Российской Федерации, Министерства финансов Российской Федерации, Министерства экономического развития Российской Федерации, Банка России, Федеральной резервной системы в области регулирования финансовых потоков и финансового рынка;

– официальные документы, национальные правовые акты США, Великобритании, Германии, Франции, Японии, Канады, Швейцарии, Китая и других стран по финансовому регулированию, валютным операциям, операциям с капиталом, производными финансовыми инструментами, банковскому регулированию, надзорному процессу;

– статистические данные Федеральной службы государственной статистики, Центрального банка, Министерства финансов Российской Федерации, зарубежных центральных банков, Бюро экономического анализа США, Всемирного банка, Банка международных расчетов, Евростата, Международного валютного фонда, Всемирной торговой организации, ЮНКТАД, ОЭСР, China Statistics, BIS Statistics, Treasury.gov board, The institute of international finance, Hkex Statistics, Совета по финансовой стабильности за период с 1971 по 2021 гг.;

– аналитические обзоры, экспертные отчеты и прогнозы по финансовым рынкам Standard & Poor's, Moody's, Fitch, Банка международных расчетов BIS, World federation of exchange, Boston Consulting Group (BCG), Damodaran online, Wall street journal, S&P Global, Global Markets Asian Timezone, SIFMA, Bloomberg, Oxford research и др.;

– аналитические результаты, полученные в ходе выполнения автором научно-исследовательских работ;

– публикации в периодических научных изданиях России и зарубежных стран по вопросам оценки влияния дисбалансов и противоречий мировой финансовой системы на финансовый рынок.

Научная новизна диссертационной работы состоит в разработке теоретических положений и методологических основ финансовых исследований влияния противоречий мировой финансовой системы на функционирование глобального финансового рынка, а также комплекса практических рекомендаций в данной финансовой области.

На защиту выносятся следующие результаты, содержащие *научную новизну* и полученные лично автором:

– определен теоретический аппарат исследования в части авторской трактовки понятий «противоречия мировой финансовой системы» и «оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала», а также классификаций этих противоречий, развивающий финансовую теорию;

– на основе систематизации теоретико-методологических и эмпирических данных о развитии мировой финансовой системы выявлены основные ее противоречия (между целями развития мировой финансовой системы и средствами ее достижения; между нарастающей сложностью финансовых стратегий, инструментов и ослаблением управляемости, транспарентности финансовых потоков; между целями развития субъектов мировой финансовой системы и глобальными кумулятивными интегрированными финансовыми фондами сложно структурированных финансовых инструментов) и оказывающие комплексное влияние на функционирование глобального рынка капитала;

– раскрыты причины возникновения противоречий мировой финансовой системы (противоречивый характер наднационального и национального финансового регулирования финансовых рынков; волатильность мировых цен на сырьевых рынках, рынках денег и капитала;

дисбалансы в объемных параметрах валютного рынка, рынка денег, капиталов и товаров), обусловленные различными темпами развития объектов глобальной экономики и трансформации их роли на глобальном финансовом рынке, для определения влияния этих противоречий на развитие глобального рынка капитала;

– исследовано влияние противоречий мировой финансовой системы на развитие кредитного, фондового, деривативного типов глобального финансового рынка для оценки этого влияния на глобальный рынок капитала;

– доказана ограниченная работоспособность существующих экономико-математических моделей функционирования глобального финансового рынка в ситуации усиливающихся противоречий мировой финансовой системы из-за искажения ценовых импульсов, поступающих на этот рынок, для разработки рекомендаций по оценке применимости рассмотренных моделей в современных условиях;

– разработана модель оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала с использованием зависимостей прямых иностранных инвестиций от операций с финансовыми активами, что позволяет идентифицировать перечень стран, рынки капитала которых в большей степени подвержены риску возникновения кризисов на финансовых рынках вследствие противоречий мировой финансовой системы;

– обоснованы рекомендации по регулированию финансового рынка за счет создания валютного союза в рамках ЕАЭС на основе финансовых потоков рынка энергетических ресурсов в качестве ключевого подхода к адаптации ЕАЭС к противоречиям мировой финансовой системы.

Теоретическая значимость результатов диссертации заключается в разработке теоретических основ оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на функционирование глобального рынка капитала.

Разработанные в диссертации научные концепции исследования дисбалансов развития мировой финансовой системы, идентификации противоречий мировой финансовой системы, а также причин их возникновения, каналов влияния этих противоречий на глобальный рынок капитала, оценки степени влияния противоречий мировой финансовой системы на рынок капитала, статистические, эмпирические, параметрические модели в совокупности формируют новое направление в оценке влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала. Предложенный в диссертации научный подход к оценке влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала включает исследование причинно-следственных связей между усилением противоречий между субъектами и объектами мировой финансовой системы и функционированием фондового, кредитного, валютного и деривативного сегментов глобального финансового рынка, развитие методологии и моделей оценки.

Практическая значимость результатов диссертации определяется тем, что научные результаты работы, теоретические положения и выводы, рекомендации и предложения, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы Евразийской экономической комиссией при обосновании проектов формирования общих (единых) рынков и координации финансовых потоков на этих рынках; комитетами Государственной думы в процессе совершенствования законодательства в области финансового регулирования и надзора; Банком России при ратификации мер пруденциального надзора, обосновании инвестиционной политики и политики управления ликвидностью, а также в ходе мониторинга результатов функционирования финансовых рынков; Министерством финансов при выработке государственной политики в области валютной, банковской деятельности, финансовых рынков, государственного долга; Министерством экономического развития в рамках принятия мер по

развитию в Москве международного финансового центра, а также при формировании программ участия России в деятельности международных финансовых организаций (МВФ, Всемирный банк, ОЭСР, Совет по финансовой стабильности).

Материалы диссертации могут быть использованы в системе высшего и дополнительного профессионального образования, а также при подготовке кадров высшей квалификации при чтении лекций и проведении практических занятий по курсам: «Финансы», «Международные валютно-кредитные отношения», «Финансовый менеджмент», «Финансовая аналитика», «Регулирование финансовых рынков» и др.

Апробация работы. Положения и результаты диссертационного исследования внедрены в методологическую и практическую деятельность Общероссийской общественной организации «Союз защиты прав потребителей финансовых услуг», Института стран СНГ. В рамках научно-исследовательской работы ФГБОУ ВО ИрГУПС «Финансовые аспекты структурных преобразований экономики» использованы авторские разработки при обосновании финансовых последствий глобализации в различных сегментах финансового рынка.

Основные результаты, полученные автором диссертационной работы, обсуждались на 24 научных и научно-практических конференциях, в том числе, на 20 конференциях международного уровня.

Кроме того, основные научные результаты диссертации реализованы в образовательных программах профессионального образования ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова» при подготовке магистров по направлению «Финансы и кредит» а также при подготовке научно-педагогических кадров по специальности 5.2.4. Финансы.

Публикации. По теме диссертации опубликованы 46 работ, в том числе, 23 статьи объемом 17,87 п.л., из перечня рецензируемых научных

изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученой степени доктора наук.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Определен теоретический аппарат исследования в части авторской трактовки понятий «противоречия мировой финансовой системы» и «оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала», а также классификаций этих противоречий, развивающий финансовую теорию.

Систематизация данных о состоянии мировой финансовой системы и присущих ей противоречиях позволила выявить отсутствие единого категориального аппарата исследования таких противоречий, а также системного подхода к их классификации. В диссертации «противоречия мировой финансовой системы» трактуются как несовместимые, не поддающиеся согласованию экономические, финансовые отношения, возникающие между ее субъектами с принципиально разными уровнями экономического развития и инструментария достижения финансовых целей. «Оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный финансовый рынок капитала» рассматривается в диссертации как процесс определения и измерения воздействия этих противоречий на уровень, динамику и структуру глобального финансового рынка. Исходя из такого понимания ключевых категорий исследования в нем классифицированы основные типы противоречий, свойственных современной мировой финансовой системе (Таблица 1).

Таблица 1 – Классификация противоречий
мировой финансовой системы

Классификационный признак	Типы противоречий	Краткая характеристика
По отношению к воспроизводству	Внутренние	Свойственны непосредственно финансовой системе, ее элементам и связям между ними
	Внешние	Противоречия между развитием финансовой системы и промышленностью или торговлей

Продолжение таблицы 1

По типам субъектов	Конкурентные	Противоречия между субъектами одного уровня, например, между корпорациями, или между государствами
	Неконкурентные	Противоречия между субъектами разного уровня, например, «государство – корпорация» или «государство – наднациональные органы регулирования»
По характеру противоречий	Социальные	Рост неравенства в результате реализации кризисных сценариев развития финансовой системы, отсутствие социальной справедливости при распределении результатов (как положительных, так и отрицательных) функционирования финансовой системы
	Регуляторные	Противоречие между частной эмиссией резервных валют и государственной монополией на выпуск денег в условиях частичной ратификации базельских норм. Кроме того, регулирование финансовой сферы может подчиняться реализации политических, а не финансово-экономических целей
По типам объектов	Институты и регулирование	Противоречие между национальным суверенитетом в области финансовой политики и либерализации капитала и требованиями Вашингтонского консенсуса. С другой стороны – противоречия, возникающие при применении регуляторного арбитража. Кроме того, активное лобби ТНК в поддержку вывода из-под регулирования национальных государств наиболее эффективных сегментов бизнеса
	Инструменты	Противоречие между целями функционирования финансовой системы и инструментами достижения этих целей. Высокая затратность банковских транзакций приводит к широкому внедрению небанковских сетевых финансовых посредников, но финансовая система в целом продолжает опираться на банковский сектор
	Модели	Противоречие между функционированием банковских и рыночных финансовых систем в условиях высокой концентрации финансовых потоков и наличия эффекта масштаба. Российская финансовая система фактически функционирует как банковская, но регулирование ориентировано на рыночный тип, а привлечение средств на рынках капитала ведет к уязвимости из-за низкой ликвидности национального финансового рынка
	Инфраструктура	Финансовые алгоритмы, используемые фондами, приводят к формированию противоречивой информации о ценах финансовых инструментов, поступающей на рынок

Продолжение таблицы 1

По характеру противоречий	Технологическое	а) противоречие между ростом технологической эффективности и экспансией финансового капитала – кризисы последних лет практически не связаны с необходимостью обновления капитала; б) сокращение нормы накопления при росте бюджетного дефицита и отрицательного сальдо платежного баланса; в) конкурентоспособность зависит от возможности быстро мобилизовать капитал, что ограничивает возможности роста производительности при одновременном росте капитализации
	Институциональные	Неработоспособность каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики за счет противоречивых действий регуляторов в мировых финансовых центрах: при возникновении кризиса политика ослабляется, тогда как при угрозе финансового перегрева политика практически не ужесточается
	Аллокативные	Противоречие между распределением рисков между участниками финансовых операций
	Ресурсные	Концентрация капитала и труда на принципиально разных рынках приводит к удлинению цепочек создания стоимости, что увеличивает стоимость финансовых трансакций. Национальные финансовые рынки, в меньшей степени зависящие от притока капитала, развиваются более динамично за счет избыточного предложения на развивающихся рынках
	Рыночные	Взаимосвязь и высокая концентрация ресурсов приводит к тому, что одни и те же субъекты могут совершать операции на разных рынках в рамках одной финансовой стратегии. Чтобы стратегия оказалась успешной, возможно совершение неконкурентных действий на альтернативном рынке, например, для формирования негативного сигнала для рынка акций можно сыграть против валюты страны эмитента
	Методологические	Противоречия между фундаментальными показателями развития и оценкой инструментов на финансовом рынке, невозможность выработки адекватных методов и моделей оценки доходности, ликвидности и риска. С ростом неэквивалентности обмена повышается ликвидность рынка
	Информационные	Информация о росте деловой активности в определенном сегменте может быть свидетельством инсайдерской торговли или финансового пузыря

Окончание таблицы 1

По характеру противоречий	Бихевиористские	Следование поведенческим паттернам зачастую противоречит требованию экономической эффективности
	Балансовые	Взаимосвязь финансовых балансов и финансовая хрупкость всей системы за счет противоречий между активами и пассивами по срокам, валютам, типам инструментов; наличие кассовых разрывов. Политика количественного смягчения в центрах мировой финансовой системы ориентирована на поддержание пассивов и избыточных резервов системно значимых игроков национального уровня, а не на поддержание глобальных активов
	Монетарные	Противоречие в том, что политика количественного смягчения при практически неизменных объемах производства не приводит к росту инфляции. Кроме того, активная денежно-кредитная политика и свободное движение капитала противоречат возможности реализации активной антиинфляционной политики
	Арбитражные	Сетевые эффекты в финансовой системе противоречат экономической и логистической эффективности и направлены на освобождение ликвидности от регулирования. Недостаточность регулирования в наиболее рискованных сегментах – криптовалютах и производных финансовых инструментах

Источник: составлено автором

Данные таблицы свидетельствуют о множестве противоречий в мировой финансовой системе. Они генерируют дисбалансы, присущие современному этапу развития мировой финансовой системы. Множество противоречий и неоднозначность форм их проявления затрудняют единый подход к определению такого актуального и общественно значимого явления как противоречие мировой финансовой системы. При этом противоречия не ограничиваются финансовыми дисбалансами. Они приводят, как правило, к невозможности эффективной реализации экономических отношений между субъектами финансовой системы из-за недостижимости преодоления дисбаланса доступными финансовыми инструментами.

Сущность финансовой системы вступает в глобальное противоречие с формами ее проявления. Денежное обращение опосредует операции на рынках товаров и услуг, капитала и краткосрочного долга, а также на рынке валют и производных финансовых инструментов. При этом уровень ликвидности этих рынков существенно различается: чем выше обороты, тем выше уровень ликвидности, а, следовательно, возможности отдельных участников оказывать влияние на рыночную динамику. Перемещение ликвидности между рынками, имеющими неэквивалентный уровень оборота, приводит к искажению ценовых импульсов, что влечет за собой отток денежных средств из менее ликвидного сегмента. Практика развития финансовых противоречий накопила достаточно большой перечень примеров подобных ситуаций: это и обрушения национальных валют для вывода капитала с неликвидного рынка, и поглощения транснациональными компаниями успешных и экономически эффективных фирм, и манипуляции с ценами на биржевые сырьевые товары, и отрицательные ставки по банковским резервам в результате политики количественного смягчения без роста инфляции. Однако перечисленные примеры отражают только форму проявления глобальных финансовых противоречий, тогда как сущность противоречий в сетевом характере мировой финансовой системы. Это означает, что за счет количества субъектов финансовой системы и мультипликации их денежных потоков компенсируется неэффективность в функционировании денежного народнохозяйственного оборота.

Оценка влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала, таким образом, состоит в выявлении и количественном определении уровня неэквивалентности обменов, совершаемых на рынке капитала, в результате вывода денежных средств в более ликвидные сегменты мировой финансовой системы.

В результате расширения и углубления противоречий мировой финансовой системы она утрачивает способность направлять свои ресурсы в те области, где их применение может дать более высокий финансовый результат. При этом противоречия в финансовой системе приводят к кризисному их разрешению в пользу тех участников, которые имеют более высокие показатели экономического развития во всех сегментах финансовой системы.

На основе систематизации теоретико-методологических и эмпирических данных о развитии мировой финансовой системы выявлены основные ее противоречия (между целями развития мировой финансовой системы и средствами ее достижения; между нарастающей сложностью финансовых стратегий, инструментов и ослаблением управляемости, транспарентности финансовых потоков; между целями развития субъектов мировой финансовой системы и глобальными кумулятивными интегрированными финансовыми фондами сложно структурированных финансовых инструментов) и оказывающие комплексное влияние на функционирование глобального рынка капитала.

Мировая финансовая система в ее эволюционной современной стадии развития характеризуется отрывом от воспроизводственного контура, количественным доминированием над хозяйственным сектором, а также качественным усложнением связей входящих в нее элементов. При этом концентрация капитала, структурно присущий арбитраж, а также доминирование информационных технологий приводят к многократному усложнению системы связей. Это, в конечном счете приводит к росту транзакционных издержек, сокращению ликвидности и доходности финансовых рынков и хрупкости мировой финансовой системы.

Концентрация и кооперация необходима и для сокращения уровня транзакционных издержек. По данным международной консалтинговой

компания Accenture обслуживание активов обходится в 130 млрд долл. в год⁷, что при коэффициенте оборачиваемости акций 112 (среднемировые значения по данным Всемирного банка) означает⁸ расходование на транзакции и инфраструктуру 1,16 млрд долл. в среднем каждые 3,2 дня. Получаем своеобразный транзакционный налог, взимаемый в пользу более организованных участников финансового рынка, что толкает остальных участников к кооперации, и что, в свою очередь, грозит концентрацией ликвидности – фактором риска потери и бегства ликвидности.

В международной финансовой системе связи выступают в форме денежных потоков, а элементы представлены триединством торгового, промышленного и финансового капиталов, а также институтов, обеспечивающих устойчивое функционирование всего построения. В качестве институтов в глобальном масштабе рассматриваются национальные и наднациональные организации, регулирующие и обеспечивающие функционирование и достижение заявленных целей. Цели, в свою очередь, предполагают комплексное финансовое сопровождение всех операций, приводящих к росту мирового богатства, при сокращении стоимости обслуживания этих операций. Финансовая система, как таковая, должна обеспечивать внутреннюю эффективность, оставаясь прибыльной при сокращении стоимости участия в ней для других. Однако при действующей системе цен она может стать источником неэффективности функционирования своих элементов, поскольку затратна. Чем выше уровень транзакционных издержек, тем выше затраты на функционирование мировой финансовой системы, но транзакционные издержки являются средством существования и расширения степени влияния финансовых институтов и рынков, получающих доходность с оборота.

⁷ Глобальный рынок капитала сверхприбыльный: выручка участников 1 трлн долларов в год. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fingazeta.ru/ekonomika/world/457597> (дата обращения 11.10.2021)

⁸ Stocks traded, turnover ratio of domestic shares. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR> (дата обращения 11.10.2021)

Кроме того, существует противоречие между долгосрочными и краткосрочными целями развития элементов финансовой системы: финансовые платформы за счет объединения все большего числа пользователей концентрируют все большую ликвидность, в краткосрочном периоде это позволяет обеспечивать стратегии с дюрацией финансовых портфелей и их иммунизацию. При этом удельная доходность в долгосрочном периоде с учетом транзакционных издержек оказывается отрицательной – это объясняет тот факт, что в настоящее время практически невозможно обыграть рынок, то есть, инвестиции в рыночные индексы оказываются всегда более прибыльными, чем инвестиции в отдельно взятые и подвергнутые серьезному финансовому анализу финансовые инструменты. Доходность индекса объясняется в первую очередь его ликвидностью, то есть, способностью выдерживать без существенных падений цен сделки любых масштабов. В этом также видится противоречие современной финансовой системы: фундаментально более доходные инструменты финансового рынка показывают худшие результаты, если их рынки менее ликвидны. Для противодействия достаточно добиться такого уровня концентрации ликвидности, который не сможет превзойти никакой отдельно взятый участник рынка, что и гарантирует высокую ликвидность конкретной группы инструментов, фондового индекса, фонда или, иначе говоря, и с учетом уровня развития финтех-платформы.

Второе противоречие состоит в возникновении в мировой финансовой системе точек сингулярности⁹, передающихся ее составным элементам – рынкам товаров и услуг, рынкам финансового и промышленного капиталов. Математическая сингулярность, используемая в определении моделей поведения финансовых рынков, представляет собой иллюстрацию их неуправляемости и невозможности точного прогнозирования. В ряде исследований описываются предпосылки наступления сингулярности не

⁹ Сингулярность (математика) – это точка, в которой функция стремится к бесконечности или приобретает нерегулярность поведения

позднее чем к 2050 году ввиду чрезмерного усложнения социальных отношений и технико-технологических условий развития общества. В пользу этого утверждения говорят приводятся два аргумента: во-первых, свойственная рынку волатильность становится все более быстротечной, увеличивается амплитуда колебаний различных рыночных индикаторов относительно их медианного значения (для описания этого явления используют термин «неустойчивость неустойчивости»). Темпы роста ускорения неустойчивости рыночных параметров постоянно возрастают, и это позволяет прогнозировать увеличение масштабов финансового кризиса, который может возникнуть как способ разрешения накопленных в мировой финансовой системе противоречий. Вторым аргументом является то, что информационные технологии, проявляющиеся в финансовой системе в форме финтеха и регтеха, ориентированы в основном на финансовую отрасль. Отрасль информационных технологий находит сбыт своей продукции и полигон для исследования новых технологий все больше в сфере финансов и услуг по управлению капиталом. При этом промышленные мощности вложений в ИТ серьезно превышают потребности рядовых потребителей в указанных услугах, что граничит с невозможностью достижения окупаемости средств, вложенных в развитие технологий. В результате активного использования в финансовой сфере цифровых технологий увеличивается скорость и число транзакций на финансовых рынках, сокращается уровень их прозрачности и возможности для регуляторов проводить мониторинг финансовых потоков и своевременно реагировать на обострение имеющихся противоречий.

Третье противоречие является следствием усложнения системы и сокращения ее прозрачности и подотчетности единому регулирующему органу – мировая финансовая система обслуживает интересы субъектов с принципиально различными целями и инструментами финансовой деятельности и с принципиально различным уровнем рыночной власти, то

есть, способностью оказывать влияние на ценовую динамику. Субъекты финансовой системы в рамках одной финансовой транзакции могут контролироваться разными регуляторами, заимствовать финансовые ресурсы на рынках с различным уровнем ликвидности, в результате чего обладать различным потенциалом доходности, несмотря на единый объект финансовой транзакции. Это создает неэквивалентность рыночных обменов, что и является ключевым источником противоречий мировой финансовой системы.

Мировая финансовая система должна быть эффективной и не затратной, обеспечивая низкую долгосрочную потребительскую инфляцию. В условиях широкой консолидации и индексации фондов и применения инструментов секьюритизации активов в течение долгого промежутка времени создается иллюзия того, что на рынке выигрывают все, что априори невозможно, поскольку в каждой сделке есть две противоположные стороны с противоположными целями. Использование сложно структурированных операций с производными позволяет хеджировать риски изменения цен, при этом участие в одной сделке по секьюритизации как правило означает принятие на себя встречных обязательств по альтернативной сделке. Сложности в связи с этим возникают по той причине, что для открытия короткой позиции сложнее найти вторую сторону сделки, поскольку медвежий рынок ограничен нулем, а бычий рынок – не ограничен ничем. Однако с учетом роста оборота производных финансовых инструментов, особенно, в биржевом сегменте, можно сделать вывод о том, что такие сделки заключаются в массовом порядке.

Принятие подобных рисков свидетельствует о наличии инструментов их хеджирования, что стало возможным ввиду роста концентрации активов в различного вида фондах. Консолидация ликвидности в фондах позволяет совершать внутри них крупные сделки без влияния на рыночные цены. В связи с этим нарушаются принципы ценообразования, фонд растет, приводя

в рост и его композиты, которые фактически могут иметь крайне низкую ликвидность внутри самого фонда.

Таким образом, мировая финансовая система базируется на некорректном определении цен на всех уровнях. Цены на фондовом рынке определяются индексами и сложно структурированными хеджевыми фондами с использованием производных финансовых инструментов. На основании динамики капитализации определяются возможности наращивания цен на производимые компаниями товары и услуги в виде наценки за бренд. Также динамикой фондовых цен определяется цена производственного капитала, что отражается в структуре затрат на производство: растут затраты на НИОКР и амортизация при сокращении затрат на оплату труда производственных работников и затраты на промежуточные материалы, что приводит к необходимости кредитного финансирования поставщиков последних – рабочей силы и производителей традиционных материалов, сырье для которых имеет также фондовое ценообразование через рынок производных финансовых инструментов.

Иными словами, источником риска в данной системе являются банковские балансы, в которых копятся противоречия за счет использования мультипликатора. Дополнительная сложность в том, что за счет использования цифровых валют начался рост инфляции, что может стать причиной разрешения текущего противоречия на валютном рынке. Когда растут акции, каждый доллар обходится дешевле с позиции транзакционных издержек, когда в цене растут инструменты денежного рынка – дешевле обходятся доллар, евро и фунт стерлингов. Если же рост не сможет поддерживаться консолидированными фондами, то возрастающие транзакционные издержки приведут к необходимости выбора между конкурентными девальвациями и полным коллапсом банковских систем. Представляется, что валютная нестабильность отчасти компенсируется в настоящее время геополитической поддержкой доллара и

иены на фоне спецоперации, однако с учетом товарной структуры импорта эмитентов резервных валют такая поддержка валюты может оказаться недолгой.

Раскрыты причины возникновения противоречий мировой финансовой системы (противоречивый характер наднационального и национального финансового регулирования финансовых рынков; волатильность мировых цен на сырьевых рынках, рынках денег и капитала; дисбалансы в объемных параметрах валютного рынка, рынка денег, капиталов и товаров), обусловленные различными темпами развития объектов глобальной экономики и трансформации их роли на глобальном финансовом рынке, для определения влияния этих противоречий на развитие глобального рынка капитала.

В диссертации проведен анализ противоречий мировой финансовой системы, возникающих в результате несогласованности национальных и наднациональных систем финансового регулирования. В годовых отчетах Международного валютного фонда содержатся обзоры рекомендаций МВФ, Всемирного банка и Банка международных расчетов, а также Совета по финансовой стабильности. В результате анализа годовых отчетов МВФ сделаны выводы об основных причинах противоречий:

– стимулирование развития банковской деятельности и оживления кредита впоследствии привело к необходимости ужесточения надзора за операциями с высоким левэриджем;

– стимулирование инвестиций с целью оживления рынка недвижимости привело к необходимости усиления надзора за вновь возникающими на нем финансовыми пузырями;

– стимулирование развития цифровизации в финансовой сфере привело к необходимости ужесточения надзора за рисками, свойственными цифровой экономике и цифровым валютам;

– настоятельные рекомендации фонда либерализовать счета движения капитала привели к необходимости ужесточения надзорных процедур в области вероятных негативных последствий свободного движения капитала, а вслед за введением регулирования последовали требования использовать для смягчения негативных последствий свободных потоков капитала макроэкономические структурные меры;

– продвижение принципов свободной торговли сменилось требованиями перебалансировать спрос в развивающихся странах-экспортерах потребительских и промышленных товаров в сторону внутреннего потребления при настоятельных рекомендациях фонда усиливать финансовые рынки развивающихся стран и увеличивать их ликвидность;

– запрет на девальвацию и налоговую конкуренцию для развивающихся стран фактически перекладывает на них бремя ответственности за расточительную финансовую политику США;

– требования жесткой бюджетной консолидации сменяются надзором за эффективностью и достаточностью государственных инвестиций в инфраструктуру;

– требования усиления надзора за отмыванием денег и финансированием терроризма существуют на фоне требований к либерализации потоков капитала из развивающихся и бедных стран, что фактически приводит к неспособности их правительств облагать налогами транснациональные корпорации, что сокращает бюджетное пространство (термин МВФ, означающий наличие возможностей для маневра при обосновании налогово-бюджетной политики). Кроме того, процесс нормализации денежно-кредитной политики в развитых странах неизбежно приведет к укреплению их валют и перенаправлению потоков капитала с развивающихся рынков, которым МВФ рекомендует наращивать ликвидность.

Для выявления особенностей функционирования финансовой системы на современном этапе ее развития проведен анализ волатильности цен сырьевых товаров с позиции их зависимости от показателей различных сегментов финансового рынка. В ходе проведения исследования рассмотрены различные комбинации факторов, способных, на наш взгляд, оказать влияние на динамику ценовых индексов на торгуемые товары, и тем самым проиллюстрировать наличие ценовых зависимостей между рынками капитала, денег и товаров. Проведение последовательных подстановок данных и оценка параметров регрессии позволила выявить статистически значимые ценовые зависимости волатильности нефтяных цен от волатильности курса доллара (VIX), ставки доходности по евродолларовым депозитам, индекса S&P-500 и индекса цен американской промышленности. Параметры множественного уравнения регрессии: $k_1=-0,190$, $k_2=2,2046$, $k_3=-0,0229$, $k_4=1,2454$; $R^2=0,886$, множественная регрессия полученные значения коэффициентов для каждого из факторов статистически значимы.

Нефтяные цены прямо зависят от доходности по евродолларовым депозитам и от индекса цен производителей в США, и находятся в обратной зависимости от волатильности доллара и цен акций, входящих в S&P-500. Связь нефти с еврорынком эволюционна, взаимодействие этих сегментов финансового рынка неизбежно, поскольку фондирование операций с евродолларами происходит во многом за счет торговли бумажной и реальной нефтью. Алгоритмическая торговля на валютных рынках приводит к корректировкам курсов валют нефтедобывающих стран автоматически под влиянием изменения цен на нефтяные фьючерсы¹⁰. Аналогично, алгоритмы определяют направления спекулятивных атак исходя из заданных параметров конкретного крупного хедж-фонда. В

¹⁰ Глазьев С.Ю. Проблемы и перспективы российского финансового рынка в условиях структурных изменений мировой экономики. Финансы: теория и практика/Finance: Theory and Practice. 2020;24(3):6-29. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2020-24-3-6-29>

условиях высокой концентрации активов в фондах возникают цепные реакции вне привязки к фундаментальным показателям.

Связь с индексом цен производителей следует рассматривать в двух аспектах. Во-первых, цена на нефть определяет уровень затрат на производство во многих отраслях, а, во-вторых, что немаловажно, цены производимых товаров непосредственно влияют на возможность получения фондирования для осуществления инвестиций, покрытия потребности в оборотном капитале, погашения процентов по ранее полученным займам и выплате дивидендов, либо выкупе собственных акций у акционеров. Финансовый механизм корпорации создает обратную связь – рост цен необходим для поддержания минимального денежного потока, обеспечивающего рост капитализации.

При сокращении цен акций, входящих в S&P, возникает потребность в дополнительном фондировании на рынке капитала, это приводит к росту привлекательности размещения средств на евторынках, что увеличивает спрос на нефтедоллары, в результате чего за счет операций с нефтяными фьючерсами повышаются цены на нефть. Статистически доказано, что в периоды нестабильности спрос на доллары увеличивается (и отчасти на японские йены). Это приводит к росту активности на евторынках, что, в свою очередь, повышает спрос на евродоллары и ведет к росту нефтяных цен. При этом параллельный рост цен на производимые товары направлен на поддержание денежного потока корпораций и для недопущения дальнейшего сокращения котировок. Кроме того, рост цен на товарных рынках может косвенно подстегнуть спрос на нефтепродукты, что также приводит к росту нефтяных цен.

В диссертационной работе также получены статистически значимые результаты регрессионного анализа по аналогичным параметрам для индекса цен на металлы и биржевых цен на пшеницу.

Дисбалансы мировой финансовой системы нарастают вслед за ускорением волатильности на рынках. Чем сильнее амплитуда ценовой неустойчивости, тем вероятнее возникновение спекулятивных атак, способных стать спусковым механизмом кризисного разрешения возникающих финансовых противоречий. В диссертации динамика глобального рынка капитала рассмотрена через показатель рыночной капитализации по данным Всемирного банка. Если рассматривать рынок как систему, склонную к установлению равновесия, и проанализировать рыночную капитализацию в ее фактической динамике и в ранжированном временном ряду, независимо от хронологии событий, то можно получить график (Рисунок 1).

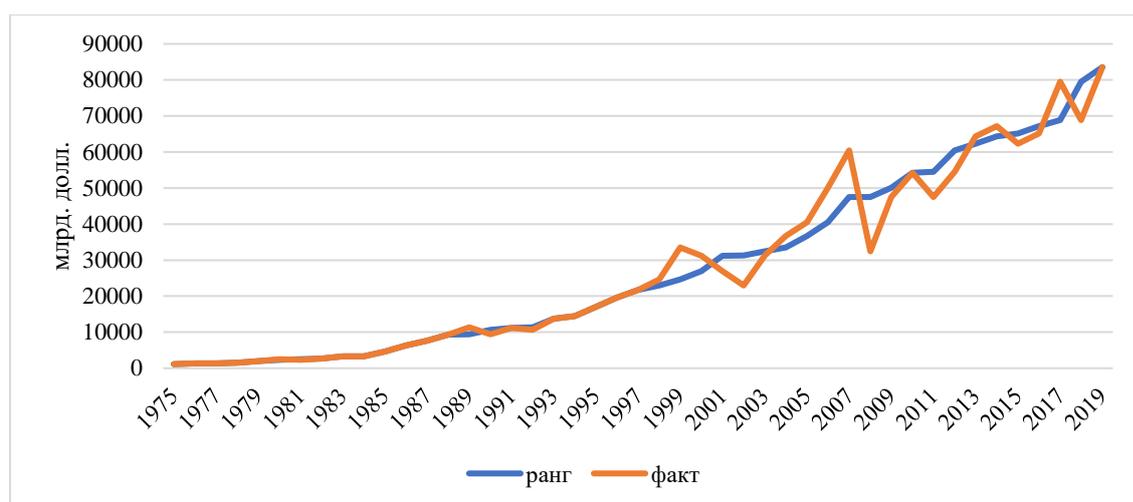


Рисунок 1 – Глобальная рыночная капитализация¹¹

Наличие дисбалансов в мировой финансовой системе прослеживается в динамике фондового индекса S&P, поскольку он находится в ядре рынка капитала и характеризует те тенденции, которые впоследствии экстраполируются на остальные сегменты финансовой системы, в том числе, ее периферию. Сопоставим динамику доходности и цен акций, входящих в S&P-500 (Рисунок 2).

¹¹ Market capitalization of listed domestic companies. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD> (дата обращения - 11.10.2021 г.)

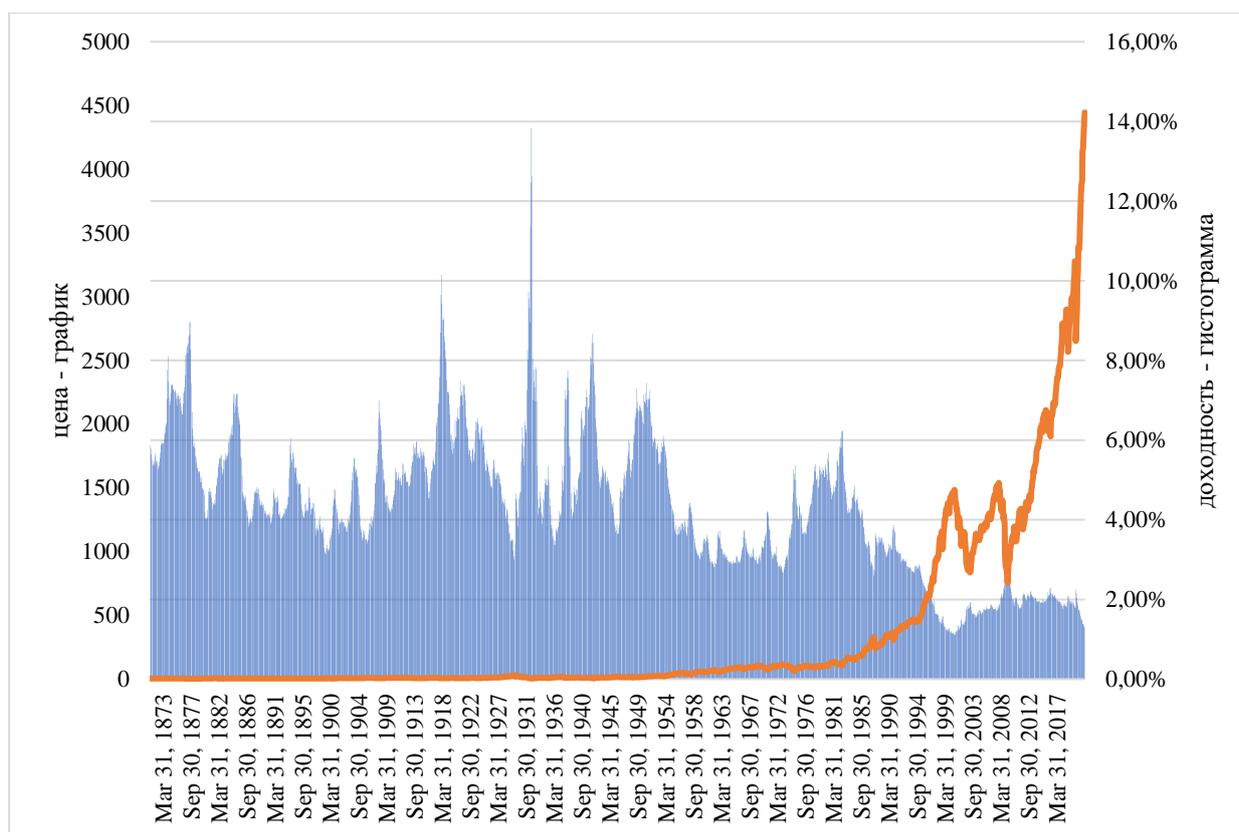


Рисунок 2 – Анализ данных S&P-500¹²

Разнонаправленность динамики и ценовые скачки, соответствующие периодам глобальных финансовых потрясений, подтверждают вывод о сильной зависимости между тенденциями в мировых финансах и поведением индекса, призванном служить индикатором диверсификации финансового портфеля для сокращения риска при реализации негативных сценариев.

Для доказательства гипотезы об ускорении частоты колебаний при смещении доходности в отрицательную зону в диссертации проанализированы распределения частот показателей цены, доходности и прибыли на одну акцию по индексу S&P-500. Установлено, что графики цены и доходности имеют волнообразную структуру распределения частот с постепенным затуханием силы импульса. Результаты проведенного

¹² S&P Dow Jones Indices. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/#overview> (дата обращения - 11.10.2021 г.)

анализа подтвердили, что при сокращении дивидендной доходности частота изменения цен существенно выше, чем при ее росте.

Для фондирования операций с капиталом используются инструменты денежного рынка, динамика которого во многом определяется изменениями в предложении и доходности казначейских обязательств США. Данный инструмент оказывает существенное влияние на рынок денег, поскольку, несмотря на наличие дисбалансов в развитии американской экономики, он по-прежнему признается безрисковым активом при формировании финансовых портфелей.

На основании данных о доходности казначейских обязательств США¹³ проведен анализ форвардной доходности в соответствии с гипотезой ожиданий. Гипотеза ожиданий предполагает равенство заявленной доходности и эквивалентной доходности комбинации ценных бумаг на тот же период времени. Иными словами, отсутствие стабильной арбитражной ситуации предполагает, что инвестору безразлично, например, вложить средства в трехлетний инструмент или в комбинацию двухлетнего инструмента и однолетнего с инвестированием через 2 года. (Таблица 2)

Таблица 2 – Анализ эквивалентных доходностей
по казначейским обязательствам (в ед.)

Исходный инструмент / альтернативные комбинации	30 лет	20 лет	10 лет	5 лет
1	2,481700473	1,32931452	1,082250865	1,070110693
5	4,282199346	1,9946825	1,2091	
10	6,049933871	2,74834592		
10+20	8,29824061			

Источник: составлено автором

Таблицу следует трактовать следующим образом (пример): при последовательном инвестировании в однолетние облигации в течение 30 лет к 2020 году инвестором была бы получена доходность 248,17 %, а при

¹³ Interest Rates. Money, Banking, & Finance. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://fred.stlouisfed.org/categories/22> (дата обращения - 11.10.2021 г.)

инвестировании на 10 лет, с вложением результатов инвестиций в двадцатилетние облигации накопленная доходность в 2020 году составила бы 829,82 %.

Анализ форвардной доходности позволил сделать вывод об отрицательной доходности инструментов сроком до 10 лет, что при отсутствии арбитражной ситуации на рынке должно было способствовать сокращению спроса на данные инструменты.

Однако фактические данные свидетельствуют об обратном. Существует связь казначейских обязательств с созданием экзогенных денег, то есть, денежных средств, не создаваемых банковской системой при выдаче кредитов, когда на ту же сумму формируется депозит на счете заемщика, что приводит к мультипликации денег в банковской системе. Экзогенные деньги, в свою очередь, создаются вне банковской системы и необходимы для формирования избыточных банковских резервов, используемых при клиринге требований¹⁴. Если спрос на казначейские обязательства предъявляется нерезидентами, то такой инструмент вкупе с валютными свопами используется для обеспечения расчетов при офшорной долларовой эмиссии. Отрицательная доходность по казначейским инструментам не отпугивает инвесторов при спросе на экзогенные деньги для проведения офшорной банковской эмиссии резервных валют.

Доходность валютных операций компенсирует отрицательную доходность от инвестиций в краткосрочные и среднесрочные казначейские обязательства. Источник альтернативной или компенсирующей доходности кроется в спекулятивном валютном рынке, а также в операциях с производными, в частности, с сырьевыми фьючерсами, оказывающими серьезное влияние на ценообразование на товарных рынках.

Исследовано влияние противоречий мировой финансовой системы на развитие кредитного, фондового, деривативного типов

¹⁴ Бурлачков В. К. Денежные механизмы глобальной и национальной экономик. – М. : Ленанд, 2019. – 256 с.

глобального финансового рынка для оценки этого влияния на глобальный рынок капитала.

Рассмотренные противоречия мировой финансовой системы неодинаково влияют на различные сегменты финансового рынка. При этом, несмотря на консолидацию функциональных сегментов финансового рынка, наиболее важные особенности в формировании финансовых отношений между участниками рынков и финансовыми посредниками проявляются специфическим образом, регламентируются различными нормативами и по-разному сказываются на механизмах ценовой адаптации. В диссертации рассмотрены различные сегменты финансового рынка с позиции влияния на них выявленных противоречий мировой финансовой системы.

Кредитный рынок. Ужесточение норм пруденциального надзора, во-первых, толкает банковский сектор на расширение забалансовых операций и консолидацию официального банковского сектора и параллельного банкинга, а во-вторых, за счет цифровизации и финансовой глобализации происходит нерегулируемый рост ликвидности, кредитная экспансия. В итоге воспроизводится ситуация реактивной денежно-кредитной политики в центре мировой финансовой системы: в период надувания финансового пузыря сдерживающие механизмы не работают, тогда как при возникновении финансового кризиса реализуется сценарий количественного смягчения.

В свою очередь, QE, проводимое в системно значимых юрисдикциях, через систему валютных свопов приводит к мультипликативному возрастанию ликвидности в резервных валютах в глобальной банковской системе, тогда как резервы, как правило, создаются только в ряде стран ее центра. Такая ситуация воспроизводит устойчивость центр-периферийной банковской системы с глобальной финансовой зависимостью региональных банков от центра. При этом вся банковская система приобретает

дополнительную хрупкость, поскольку банковские активы не соответствуют по валютам и срокам банковским пассивам, что может привести к трансформации кризиса ликвидности в кризис неплатёжеспособности в банковской системе (с риском развития валютного кризиса).

С другой стороны, развитие финтех и цифровизация банковских сервисов стирает грани между классическим банковским кредитованием и небанковским финансовым посредничеством, приводя к консолидации банков с небанковскими финансовыми институтами на базе общих цифровых платформ, которые конкурируют на кредитных рынках с традиционными структурами. Даже слабая форма информационной эффективности кредитного рынка приводит к неспособности коммерческих банков конкурировать с интегрированными финансовыми платформами, располагающими инсайдерской информацией о заемщиках и активно использующих эту информацию как для расширения сферы влияния и получения дополнительных доходов, так и для перекладывания трансакционных издержек на других субъектов финансового рынка – посредников и заемщиков. Главное преимущество здесь в разной структуре пассивов традиционного коммерческого банка и консолидированной структуры – банк обязан выполнять требования пруденциального надзора, используя ресурсы для поддержания необходимого уровня собственного капитала, тогда как банк, интегрированный в финансовую сетевую платформу, поддерживает указанные требования только по отношению к собственным активам, взвешенным на уровень риска, но не активам всей сформированной финансовой сети, тогда как доходы может получать от комплексного обслуживания ее оборота. В итоге конкуренция по издержкам оказывается непосильной для периферийных банков, которые постепенно становятся нишевыми и испытывают постоянную потребность в привлечении ликвидности, то есть, ситуация напоминает замкнутый круг.

Валютный рынок. Дневной оборот валютного рынка сегодня превышает годовой ВВП России, что в условиях концентрации ликвидности может приводить к неограниченным возможностям валютных трейдеров получать доходы от спекулятивных атак на валюты стран с развивающимися рынками. Используемые при этом роботы (алгоритмы) зачастую реагируют на изменения на рынках производных финансовых инструментов, торгуемых на основные экспортные товары различных стран, а не на фундаментальные показатели. Более того, объемы торгов на валютных рынках приводят к невозможности стран периферии мировой финансовой системы реализовывать независимую денежно-кредитную политику без использования инструментов поддержания курса национальной валюты. В свою очередь, необходимость валютных интервенций и формирования запаса долларовой ликвидности приводит к необходимости формирования своп-линий в долларах. Поскольку тем самым формируются процентные обязательства в долларах, происходит перераспределение транзакционных издержек от центра к периферии финансовой системы, то есть, цена транзакций на валютном рынке сильно различается, если рассмотреть центр и периферию финансовой системы.

Фондовый рынок. Основная тенденция последних лет – это рост концентрации на фондовых рынках, причем, как с позиции инвесторов, так и с позиции эмитентов. По данным Forbes и отчетов Shadow banking ключевыми игроками фондового рынка являются крупные биржевые фонды, имеющие связи с системно значимыми финансовыми институтами, а, следовательно, фондируемые за счет средств денежного рынка. Позиции эмитентов также очевидны, конкурировать за ликвидность с компаниями S&P-500 практически невозможно, их ценные бумаги наряду с паями инвестиционных фондов абсорбируют до 70 % ликвидности фондового рынка.

Следует отметить, что рынки долговых бумаг по объему превышают рынки долевого инструментария. Однако в условиях количественного смягчения в странах центра мировой финансовой системы возникла и воспроизводится ситуация отрицательной доходности по облигациям на фоне существенной концентрации активов фондов денежного рынка.

Еще одна тенденция – роль высокочастотного ценообразования на фондовых рынках в установлении цен на финансовые активы. В условиях активных манипуляций с вычислительными мощностями происходит рост волатильности цен на инструменты фондового рынка, что, в свою очередь, приводит к расширению спреда, то есть, сокращению рыночной ликвидности.

Для поддержания рыночной ликвидности возникает потребность в использовании производных финансовых инструментов, либо повышении ликвидности залога, что, в свою очередь, приводит к необходимости использования инструментов с высокими рейтингами. Для эмитента альтернативный путь поддержания ликвидности в использовании услуг крупного международного андеррайтера, сотрудничающего с SPV с достаточной диверсификацией и унификацией портфеля, либо участие в сделках M&A с эмитентом, имеющим более высокий рейтинг и мультипликатор P/E.

Рынок производных финансовых инструментов. Поскольку данный сегмент рынка количественно превосходит прочие, на рынке производных возможен большой масштаб манипулирования ликвидностью и ценами.

Цены ПФИ сегодня определяют цены на базисные активы, поскольку объемы операций в сегменте деривативов превышают объемы торгов базисными активами. В итоге возникают ситуации изменения цен на товарных и финансовых биржах вслед за изменением цен производных. При этом ценообразование на рынке деривативов также подчинено определенным тенденциям. Поскольку хедж-фонды зависят, как правило, от

системно значимых банков, их политика направлена на хеджирование рисков, связанных с банковскими активами и секьюритизированными активами, переданными с балансов банков. Также известно, что стратегии многих участников финансового рынка ориентированы на копирование определённых фондовых индексов, а индексная торговля признана наиболее доходной стратегией на финансовом рынке. В результате ценообразование на рынках производных инструментов подчиняется стратегии хеджирования рисков изменения фондовых индексов, то есть, объёмы и направление операций с производными финансовыми инструментами определяются возможностью изменения фондовых индексов или неких универсальных портфелей, диверсифицированных по сходным признакам. В итоге рынок производных финансовых инструментов передает ценовой импульс с фондового рынка на рынок реальных товаров и финансовых базисных активов отдельных компаний и (или) стран. Итогом такого посредничества становится глобальная финансовая хрупкость, передаваемая через ценовой сигнал. В результате проведенного анализа можно сделать вывод о том, что мировая финансовая система и глобальный сетевой рынок капитала в настоящее время концентрированы, а ценовые импульсы, подаваемые от сегмента к сегменту, приводят к глобальной финансовой зависимости и такому изменению пропорций финансового рынка, которое нарушает воспроизводственный контур мировой экономики.

Доказана ограниченная работоспособность существующих экономико-математических моделей функционирования глобального финансового рынка в ситуации усиливающихся противоречий мировой финансовой системы из-за искажения ценовых импульсов, поступающих на этот рынок, для разработки рекомендаций по оценке применимости рассмотренных моделей в современных условиях.

Принятие решений субъектами финансового рынка основано чаще всего на моделях и методах численной или порядковой оценки привлекательности той или иной финансовой транзакции. В условиях высокой информационной асимметрии, попыток инсайдерской торговли и манипулирования ценами ослабляется инструментарий корректной оценки финансовых активов лицами, формально принимающими решения, и возможности использования корректного математического аппарата из-за искажения исходных данных. Расчеты, проведенные в диссертационном исследовании, позволили доказать, что в условиях расширения масштабов финансирования ценовые импульсы, поступающие на рынки, не соответствуют ключевым гипотезам большинства общеприменимых моделей оценки финансовых активов. Один из основных источников возникновения неверных ценовых импульсов – это принятие решений в рейтинговом пространстве. В научной литературе и финансовой публицистике неоднократно приводились доводы об ангажированности рейтинговых агентств. Однако оценка бизнес-профиля и профиля финансовой устойчивости эмитента по-прежнему сильно зависит от присваиваемого ему рейтинга. Для иллюстрации ошибочности такой практики и введения в заблуждение субъектов финансового рынка рассмотрим статистику дефолтов по данным Moody's (Рисунки 3 и 4).

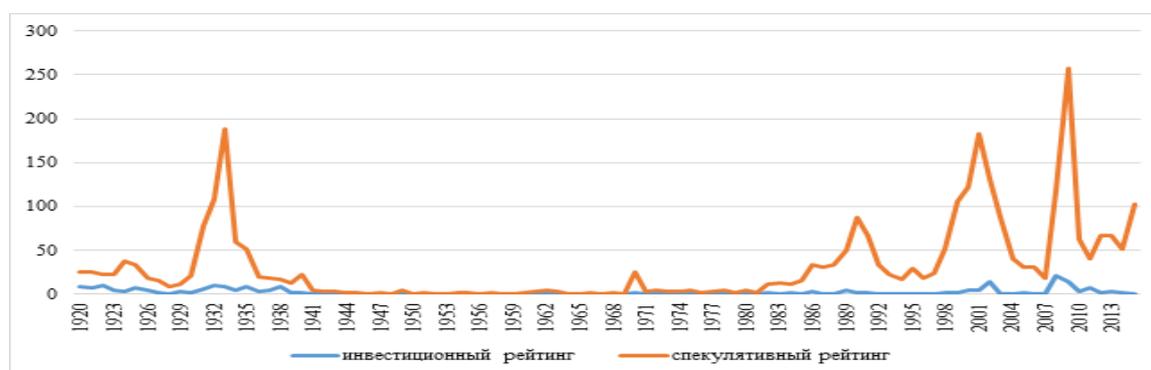


Рисунок 3 – Динамика дефолтов по облигациям с различными рейтингами (по числу объявленных дефолтов)

Источник: составлено автором по данным

<https://www.moody.com/creditfoundations/Default-Trends-and-Rating-Transitions-05E002>

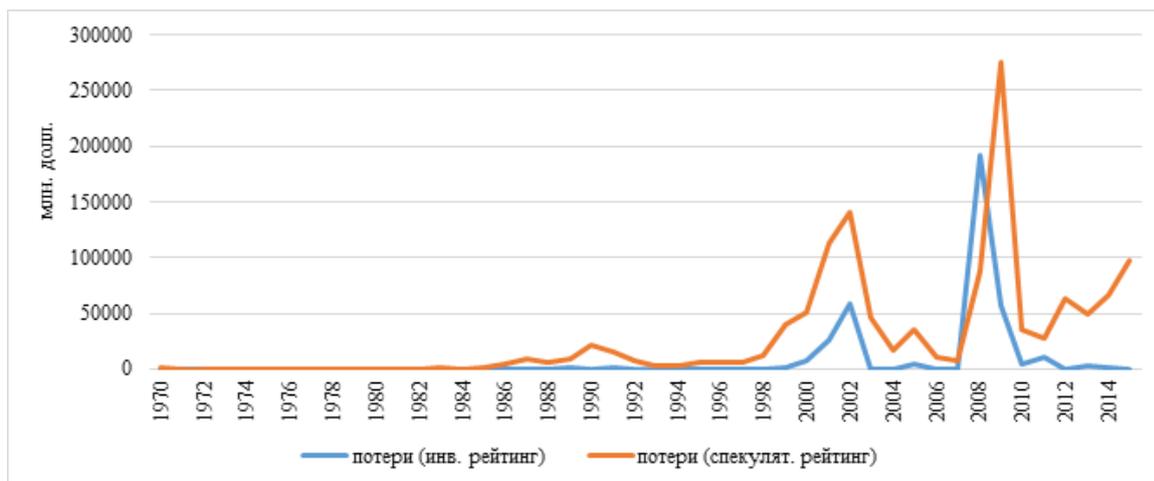


Рисунок 4 – Динамика дефолтов по облигациям с различными рейтингами (по величине ущерба)

Источник: составлено автором по данным

<https://www.moodys.com/creditfoundations/Default-Trends-and-Rating-Transitions-05E002>

На основании проведенных в диссертационной работе расчетов выявлены причины ограниченной работоспособности моделей оценки финансовых активов (таблица 3)

Таблица 3 – Причины неработоспособности (ограниченной работоспособности) основных финансовых моделей

Модель	Причины неработоспособности (ограниченной работоспособности)
САРМ	Концентрация структурных продуктов приводит к невозможности диверсификации портфеля, безрисковый актив и среднерыночная доходность – умозрительные величины. Отсутствие связи между бета-коэффициентами и оценками рыночной капитализации
Модель Модильяни – Миллера	Рост транзакционных издержек и невозможность игнорирования выгод от регулятивного арбитража
Компромиссные модели и модели иерархий	Невозможность оценки затрат, связанных с финансовой несостоятельностью: размер возможного ущерба не зависит от рейтинга инструмента и фундаментальной платежеспособности, а на оценку вероятности финансовой несостоятельности влияет широкое распространение арбитражных операций и алгоритмической торговли
АРТ	Высокочастотный трейдинг стимулирует арбитражные ситуации на рынке, форвардная доходность не отражает реальную ситуацию на рынке
Модель реальных опционов	Реальные опционы ориентированы главным образом на защиту от рецессии на рынке, а не на возникновение финансовых пузырей. В итоге фактически исполнение опциона происходит с запаздыванием

Продолжение таблицы 3

Модель Гордона	Ослабление связи между дивидендами и чистой прибылью и между дивидендами и рыночной капитализацией
Модель Мертона	При оценке прогнозной капитализации с учетом риска ликвидности обязательно учитываются бета-коэффициент, уровень волатильности цен акций и средневзвешенная стоимость капитала. Отсутствие связи между капитализацией и перечисленными параметрами свидетельствует либо о нарушении основных принципов рыночного фундаментализма, либо о неверных оценках участников рынка
Биномиальная модель	Стоимость базисных активов не связана с <i>option</i> деривативов, поскольку последняя существенно превышает стоимость всех активов глобального финансового и товарного рынка, поэтому оценки «греков» завышены, а заимствования под финансирование соответствующей стратегии имеет высокий кредитный риск
Модель Блэка-Шоулза	Нормальное распределение вероятностей, лежащее в основе модели, при использовании для анализа эмпирических данных, имеет эксцессы и высокие хвостовые риски в условиях наступления кризиса ликвидности
DCF	Прогноз денежного потока и процентной ставки подвержены циклическим колебаниям
Модель остаточного дохода	Балансовая стоимость акций компаний, выходящих на IPO, часто отрицательна или крайне низка, модель остаточного дохода дает сильно завышенные оценки стоимости акций
Модель Р. Хиггинса (устойчивого роста)	На практике не реализуется. Устойчивую зависимость можно проследить между суммой капитальных вложений, чистого оборотного капитала и дивидендов и величиной заемных средств. Исключение составляют предкризисные годы надувания финансового пузыря (2005-2007). Все остальные временные интервалы характеризуются устойчивой сильной связью между индикаторами. Иными словами, заемные средства используются для финансирования инвестиций, потребностей в восполнении оборотного капитала и осуществления дивидендных выплат
EMF	Теория, отвергающая возможность наличия финансовых пузырей, оказывается неработоспособной при их возникновении. Кроме того, информационная эффективность должна означать возможность корректировок рыночных индикаторов под динамику цен финансовых активов, тогда как на сегодняшний день цены финансовых активов определяются ценами производных финансовых инструментов. Последние структурированы таким образом, чтобы инсайдерская информация не была доступна рынкам, что противоречит гипотезе об информационной эффективности

Источник: составлено автором

Представленные в таблице авторские выводы направлены не на попытку дискредитации положений научных школ в области финансов, а ориентированы на изменение самого подхода, исходных условий при проведении оценки финансовых активов с учетом тех противоречий,

которые характерны для текущего этапа развития мировой финансовой системы. Применение каждой из приведенных в таблице моделей должно быть основано на оценке контекста, задаваемого противоречиями мировой финансовой системы.

Разработана модель оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала с использованием зависимостей прямых иностранных инвестиций от операций с финансовыми активами, что позволяет идентифицировать перечень стран, рынки капитала которых в большей степени подвержены риску возникновения кризисов на финансовых рынках вследствие противоречий мировой финансовой системы.

Анализ глобальной экономики в контексте финансиализации и движения потоков ликвидности включает оценку динамики прямых иностранных инвестиций.

Для этого в диссертации использован инструментарий множественной линейной регрессии (авторегрессия неприменима ввиду крайне ограниченного объема исходных данных для анализа). Исходящие потоки прямых иностранных инвестиций проанализированы с точки зрения влияния на них внутреннего долга компаний-резидентов и динамики рыночной капитализации национальных компаний. Входящие потоки прямых иностранных инвестиций тестировались на наличие зависимости от коэффициента оборачиваемости акций на внутреннем фондовом рынке и от объемов торгов акциями на внутреннем фондовом рынке в отношении к ВВП страны. Период анализа – 1990 – 2019 гг. (для ряда стран диапазон анализа уже ввиду отсутствия официальных данных), при построении модели использованы абсолютные значения, а также темпы роста показателей для повышения качества моделей (Таблицы 4 и 5).

Несмотря на наличие незначимых регрессий, часто объясняемым ограничением объема выборки, можно говорить о наличии определенных тенденций.

Таблица 4 – Результаты регрессионного анализа исходящих потоков прямых иностранных инвестиций

Страна, количество наблюдений	R ² множественной регрессии	Значимость параметра F	Внутренний корпоративный долг по отношению к ВВП (к)	P-значение	Капитализация (к)	P-значение
Австрия, 19	0,4424	0,00935	928,87	0,018	72	0,056
Бельгия, 13	0,157	0,275	296,603	0,76	77,33	0,14
Люксембург, 18	0,51206	0,0046	7,02	0,97	383,177	0,00149
Германия, 19	0,41076	0,01453	371,259	0,673	68,4455	0,0193
Франция, 19	0,077805	0,52309	292,2	0,7742	11,38961	0,5472
Нидерланды, 19	0,01911	0,857	229,647	0,951	36,775	0,6
Швейцария, 27	0,47804	0,000408	443,781	0,58	39,527	0,027
Великобритания, 30	0,2156	0,0377	90,32	0,87523	54,917	0,0197
США, 30	0,4284	0,0005253	-4,345	0,204	4002,144	0,00098
Канада, 19	0,56077	0,00139	468,725	0,02386	0,000000014	0,15187
Япония, 30	0,68245	0,000000188	-1204,47	0,00272	28,6914	0,000086
Китай, 17	0,82295	0,0000055	996,17	0,14371	12,5455	0,0135
Гонконг, 30	0,70616	0,00000007	204,782	0,273	14,55	0,0024

Источник: составлено автором на основании данных UNCTAD World Investment Report FDI inflows / outflows <https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report>; World Bank Open Data URL: <https://data.worldbank.org>

Таблица 5 – Результаты регрессионного анализа входящих потоков прямых иностранных инвестиций

Страна, количество наблюдений	R ² множественной регрессии	Значимость параметра F	Оборот акций (к)	P-значение	Объем торгов (к)	P-значение
Австрия, 30	0,2008	0,048	-4,49	0,58	314,1	0,014

Продолжение таблицы 5

Бельгия, 13	0,3188	0,14663	-816,57	0,1	2292,98	0,064
Люксембург, 18	0,00557	0,95899	-8709,57	0,844	5950,08	0,873
Германия, 30	0,48857	0,00012	-436,441	0,00248	1656,62	0,0000249
Франция, 25	0,1718	0,1256	-50,8788	0,75	246,247	0,1493
Нидерланды, 25	0,57688	0,000078	-291,57	0,011	616,28	0,000029
Швейцария, 30	0,0447	0,539	-150	0,3437	111,7	0,303
Великобритания, 19	0,504	0,003637	-79,92	0,885	1332,26	0,0168
США, 29	0,6373	0,0000019	-905,7	0,014	1747,09	0,000073
Канада, 30	0,58289	0,0000075	63,1336	0,77	675,145	0,004218
Япония, 30	0,2521	0,01979	52,44	0,3527	39,898	0,49148
Китай, 17	0,45594	0,01411	320,667	0,05131	-133,354	0,444
Гонконг, 30	0,6162	0,0000024	-550,658	0,0738	153,405	0,0000007

Источник: составлено автором на основании данных UNCTAD World Investment Report FDI inflows / outflows <https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report>; World Bank Open Data URL: <https://data.worldbank.org>

Во-первых, для большинства рассматриваемых стран, являющихся активными игроками финансовых рынков, имеется значимая регрессия с высокой долей объясняющей силы влияния рассмотренных факторов на потоки прямых иностранных инвестиций. Например, исходящие потоки прямых иностранных инвестиций Японии на 68,25% объясняются взаимным влиянием долга и капитализации внутреннего рынка, причем, рост долга на 1 % по отношению к ВВП объясняет снижение исходящих прямых инвестиций на 1204,47 млн. долл., а рост капитализации японского рынка – к росту оттока ПИИ на 28,69 млн. долл. Другой пример – притоки ПИИ в Германию на 48,86 % объясняются динамикой внутреннего фондового рынка, причем, ускорение оборота акций на 1 % приводит к сокращению ПИИ на 436,41 млн. долл., а рост объемов торгов – к увеличению ПИИ на 1656,62 млн. долл. В итоге получаем, что связующим звеном в рассмотренных моделях является капитализация внутреннего

фондового рынка, которая является основным фактором, оказывающим влияние на движение ПИИ.

В модели притоков прямых иностранных инвестиций можно выявить следующую логическую взаимосвязь: когда оборот торговли на фондовом рынке растет быстрее, чем рыночная капитализация, притоки ПИИ замедляются, однако при наличии обратной тенденции возникает ускорение притоков средств на данный рынок. На оттоки ПИИ капитализация совместно с ростом долговых обязательств (за исключением США и Японии, где рост долга приводит к сокращению инвестиций за рубежом) компаний-резидентов оказывает прямое воздействие: чем быстрее происходит увеличение капитализации, тем интенсивнее инвестиции резидентов за рубежом.

Обоснованы рекомендации по регулированию финансового рынка за счет создания валютного союза в рамках ЕАЭС на основе финансовых потоков рынка энергетических ресурсов в качестве ключевого подхода к адаптации ЕАЭС к противоречиям мировой финансовой системы.

В диссертации проведен анализ динамики показателей глобального рынка капитала, что позволило сделать выводы о неспособности локальных финансовых рынков противостоять бегству ликвидности в условиях кризисного разрешения противоречий мировой финансовой системы. В частности, анализ, проведенный на основе данных о состоянии рынков капитала США, Великобритании, Германии, Франции, Швейцарии, Китая (с учетом Гонконга) и России позволил сделать вывод, что после мирового финансового кризиса уровень ликвидности рынков капитала (на основе анализа коэффициента оборачиваемости на рынке) США и западноевропейских стран пришел к стабильному докризисному уровню, тогда как рынок Китая в сравнении с перечисленными странами неликвиден, а показатели российского рынка капитала несопоставимы с другими по объемам.

Низкая ликвидность рынков означает отсутствие барьеров для вывода капитала для игроков, обладающих более ликвидными финансовыми инструментами, в частности инструментами валютного рынка. Регулирование валютных операций и операций по счету капитала китайскими властями сокращают возможности спекулятивных атак, но ограничивают развитие финансовой системы. Кроме того, переход в международных контрактах от ставок LIBOR к ставкам SOFR, имеющим необходимость поправки на кредитный рейтинг, может в условиях ограниченной свободы движения валют и капиталов при невозможности проведения конкурентных девальваций привести к расширению спредов на национальных финансовых рынках и возможности присвоения ликвидности за счет манипулирования ценами, а также увеличивает глобальную зависимость от доллара и казначейских обязательств США.

В связи с этим в диссертации предложена архитектура валютного союза ЕАЭС и восточноазиатских партнеров (условно вводимую расчетную единицу назовем *еакю* по аналогии со становлением европейского валютного союза). Для обеспечения экономической целесообразности введения общей валютной расчётной единицы – *еакю* в валютно-финансовую модель общего рынка следует включить не только преимущественных продавцов энергетических ресурсов из стран ЕАЭС, но и их ключевых покупателей. Поскольку интересы России и Китая в части максимально возможного исключения долларов из международных расчетов сходятся, то на первоначальном этапе развития следует ориентироваться на восточные страны, а, следовательно, доступ к формированию базы *еакю* могут получить также страны-покупатели энергетических ресурсов в рамках сопряжения ЕАЭС и проекта ЭПШП. В качестве претендентов на включение в новую валютную систему могут выступать страны ШОС и БРИКС с возможностью будущего

полноправного членства стран АСЕАН, МЕРКОСУР, а также ЕС в создаваемой валютной системе.

Предлагаемая валютно-расчетная система основана на возможности конвертации принявших ее стран на золото. Золото депонируется на счетах центральных банков и может быть использовано только для обеспечения исполнения принятых обязательств по конвертации валюты.

Золотой резерв, предоставленный каждой из стран-участников валютной системы (независимо от принадлежности к ЕАЭС) определяет размер квоты на использование еакю в расчётах на общих энергетических рынках Союза. Квоту получает правительство каждого государства-участника валютного союза с возможностью последующей перепродажи ее в своей стране с использованием национальной валюты. Курс каждой национальной валюты фиксирован по отношению к еакю, зависит от уровня инфляции в стране, доходов на душу населения, индекса производства промышленной продукции и прочих макроэкономических параметров. Необходимо установить периодичность пересмотра курсов национальных валют. Привязка к показателям МВФ представляется ненужной. Обратная продажа квоты еакю извне системы общего рынка может осуществляться только в валютах, конвертация в золото которых возможна по результатам участия в совершении операций на общих энергетических рынках, то есть «внутри системы».

Включение конкретного участника в валютную систему осуществляется путем внесения записи на его счет в соответствии с количеством имеющихся у него еакю. Все совершаемые расчеты осуществляются с применением клиринговой палаты путём сальдирования операций за расчётный период и отражения результатов на счетах участников.

Обеспечивается мгновенный информационный обмен между конкретной биржей, на которой фиксируются сделки, и клиринговой

палатой валютной системы с целью своевременного списания средств со счета контрагента.

Для развития данной локальной финансовой системы следует обеспечить возможность постоянного обращения валюты. Если же еакю будет обслуживать лишь операции экспорта энергетических ресурсов, то их движение будет однонаправленным, что противоречит самой идее рыночного обращения. По этой причине, если счёт компании в еакю был увеличен в результате продажи любого сырьевого товара, то эти средства необходимо использовать для приобретения в странах-партнерах, либо внутри страны, оборудования, материалов и технологий, необходимых для опережающего промышленного развития.

Кроме того, квоту еакю для страны увеличивает и та часть вывозных таможенных пошлин, которая формирует резервный фонд и фонд реинвестирования ренты.

Компании, получающие доходы в еакю и не осуществляющие расходов в данной валютной системе могут продать причитающуюся им сумму в национальной валюте по заранее установленному фиксированному курсу. Для сохранения золотых запасов представляется необходимым устанавливать фиксированный курс на несколько завышенном по сравнению с рыночной ценой золота уровне. Для предупреждения негативного влияния спекулятивных атак на золото и формирования широких спредов при обменах представляется необходимым законодательно ограничить возможность спекуляций с еакю. По этой причине предлагаемая расчетная единица не может быть использована вне локальной валютной системы. Возможность конвертации еакю должна предоставляться лишь при условии получения дохода в данной валюте. То есть для того, чтобы обменять расчетную единицу на золото, эта расчетная единица должна быть заработана. Такая ситуация должна стимулировать страны к предоставлению льгот и субсидий на поставки

высокотехнологичного оборудования и услуг для нефте- и газодобывающих стран.

В свою очередь, эти льготы должны стать стимулом для компаний-поставщиков энергетических ресурсов, сохранять средства в валютной системе и не использовать активно операции по конвертации в золото.

Следует ввести полный запрет на использование еакю в покупках первичных и производных финансовых инструментов. Более того, на энергетических биржах и в функционировании энергетических хабов предлагается полностью отказаться от применения производных финансовых инструментов. Вместо этого следует использовать систему штрафов и динамического ценообразования по долгосрочным контрактам. Иными словами, при возникновении дисбалансов между спросом и предложением или при возникновении перегрузок, потерь или сбоев в поставках необходимо обеспечить автоматическую корректировку в операциях по счетам агентов в валютной системе с отнесением всех спорных сумм в соответствующий резервный фонд, откуда выплачиваются компенсации сторонам, чьи интересы оказались ущемлены.

Для осуществления операций купли-продажи еакю, обменных, конверсионных и прочих операций между конкретными компаниями или органами государственной власти и валютной системой в каждой стране-участнице один или несколько банков должны получить разрешение на осуществление соответствующих операций. Аккредитованные в системе банки также могут осуществлять кредитно-депозитные операции в еакю, однако средства, полученные в кредит, не могут быть конвертированы в золото до полного погашения кредита.

Если третьи страны, например страны Евросоюза, будут приобретать энергетические ресурсы на общих рынках ЕАЭС, то для них возможно открытие транзитных счетов в обслуживающих валютную систему банках. Для открытия транзитного счета третья страна должна приобрести в валюте

страны-экспортёра определенную сумму еакю под конкретную биржевую операцию купли-продажи энергетических ресурсов.

Отсутствие в системе финансовых посредников, кроме минимально необходимых банков, позволит сократить уровень транзакционных издержек и повысит уровень прозрачности совершаемых операций.

Предлагаемая архитектура обусловлена необходимостью обеспечения возможности обхода антироссийских санкций на поставки высокотехнологического оборудования; формирования локального рынка капитала, не подверженного негативному воздействию противоречий мировой финансовой системы и способного с низкими транзакционными издержками обеспечивать фондирование приоритетных отраслей.

В заключении сформулированы основные результаты проведенного исследования.

ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ПРЕДСТАВЛЕНЫ В СЛЕДУЮЩИХ РАБОТАХ.

Статьи в рецензируемых научных изданиях

1. Динец, Д. А. Мировая финансовая система и противоречия процесса воспроизводства капитала / Д. А. Динец // Финансовые исследования. – 2021. – № 3 (72). – С. 9-22. – 1,1 печ. л.

2. Динец, Д. А. Влияние внутренних противоречий в экономике США на глобальную финансиализацию и экспансию фиктивного капитала / Д. А. Динец, Р. А. Камаев // Финансы: теория и практика. – 2021. – № 25(2). – С. 6-34. – 2,00 печ. л. (авт. 1,6 печ. л.)

3. Динец, Д. А. Выявление противоречий мировой финансовой системы и траектории экономического роста. Часть 1 / Д. А. Динец // Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. – 2021. – № 1. – С. 23–36. – 1,8 печ. л.

4. Динец, Д. А. Влияние противоречий мировой финансовой системы на траекторию экономического роста. Часть 2. / Д. А. Динец //

Известия Дальневосточного федерального университета. Экономика и управление. – 2021. – № 2. – С. 5–14. – 1,1 печ. л.

5. Динец, Д. А. Финансовые рынки арабских государств: исследование симметричности шоков / Д. А. Динец, П. С. Прокопьев // Геоэкономика энергетики. – 2020. – № 4. – С. 77-89. – 0,9 печ. л. (авт. – 0,5 печ. л.).

6. Динец, Д. А. Финансово-экономические и геополитические перспективы формирования общих рынков энергии ЕАЭС / А. А. Никитин, Д. А. Динец, П. С. Прокопьев // Инновации и инвестиции. – 2019. – № 3. – С. 71-75. – 0,7 печ. л. (авт. – 0,6 печ. л.).

7. Динец, Д. А. Пороки мировой финансовой системы как тормоз экономического прогресса: пути преодоления / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2018. – № 8. – С. 57-62. – 0,9 печ. л.

8. Динец, Д. А. Валютные союзы как препятствие на пути глобальной мультипликации убыточных инвестиций / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 12. – С. 85-91. – 0,8 печ. л.

9. Динец, Д. А. Концепция денежного потока, внешний рост и перераспределение ренты в транзакционном секторе / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 7. – С. 42-47. – 0,6 печ. л.

10. Динец, Д. А. Фиктивный капитал как продукт финансового капитала и самостоятельное явление современного капитализма / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 6. – С. 65-71. – 0,8 печ. л.

11. Динец, Д. А. К вопросу об эволюции финансового капитала / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 5. – С. 73-77. – 0,5 печ. л.

12. Динец, Д. А. IPO убыточных компаний как инструмент поглощения ликвидности фиктивным капиталом / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 4. – С. 42-46. – 0,6 печ. л.

13. Динец, Д. А. Влияние банковской системы на зарождение и развитие первого технологического уклада / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 3. – С. 2-6. – 0,6 печ. л.

14. Динец, Д. А. Банковский надзор в борьбе с финансовыми пузырями: встроенные противоречия и глобальный эффект перераспределения / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 2. – С. 53-57. – 0,5 печ. л.

15. Динец, Д. А. Системные пороки мировых финансов и противоречия национальных интересов в преддверии нового технологического уклада / Д. А. Динец, М. В. Конотопов // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 1. – С. 2-10. – 1,2 печ. л. (авт. – 0,9 печ. л.)

16. Динец, Д. А. Глобальный финансовый пузырь в преддверии нового технологического уклада / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 12. – С. 2-6. – 0,6 печ. л.

17. Динец, Д. А. Технологии и финансы: Четвертый и пятый технологические уклады / Д. А. Динец, М. А. Сокольников, С. С. Ломаченко // Инновации и инвестиции. – 2016. - № 11. – С. 2-9. – 1,0 печ. л. (авт. – 0,7 печ. л.)

18. Динец, Д. А. Технологии и финансы: Второй и третий технологические уклады / Д. А. Динец, М. А. Сокольников, С. С. Ломаченко // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 10. – С. 2-10. – 1,1 печ. л. (авт. – 0,8 печ. л.)

19. Динец, Д. А. Технологии и финансы: Первый технологический уклад / Д. А. Динец, М. А. Сокольников, С. С. Ломаченко // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 9. – С. 2-6. – 0,6 печ. л. (авт. – 0,4 печ. л.)

20. Динец, Д. А. Конкуренция за ликвидность активов как причина финансовых пузырей в воспроизводстве технологического уклада / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 8. – С. 2-7. – 0,7 печ. л.

21. Динец, Д. А. Большие Кондратьевские волны, циклы Жюгляра и «финансовые пузыри»: выявление эволюционных связей / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2016. – № 7. – С. 48-54. – 0,8 печ. л.

22. Динец, Д. А. Механизмы обращения ресурсной ренты / Д. А. Динец, И. Ю. Сольская // Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2016. – Т. 26, № 2. – С. 242–249. – 0,5 печ. л. (авт. – 0,3 печ. л.).

23. Динец, Д. А. Ограничения работоспособности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики ЦБ РФ / Д. А. Динец // Инновации и инвестиции. – 2015 г. – № 9. – С. 34-40. – 0,7 печ. л.

Монографии:

24. Динец, Д. А. Экономическая безопасность финансовой и денежно-кредитной политики Российской Федерации: монография / Д. А. Динец, Г. В. Заорский – Иркутск: Изд-во ИрГУПС, 2015. – 178 с. – 11,1 печ. л. (авт. – 8 печ. л.).

25. Динец, Д. А. Экономический прогресс. Прошлое, настоящее будущее: монография / Д. А. Динец, В. Г. Егоров, М. В. Конотопов, Н. А. Новицкий, М. А. Сокольников. – Москва : РУСАЙНС – 2017. – 388 с. – 24,3 печ. л. (авт. – 6,5 печ. л.)

26. Динец, Д.А. Финансовый капитал и проблемы экономического прогресса: монография / Д. А. Динец – Москва : РУСАЙНС – 2017. – 254 с. – 15,9 печ. л.

27. Динец, Д. А. Экономическая история мира в 5 томах. Том 5: монография / Д. А. Динец, М. В. Конотопов, И. А. Агапова. – СПб. : Алетейя – 2018 г. – 586 с. – 36,6 печ. л. (авт. – 5,8 печ. л.)

Учебные пособия:

28. Динец, Д. А. Краткосрочная финансовая политика организации: учебное пособие / Д. А. Динец. – Иркутск: Изд-во ИрГУПС, 2013. – 156 с. – 9,8 печ. л.

29. Динец, Д. А. Теория финансового менеджмента: учебное пособие / Д. А. Динец. – Иркутск: Изд-во ИрГУПС, 2015. – 120 с. – 7,5 печ. л.

30. Динец, Д. А. Теория и методология анализа рисков: учебное пособие / Д. А. Динец. – Иркутск: Изд-во ИрГУПС, 2017. – 108 с. – 6,8 печ. л.

31. Динец, Д. А. Краткосрочная финансовая политика организации: учебное пособие с грифом УМЦ / Д. А. Динец. – М. : ФГБУ ДПО «Учебно-методический центр по образованию на железнодорожном транспорте», 2018. – 197 с. – 12,3 печ. л.

Публикации в иных изданиях:

32. Динец, Д. А. Финансовые аспекты функционирования современного рынка нефти / Д. А. Динец, А. А. Никитин // Геоэкономика энергетики. – 2022. – Т. 17. – № 1. – С. 47-60 – 0,5 печ. л. (авт. – 0,1 печ. л.)

33. Dinetc, D. A. Transformation of Banking Risks in Terms of New Basel Rules [Electronic resource]/ D. Dinetc, K. Babenko // Proceedings of the International Session on Factors of Regional Extensive Development (FRED 2019). – URL: <https://doi.org/10.2991/fred-19.2020.42> (date accessed: 30.11.2021) – 0,5 печ. л. (авт. – 0,4 печ. л.)

34. Dinetc, D. Fictive capital and productivity of labor: Technological backwardness through the monetary Relations [Electronic resource] / D. Dinetc // E3S Web of Conferences 164,09007. – URL: <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202016409007> (date accessed: 30.11.2021) – 1,0 печ. л.

35. Динец, Д. А. Фиктивный капитал и производительность труда: технологическая отсталость сквозь призму денежно-кредитных отношений / Д. А. Динец // Управление развитие крупномасштабных систем (MLSD'2019). – Материалы двенадцатой международной конференции. Под общей редакцией С. Н. Васильева, А. Д. Цвиркуна. – 2019. – Издательство:

Международный научно-исследовательский институт проблем управления РАН. – с. 40-45. – 0,5 печ. л.

36. Dinets, D. Transregionalism and fictive capital [Electronic resource] / D. Dinets, M. Konotopov // E3S Web of Conferences Volume 135 (2019) Innovative Technologies in Environmental Science and Education (ITESE-2019). – URL: doi.org/10.1051/e3sconf/201913504033 (date accessed: 30.11.2021). – 0,5 печ. л. (авт. – 0,4 печ.л.)

37. Динец, Д. А. Нефтяное прошлое доллара: истоки и итоги / Д. А. Динец, М. В. Конотопов // Геоэкономика энергетики. – 2019. –Т. 7. – № 3. – С. 18-31. – 0,8 печ. л. (авт. – 0,6 печ. л.)

38. Dinets, D. A. Financial capital and its role in today economy / D. A. Dinets, G. V. Zaorsky, A. S. Merkulov // Proceedings of the International Scientific Conference «FarEastCon» (ISCFEC 2020). Сер. «Advances in Economics, Business and Management Research». – 2019. – т. 128. – № 215. – 0,6 печ. л. (авт. – 0,1 печ. л.)

39. Динец, Д. А. Общая валюта ЕАЭС: фактор снижения рисков развития сотрудничества / А. А. Никитин, Д. А. Динец, М. А. Сокольников // Геоэкономика энергетики, специальный выпуск. – 2019. – № 1(5). – С. 126-139. – 1 печ. л. (авт. – 0,9 печ. л.).

40. Dinets, D. International transport corridors and transborder movement of fictitious capital [Electronic resource] / D. Dinets, A. Dzhavrshian // А. МАТЕС Web of Conferences. – ERL: <https://doi.org/10.1051/matecconf/201823903013> (date accessed: 30.11.2021). – 0,9 печ. л. (авт. – 0,5 печ. л.)

41. Динец, Д. А. Группировка банков по критерию бета-коэффициента в системе управления банковскими рисками / Д. А. Динец, Г. А. Попов // Финансовые аспекты структурных преобразований экономики. – 2018. – № 4. – С. 79-84. – 0,3 печ. л. (авт. – 0,1 печ. л.)

42. Динец, Д. А. Международное движение капитала и финансирование воспроизводства технологических укладов / Д. А. Динец // В книге: Управление развитием крупномасштабных систем MLSD'2017. Материалы Десятой международной конференции: в 2-х томах. – Изд-во: Институт проблем управления им. В. А. Трапезникова; Российская академия наук; Под общей редакцией С.Н. Васильева, А.Д. Цвиркуна. – 2017. – С. 153-155. – 0,1 печ. л.

43. Динец, Д. А. Кризис (пере)накопления капитала в США / Д. А. Динец // Постсоветский материк. – 2017. – № 2. – С. 103-115. – 0,9 печ. л.

44. Динец, Д. А. Слияния и поглощения в современной российской экономике / Д. А. Динец, П. А. Бондарь // Финансовые аспекты структурных преобразований экономики. Труды двенадцатой всероссийской конференции. – 2016. – С. 4-9. – 0,3 печ. л. (авт. – 0,1 печ. л.)

45. Динец, Д. А. Эластичность спроса на деньги в системе государственного управления финансами: технология возникновения «финансовых пузырей» / Д. А. Динец // Управление развитием крупномасштабных систем MLSD'2016. – 2016. – С. 160-167. – 0,5 печ. л.

46. Динец, Д. А. Обоснование структуры капитала по критерию максимизации экономической добавленной стоимости / Д. А. Динец // Сборник научных трудов XVI Международной научно-практической конференции Интеграция экономики в систему мирохозяйственных связей. – 2011. – С. 90-92. – 0,1 печ. л.

ДИНЕЦ ДАРЬЯ АЛЕКСАНДРОВНА (Российская Федерация)

**Теория и методология влияния противоречий
мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала**

Диссертация посвящена разработке теории и методологии влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала. Выявлены основные противоречия мировой финансовой системы. Разработана методология влияния мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала. Выявлены каналы влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала. Разработана модель оценки влияния противоречий мировой финансовой системы на глобальный рынок капитала на основе исследования динамики прямых иностранных инвестиций. Обоснованы рекомендации по адаптации локального финансового рынка ЕАЭС к противоречиям мировой финансовой системы.

DARYA A. DINETS (Russian Federation)

**Theory and methodology of the global financial system
contradictions impact on the world capital market**

The dissertation is devoted to development of the theory and methodology of the global financial system contradictions impact on the world capital market. The main contradictions of global financial system are revealed. A methodology of global financial system contradictions impact on the world capital market is developed. The ways of global financial system contradictions impact to the world capital market are revealed. A model of assessing the global financial system contradictions on the world financial market by the research of foreign direct investments flows is constructed. Recommendations for adaptation of the local financial EAEU market to the global financial system contradictions are substantiated.