* 1. Эволюция финансового рынка и его функций

Исследование структуры финансового рынка требует детального изу­чения роли и функций данного элемента экономики в контексте эко­номической мысли, развитие которой способствовало появлению но­вых концепций финансового рынка.

Финансовый рынок не занимал центрального места в экономиче­ской теории до появления концепции «факторов производства». Отме­тим, что первоначально в концепцию, предложенную В. Петти в XVII в., входили два основных фактора производства: земля и труд[[1]](#footnote-1). Уже в сере­дине XVIII в. физиократы, в частности Ф. Кенэ[[2]](#footnote-2) и Ж. Тюрго[[3]](#footnote-3), выдели­ли капитал как фактор производства: в их понимании капитал являлся не только денежными средствами, но и средствами производства, обе­спечивающими процесс производства. Примечательно, что физиокра­ты подчеркивали возможность воспроизводства капитала путем его об­новления с помощью полученной прибыли. Признавая необходимость капитала в процессах производства, Ж. Тюрго также указывал на стра­тегически важную роль процентной ставки, по которой предоставлял­ся необходимый объем заемного капитала. Классические экономисты, включая А. Смита и Д. Рикардо, дополнили данную концепцию дета­лями, указывающими на проблематику распределения данных факто­ров в цене произведенного продукта.

Классическая производственная функция была представлена как функция двух факторов — труда и капитала. После маржинальной рево­люции конца XIX в. она была дополнена экономистами-неоклассиками. И. Фишер в своих работах «Капитал и доход» (1906) и «Процентная ставка» (1907) обозначил эквивалентность капитала и инвестиций, ис­пользуя концепцию денежных потоков во времени и маржинальной эф­фективности, и обозначил производственную функцию как функцию инвестиций и труда[[4]](#footnote-4).

Очень интересно мнение К. Маркса о капитале: внешне представ­ленный как средства производства (постоянный капитал), работники (переменный капитал), деньги (денежный капитал), товары (товарный капитал), капитал становится особым видом производственных отноше­ний. Карл Маркс одним из первых экономистов выделил проблемати­ку использования кредитных ресурсов в экономическом росте. Крити­куя капиталистическую систему производства, он внес огромный вклад в развитие теории экономических кризисов и циклов[[5]](#footnote-5). Экономический рост за счет кредитного финансирования позднее будет в центре внима­ния таких известных экономистов, как Е. Бем-Баверк (эффект прину­дительных сбережений и проблема избытка инвестиций), Й. А. Шум­петер и Ф. А. Хайек (теории экономических циклов). Несмотря на то что эти экономисты, представители австрийской экономической шко­лы, не были всецело согласны со взглядами К. Маркса, они признавали наличие некоторых из описанных им проблем. В начале ХХ в. экономи­сты не только представляли финансовый рынок и банковскую систе­му как важный элемент экономики, но и имели определенное мнение о влиянии данного элемента на уровень цен и иные макроэкономиче­ские параметры.

**Эволюция финансового рынка.** В силу неоднозначности подходов к сегментации современного финансового рынка и содержанию его функций целесообразно изучение этого рынка в контексте развития экономики. Прогресс экономических отношений стимулировал разви­тие и усложнение финансового рынка, модификацию его функций, что можно проследить при использовании исторического подхода.

Основным катализатором развития финансовых отношений и фи­нансового рынка в Древнем мире и в античную эпоху (с 3000 г. до н. э. до V в. н. э.), а также в рамках феодальной эпохи и периода мерканти­лизма (V-XVII в.) выступала потребность в торговом капитале: первые финансовые посредники выполняли обменные функции и, как правило, финансировали сделки, связанные с торговлей. В Средние века и в эпоху Возрождения создавались торговые биржи и торгово-исследовательские компании, которые также способствовали развитию финансового рын­ка. В рамках капиталистической формации (XVIII — вторая половина XX в.) к потребности в торговом капитале как катализаторе развития финансового рынка прибавилась потребность в производственном ка­питале: строительство железных дорог и различные широкомасштабные проекты требовали привлечения крупного капитала и новых форм фи­нансирования. Большое количество финансовых инноваций в истории финансового рынка связано с постиндустриальным периодом, начиная со второй половины XX в., когда к уже существующим катализаторам развития финансового рынка прибавилась потребность в спекулятив­ном капитале для расширения границ деятельности и получения сверх­прибылей.

Эволюция финансового рынка и смена формаций происходили по­степенно и плавно.

В *античный период* (с 3000 г. до н. э. до V в. н. э.) потребность в тор­говом капитале способствовала созданию простых финансовых и кре­дитных отношений, что позволило возникнуть денежному рынку. Раз­витие права в Древнем Риме в античную эпоху обеспечило условия для создания первых акционерных обществ, рынка долевых инструментов, а именно внебиржевого рынка первых акций, и первых банков. Упоми­нания о первых срочных контрактах также позволяют говорить о воз­никновении рынка производных инструментов.

Несмотря на то что рабство ограничивало развитие экономических и финансовых отношений, еще в античные времена развитие торгов­ли и производства создало предпосылки для ростовщичества и креди­тования, появления первых ценных бумаг и финансового регулирова­ния. Например, в древнем Израиле существовала фиксация процентных ставок при выдаче кредита (только для местных жителей)[[6]](#footnote-6), что говорит о развитии рынка кредитов и появлении первых попыток регулировать функционирование данного рынка.

История финансов, кредитования и ценных бумаг уходит корнями в Месопотамию, где за две тысячи лет до нашей эры уже совершались срочные сделки, подобные современным сделкам с использованием про­изводных инструментов. В 1920 г. британский археолог Леонард Вуули, проводя раскопки в Месопотамии у города Ур, обнаружил целый район древнего города, который служил местом для совершения сделок раз­личного рода: в большом количестве глиняных табличек были зафикси­рованы взаиморасчеты между покупателями и продавцами, в том чис­ле и своеобразные срочные контракты. Изучение табличек позволило сделать выводы о существовании рынка кредитов в Месопотамии на момент 1796 г. до н. э., когда некий Думузи-Гамиль, древний прототип современных банкиров, давал кредиты по различным ставкам (одна из зафиксированных ставок составляла 3,78% годовых) на срок от несколь­ких месяцев до 5 лет[[7]](#footnote-7). Рынок кредитов выполнял некоторые функции современного денежного рынка: цена на деньги (в то время серебро яв­лялось основным платежным средством) и предложение денег в эко­номике регулировались децентрализовано такими финансистами, как Думузи-Гамиль. Древний кредитно-денежный рынок Месопотамии, который функционировал более четырех тысяч лет назад, можно счи­тать прообразом современного денежного рынка на основании схоже­сти функций и характера сделок.

В рамках античного периода возникли такие финансовые инструмен­ты, как чеки и страхование в Древней Греции, бумажные деньги и сроч­ные контракты — в Китае, аннуитеты и акции — в Древнем Риме.

Особый интерес представляют финансовые посредники Древней Греции и Рима. В VI-V вв. до н. э. в Древней Греции стали появляться «трапезы», состоятельные физические лица, которые не только выда­вали кредиты под проценты, но и принимали депозиты, получая при­быль от разницы в ставках. Храмы также выступали в роли финансо­вых посредников, выполняя аналогичные функции. Развитие римской экономики и права перевело финансовых посредников на следующую стадию развития: они разделились на «аргентариев» («argentarii») и «менсариев» («mensarii»). В то время как «аргентарии» ничем не отличались от своих греческих коллег, «менсарии» фактически явля­лись первыми общественными банковскими институтами, регулиру­емыми государством[[8]](#footnote-8). Как правило, «менсарии» функционировали в качестве уполномоченной государством и казначейством инстан­ции залогового финансирования, в частности в период кризисов и бед­ствий, для поддержания финансовой стабильности. Их появление было впервые зафиксировано в 352 г. до н. э.[[9]](#footnote-9) Следует выделить основные функции римских банков: «permutatio» — обмен валюты и осущест­вление оценки валют («probatio nummorum»), депозиты и кредиты, «perscriptio» — платежные поручения и чеки, «solidorum venditio» — право на приобретение отчеканенных монет для их дальнейшего об­ращения в экономике. Античные финансовые посредники формиро­вали коллегии, и их деятельность была строго регламентирована. Во времена Римской империи «менсарии» находились в подчинении у городских префектов, что позволяет классифицировать данные орга­низации как первые государственные банки, которые стали прообра­зом центральных банков.

Римские «Societas Publicanorum» (открытые общества), существо­вание которых было зафиксировано еще в I в. до н. э. Цицероном, представляли собой акционерные общества, акции которых, извест­ные в те времена как «доли акционерных обществ» («partes societatum publicanorum»), служили прообразом современных акций, однако были ограничены в правах[[10]](#footnote-10). Стоит отдельно отметить, что обращение данных акций было внебиржевым.

Финансовая наука стремительно развивалась: уже в V в. н. э. индий­ский математик Арибата предлагал формулы подсчетов процентов[[11]](#footnote-11), за­кладывая основы дальнейшего развития финансовой науки.

На основании исторических доказательств можно утверждать, что развитие финансового рынка началось с денежного рынка. В древние времена, до установления в средневековой Европе феодализма, функ­ционировал денежно-кредитный рынок, который участвовал в фор­мировании цены на деньги и предложения денег в экономике. Одна­ко финансовый рынок и его участники не были институциональными, а обращение инструментов не было биржевым.

*Феодальная формация* связана с созданием первых бирж, крупных международных акционерных компаний, введением ряда финансовых инноваций и с формированием рынка долговых ценных бумаг. Именно в эпоху феодализма и раннего торгового капитализма, известного как меркантилизм, окончательно сформировались все сегменты финансо­вого рынка. Дальнейшее его развитие связано с качественными изме­нениями в рамках данных сегментов.

Развитие международной торговли, в особенности между Востоком и Западом, стимулировало, в свою очередь, развитие сложных алгебра­ических вычислений, которые создали основу для различных финансо­вых инноваций. Феодальные войны, экспедиции, широкомасштабные государственные проекты требовали финансирования, которое мог­ло быть обеспечено только многоуровневой системой перераспределе­ния финансов.

В Китае при династии Танг (618-907)1 в силу нехватки меди для производства монет и колоссальных государственных расходов прави­тельство стало выпускать бумажные деньги, которые вскоре окрести­ли «летающими» из-за их малого веса. Бумажные деньги, выпущенные монетарными властями и признанные легальным средством платежа, позднее стали использоваться во всем мире.

Эволюция финансового рынка продолжалась, несмотря на пре­пятствия, вводимые со стороны различных религий. Ростовщичество особенно осуждалось в христианстве: так, в декрете Грациана, датиро­ванном 1140 г., резко осуждаются кредитные отношения, за которые после постановления Третьего Латеранского собора (1179) человек мог быть отлучен от церкви. Ослабление давления на финансово­кредитные отношения со стороны церкви происходило постепен­но, по мере снижения степени влияния церкви на экономику и об­щественную жизнь.

Торговля Европы с Востоком внесла существенный вклад в разви­тие финансовых отношений. В средневековой Италии в XII-XIII вв. появились государственные облигации. В середине XII в. правитель­ство Венеции выпустило «donec pecunia imprestata restituatur», госу­дарственную облигацию со ставкой 5% и различными сроками; ведение войн, содержание флота и прочие государственные расходы финанси­ровали граждане города-государства, в некоторых случаях это происхо­дило принудительно[[12]](#footnote-12). Государственные облигации применялись в Ге­нуе, Флоренции и других городах-государствах, которые использовали данный инструмент для финансирования консолидированного госу­дарственного долга. Период раннего Средневековья связан не только с появлением первых государственных облигаций, но и с новым пони­манием финансов: в результате усложнения государственных финан­сов человечество столкнулось с такими явлениями, как инфляция, упо­минания о которой датированы ранним Средневековьем[[13]](#footnote-13), финансовые махинации, дефолты и дефицит государственного бюджета в современ­ном понимании.

Существенный фундамент для дальнейшей эволюции финансового рынка был создан благодаря теоретической финансовой науке.

Отдельного внимания заслуживает первый финансово-алгебраи­ческий учебник, созданный в Италии в 1202 г.: в «Liber Abaci» говори­лось о дисконтировании стоимости, подсчете процентов, определении цен на активы и разделении прибыли[[14]](#footnote-14). Некоторые ученые утверждают, что финансовая наука была заимствована европейцами у арабского мира (так называемый исламский капитализм VIII-XII вв.)[[15]](#footnote-15).

Развитие денежного рынка в рамках феодализма связано с введени­ем регулирования — в Средние века уже существовали вопросы финан­совой глобализации и финансового протекционизма. Так, например, во Флоренции иностранцы не могли (или могли, но с ограничениями) при­обретать государственные облигации. Средневековые правительства осуществляли управление государственным рыночным долгом, стара­ясь избегать внешних заимствований. Денежный рынок разделился на первичный и вторичный. На вторичном рынке осуществлялось рыноч­ное внебиржевое обращение облигаций.

В XIII в. в Италии появились передаваемые векселя, которые уже в XIV в. стали активно использоваться в Англии и других странах при расчетах между торговцами. Появление понятия «тратта», или перевод­ной вексель, связано именно с данным периодом.

При правлении Филиппа Красивого во Франции в 1268-1314 гг. ста­ли появляться первые регулируемые государством брокеры «courratiers de change», которые управляли долгом сельскохозяйственных коммун. Централизованное биржевое обращение долговых инструментов по­лучило распространение благодаря бельгийскому дому *Van der Beurze*: в Антверпене и Брюгге в начале XIV в. были открыты первые инсти­туциональные торговые площадки, в современном мире известные как биржи. На них торговали товарами, различными контрактами, ценными бумагами и другими финансовыми инструментами. Появление офици­альной биржи в Антверпене (1460), Лионе (1506), Тулузе (1540), Гам­бурге (1558), Лондоне (1571) позволило перевести торговлю различ­ными активами на биржевой уровень с применением установленных стандартов и клиринга.

В поздний период Cредних веков произошли существенные измене­ния в банковском деле, которое в рамках раннего Cредневековья угне­талось церковными постулатами. Основание обменно-депозитного бан­ка в Барселоне (*Taula del Cambi assegurada de la Ciutat*) в 1401 г. и банка Святого Георгия в Генуе (*Banco di San Giorgio*) в 1407 г. связаны с пе­реходом банков в категорию современных финансово-посреднических институтов со сложной системой управления. Коммерческие банки от­крывались в Италии, Испании, Германии, Франции и в других стра­нах, однако именно банк Святого Георгия был первым публичным бан­ком, созданным и функционирующим на постоянной основе не только для поддержания денежного обращения, но и для рефинансирования и управления государственными и частными долгами, а также эмиссии долговых финансовых инструментов. Таким образом, банк Святого Геор­гия можно считать следующей эволюционной ступенью древнеримских «менсариев», так как он имел ряд существенных организационных от­личий и более сложную функциональность. Примечательно, что именно в этот период в Италии появился и сам термин «банк» («banco» и «banca rotta», что означает «скамья» и «сломанная скамья» соответственно).

Банк Святого Георгия консолидировал государственный долг и обе­спечивал рыночное обращение облигаций «luoghi», организовал кре­дитную линию «scripta» для муниципалитета Генуи, первым применил дисконтирование купонов государственных облигаций «paghe» и офи­циально проводил клиринг векселей. Данные инновации вводились по­степенно; так, например, дисконтирование купонов государственных облигаций «paghe» приняло официальный статус лишь в 1456 г., когда римский папа Каликст III официально разрешил дисконтирование ку­понов долговых инструментов.

Несмотря на то что первые общественные банки были основаны в Древнем Риме, этот период характеризуется существенными иннова­циями в области финансовых рынков, которые и сделали банк Свято­го Георгия одним из первых банков нового поколения. Банки позднего Средневековья являются логическим продолжением развития банков­ского дела, прерванного крушением Западного Рима и несколькими сто­летиями церковных запретов на финансовую деятельность.

Феодальные отношения создали предпосылки для развития торго­вого капитализма. Прогресс в арабской и европейской финансовой на­уке, качественная эволюция денежного рынка как первого в истории сегмента финансового рынка и возникновение первых бирж и совре­менных банков стали основными достижениями периода XI-XVI вв. Экономика раннего капитализма, или меркантилизма, требовала даль­нейшего развития финансов и финансового рынка.

*Период меркантилизма* (раннего капитализма) характеризуется по­явлением клиринга по контрактам, заключаемым между купцами и фи­нансистами. На различных ярмарках, а затем и на биржах клиринг спо­собствовал урегулированию сделок и обеспечению гарантий, что в свою очередь создавало предпосылки для развития финансовых инноваций и рынка производных инструментов. Например, один из контрактов, за­ключенный в 1542 г. свидетельствует о том, что двое купцов указывают в контракте разные значения обменного курса, и тот, чье значение ока­жется дальше от рыночного курса, оплатит противоположной стороне разницу между указанным и фактическим значением[[16]](#footnote-16). Данный пример является прообразом современного свопа по процентным ставкам (или по валютным курсам), в котором фигурируют не сами суммы, а финан­совые потоки, связанные с установленной суммой и определенными факторами, такими как процентная ставка или курс валюты.

В 1537 и 1539 гг. император Священной Римской империи Карл V выпустил ряд указов, которые позволяли перепродавать контракты третьим лицам, что способствовало дальнейшему развитию рынка цен­ных бумаг[[17]](#footnote-17). Отметим, что Карл V также известен как автор ряда огра­ничений на спекулятивные сделки. Исторические факты подтвержда­ют, что в конце XVI в. в Нидерландах и в других странах Европы уже обращались государственные облигации на предъявителя. Появились прообразы современных производных инструментов форвардов, фью­черсов и опционов.

В XVII в. произошел ряд событий, которые свидетельствуют о станов­лении раннего торгового капитализма: появление крупных акционерных компаний, центральных банков, совершенствование регулирования, раз­витие монетарной политики и финансовой науки. Главным фактором раз­вития финансового рынка по-прежнему являлось усложнение экономи­ческих и финансовых отношений и потребность в торговом капитале.

В этот период были организованы первые публичные размещения акций. Так, в 1602 г. было введено понятие «совместное акционерное предприятие», и на Амстердамской бирже, открытой в том же году, мож­но было приобрести акции нидерландской Ост-Индской акционерной компании («Vereinigte Oostindische Compaignie» или «VOC»). Капитал в 6 424 588 гульденов[[18]](#footnote-18) был гигантской суммой для того времени, срав­нимой с бюджетом всего государства. Амстердамская биржа была пред­назначена для торговли акциями Ост-Индской акционерной компании, которые были выпущены номиналом в 3 тыс. гульденов каждая и про­даны на первичном рынке 1143 лицам. Примечательно, что держатель получал не акции, а квитанцию об оплате акции. Факт сделки учиты­вался в регистре акционеров. Дальнейшее обращение бумаг производи­лось на вторичном рынке путем занесения новых данных в регистр. Ди­виденды по акциям нидерландской Ост-Индской компании платились не только денежными средствами, но и специями и пряностями[[19]](#footnote-19). Отме­тим, что кроме акций данный эмитент выпускал и облигации. Торговля акциями на Амстердамской бирже стимулировала развитие связанных с данными сделками финансовых инноваций: в начале XVII в. были за­фиксированы первые производные инструменты, такие как фьючерсы и опционы, базовыми активами которых являлись акции.

В течение 1609-1680 гг. появился целый ряд финансовых иннова­ций: так называемые короткие позиции или договоренности о продаже актива в будущем при отсутствии самого актива во владении у инициа­тора в настоящем; сделки с «кредитным плечом» или с использованием заемных средств и операции РЕПО с обратным выкупом[[20]](#footnote-20).

Параллельно с развитием финансового рынка происходило совер­шенствование банковской системы, создавались предпосылки для воз­никновения центральных банков. Некоторые историки полагают, что казна ордена тамплиеров в XII в. уже выполняла функции централи­зованной монетарной власти[[21]](#footnote-21).

Орден тамплиеров является прообразом современной транснацио­нальной корпорации, однако приписывать данной средневековой орга­низации роль центрального банка в современном понимании неверно: тамплиеры не отслеживали состояние финансовых рынков и банков­ской системы и не выполняли денежно-эмиссионной функции, а осу­ществляли лишь некоторые отдельно взятые функции монетарных вла­стей, например рефинансирование.

Амстердамский обменный банк (*Amsterdamsche Wisselbank*), создан­ный в 1609 г., по своей функциональности считается наиболее близким к центральному банку.

К началу XVII в. в Нидерландах имел место ряд проблем, решение которых было необходимо для дальнейшего развития как финансово­го рынка, так и мировой экономики в целом. Бурное развитие между­народной торговли привело к порче монет, высокой нагрузке на финан­совую систему большим количеством иностранных и отечественных платежных средств и хаосу в системе денежной эмиссии и обращения. Законодательная централизация чеканки монет и создание вексель­ного банка для учета векселей стали поворотным событием в истории финансового рынка. Теперь участники торговли могли не только при­обрести официально обеспеченные векселя, но и обменять их на моне­ты без порчи последних — порча монет стала бессмысленной, так как были установлены жесткие требования к монетам, на которые можно было бы приобрести вексель. Примечательно, что Амстердамский банк сосредоточил на себе эмиссионную функцию (хотя некоторые монет­ные дворы на территории Нидерландов в то время еще функциониро­вали) и функцию рефинансирования. Данный банк также осуществлял обмен валюты. При широком разнообразии циркулирующих иностран­ных валют и отечественных денег (флорины, дукаты различного про­исхождения, рийдеры) сначала был установлен фиксированный курс обмена валют на валюту банка. Позднее курс стал рыночным, и цена на валюту Амстердамского обменного банка формировалась по рыноч­ным принципам.

Амстердамский обменный банк нельзя назвать полноценным цен­тральным банком, так как, несмотря на то что он выполнял эмиссион­ную функцию, регулировал денежное обращение, осуществлял валют­ную политику и впоследствии рефинансирование, у данного банка было две отличительные черты, которые не позволяют ставить данный банк в ряд центральных банков: он не имел статуса государственного бан­ка страны и осуществлял расчетную, депозитную и обменную деятель­ность, целенаправленно получая гигантскую прибыль. Лишь со време­нем комиссии за обмен (так называемые agio) были снижены.

Практически одновременно с развитием финансовых отношений в Нидерландах аналогичные изменения происходили в Швеции. Недо­статок металла, инфляция и высокие государственные расходы привели к схожим преобразованиям. В 1656 г. был создан Стокгольмский банк (*Stockholms Banco*), который принадлежал предприимчивому частному лицу, Йохану Палмштруху, однако управлялся на основании установок шведского короля. В 1661 г. Стокгольмский банк выпустил банкноту, которая считается первой банкнотой[[22]](#footnote-22). Однако, несмотря на то что Ам­стердамский банк также осуществлял эмиссию чеков, схожих с банк­нотами, шведские банкноты свободно обращались, имея статус платеж­ных средств, и выпускались регулярно в большом масштабе. Уже через несколько лет, в 1664 г., Стокгольмский банк не смог обеспечивать об­ращение банкнот и был признан банкротом. В 1668 г. банк перешел под управление шведского парламента и вошел в структуру Риксенс Штен- дерс Банка (*Riksens Standers Bank),* который стал первым центральным банком[[23]](#footnote-23). Функциональность первого центрального банка после драма­тических событий с банкнотами была ограничена операциями рефи­нансирования и клиринга для обслуживания торговли.

Банк Англии стал следующим по счету центральным банком. В 1694 г. он был учрежден для управления государственным долгом, однако функционировал и как банк банков для рефинансирования, в том чис­ле и предоставления кредитов казне Великобритании. Примечатель­но, что Банк Англии ввел несколько финансовых инноваций (напри­мер, банковские чеки с возможностью овердрафта)[[24]](#footnote-24). Банк Англии осуществлял выпуск банкнот, учитывая проблематику конвертации банкнот в золото.

Начиная с XVIII в. в Европе, а затем и в других частях света ста­ли создаваться национальные центральные банки, что способствова­ло развитию денежного рынка и финансового рынка в целом. Появля­лись новые биржи и банки, в том числе с акционерным капиталом. На финансовом рынке стали возникать первые «мыльные пузыри», такие как потерпевшая крах в 1711 г. британская «Компании Южного моря» (*South Sea Company*), когда оптимистичная уверенность инвесторов в безупречности финансового состояния эмитента вызвала резкий рост цен на акции, противоречащий их реальной стоимости, что впослед­ствии привело к обесцениванию самих акций.

В это же время в Японии была основана рисовая биржа «Dojima kome ichiba», которая в первой половине XVIII в. стала первой биржей, на которой торговались стандартизированные срочные контракты, анало­гичные современным фьючерсам. Аграрная Япония, где заработная пла­та в определенных слоях общества рассчитывалась в рисе, нуждалась в финансовом институте, который выполнял бы функцию централизо­ванного обмена риса на платежные средства. В 1697 г. была открыта ри­совая биржа, уже в 1710-1730 гг. ставшая своеобразным финансовым центром[[25]](#footnote-25). Обращение большого количества срочных контрактов способ­ствовало развитию теоретических концепций для описания движений рыночных цен: так называемые японские свечи являются ярким при­мером первых инструментов анализа состояния финансовых рынков.

Ранний капитализм, известный как меркантилизм, оказал значи­тельное влияние на развитие финансового рынка: возникли два новых сегмента — рынок акций и рынок производных инструментов; возник­ли институциональные банки. Появление центральных банков и двуху­ровневой банковской системы усложнило структуру денежного рынка. Постепенная индустриализация экономики создавала новые предпо­сылки для развития финансового рынка. В то время как период ранне­го капитализма XVI-XVIII вв. характеризовался институционализаци­ей финансового рынка, период XIX и первой половины XX в. связан не только с появлением новых институтов и инструментов, но и с важны­ми преобразованиями в рамках уже сформировавшихся.

*Период развитого капитализма* (с конца XVIII до второй половины XX в.) связан с очень важными преобразованиями в финансовом рынке: появлением новых бирж, специализирующихся на финансовых инстру­ментах, возникновением финансовых рейтингов и индексов, появлением различных законодательных актов, регулирующих финансовые рынки. К такому катализатору развития финансового рынка, как потребность в торговом капитале, прибавилась потребность в производственном ка­питале: капиталоемкие отрасли экономики (например, строительство, и в особенности железнодорожное строительство) нуждались в долго­срочном финансировании.

В 1792 г. была основана Нью-Йоркская биржа, торги на которой первоначально проводились на улице Уолл-стрит под деревом. Позд­нее, в 1817 г., биржа была официально названа Нью-Йоркской фон­довой биржей. Котировки бирж стали достоянием не только заинте­ресованных лиц, но и общественности: с развитием технологий цены на финансовые инструменты стали распространяться с помощью сна­чала голубей Пауля Рейтера, основателя информационного агентства «Рейтерс»[[26]](#footnote-26), а затем и специализированных газет с биржевыми данны­ми. Производные инструменты также начали торговаться на биржах: создание Чикагской торговой палаты («CBOT») в 1848 г. стало точкой отсчета в истории стандартизированных производных биржевых кон­трактов, таких как форварды и фьючерсы.

Развитие капиталоемких отраслей — строительства, машиностро­ения, металлургии и железных дорог — стимулировало выпуск долго­вых и долевых инструментов для привлечения денежных средств. По­явились первые конвертируемые финансовые инструменты, первым примером которых может быть выпуск конвертируемых облигаций в акции в США от железнодорожной компании *Racine and Mississippi Railroad Company* в 1875 г. Их появление свидетельствует об установ­лении связей между сегментами финансового рынка и самими финан­совыми инструментами.

В 1896 г. в США был запущен первый индекс Доу-Джонса по 12 ак­циям. Впоследствии к данному индексу прибавились другие индексы, отображающие динамику финансовых инструментов на различных сег­ментах финансового рынка. Инвесторам была необходима не только ин­формация о ценах на финансовые активы, но и информация об их ка­честве, поэтому в конце XIX и в начале XX в. появляются рейтинговые агентства. Первым кредитно-рейтинговым агентством стала компания «Эквифакс» (*Equifax*), созданная в 1899 г. в США. В начале XX в. были созданы аналитические агентства *Moody's и Standard & Poor's*, которые впоследствии стали определять финансовое состояние компаний и стран с помощью рейтингов. Заметим, что инфраструктурные нововведения, такие как рейтинги и индексы, создали основу для новых финансовых инструментов. Например, в конце XX в. стали появляться производные инструменты, связанные с динамикой определенных индексов, такие как фьючерсы на биржевые индексы[[27]](#footnote-27). Рейтинги позволяют дифферен­цировать ценные бумаги и эмитентов по различным характеристикам, включая финансовое состояние эмитента.

В начале XX в. произошел переворот в понимании института цен­трального банка. Основание ФРС США в 1913 г. стало важным событи­ем в истории финансового рынка, так как с ее появлением изменилась модель функционирования монетарных властей: центральный банк стал играть важную роль в экономике в качестве государственного регуля­тора, обеспечивающего стабильность. Банковский акт, известный как закон Гласа—Стигала, разработанный и усовершенствованный в 1933­1935 гг., не только установил разделение банков на два типа (инвестици­онные и депозитно-кредитные), но и предопределил создание Комитета по открытым рынкам («FOMC») и разработку широкого перечня регу­лирующих актов, сформировавших новые элементы в механизмах регу­лирования ликвидности. Это усилило роль финансового рынка, в част­ности денежного рынка, в проведении монетарной политики.

В 1927 г. банком *J. P. Morgan Chase* были введены в обращение пер­вые депозитарные расписки для американских инвесторов на акции иностранных компаний, что позволило фондовому капиталу с большей легкостью преодолевать национальные границы[[28]](#footnote-28).

Капиталистическая формация дала миру ряд существенных преоб­разований, в том числе связанных с эволюцией финансового рынка, по­явление конвертируемых и новых стандартизированных производных инструментов, а также применение индексов, перевела финансовый ры­нок на новый качественный уровень.

На *этапе постиндустриального развития экономики* (вторая полови­на ХХ в.) происходит глобализация рынков, финансов и капитала. По­явился новый катализатор развития финансового рынка — потребность в спекулятивном капитале. Спекуляции всегда сопровождали торгов­лю теми или иными финансовыми инструментами, однако лишь во вто­рой половине XX в. потребность в спекулятивном капитале (создание секьюритизированных ценных бумаг и прочих инструментов, связан­ных с ними, а также производных инструментов без поставки базового актива) связана именно с переходом спекуляций в категорию катали­заторов развития финансовых рынков. Желание расширить и услож­нить рынок, вовлечь больше участников и тем самым увеличить при­быль, одновременно увеличивая и риски, стало новой движущей силой для развития финансового рынка.

Восстановление и экономический подъем после Второй мировой войны оказали существенное влияние на возникновение секьюритиза­ции. Банки были вынуждены создавать пулы кредитных активов для обеспечения финансирования последующих кредитов. Впервые се­кьюритизация ценных бумаг была применена к пулу ипотечных кре­дитов в 1970 г. в США. Государственная национальная ипотечная ас­социация выпустила первые секьюритизированные ценные бумаги[[29]](#footnote-29). Выпуск ценных бумаг, в основе которых лежали секьюритизирован­ные активы, стал финансовой инновацией, в дальнейшем применяе­мой и в других отраслях экономики. Секьюритизация позволила по­лучить системный эффект: жилье стало более доступно, увеличилось количество ипотечных кредитов и секьюритизированных ценных бу­маг. Объем ипотечных ценных бумаг, по данным Ассоциации инду­стрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA) на 2008 г. пре­высил $9 трлн, в то время как объем ценных бумаг, в основе которых лежат не ипотечные, а иные активы, составил на 2008 г. $2,6 трлн, что позволяет говорить о важной роли секьюритизиации в истории фи­нансового рынка[[30]](#footnote-30).

В 1970-е гг. произошли значительные изменения на рынке произ­водных инструментов: в 1973 г. в Чикаго была открыта первая биржа *CBOE*, специализирующаяся на торговле стандартизированными опци­онами. На бирже *CBOE* были применены различные инфраструктур­ные инновации: модель Black-Scholes для определения цен на опцио­ны и компьютеризация котировок[[31]](#footnote-31). Первоначально торговля велась по опционам на акции, однако затем список базовых активов пополнился кредитными и прочими инструментами.

Появление производного инструмента своп (swap) стало следующим важным событием: в 1981 г. была заключена первая валютная сделка типа своп между компанией *IBM* и банком международных расчетов. Через шесть лет, в 1987 г., номинальный объем торгов по свопам соста­вил $865 млрд США, а в 2006 г. эта цифра достигла рекорда и превыси­ла $289 трлн США, что свидетельствует о высокой популярности дан­ного инструмента[[32]](#footnote-32).

Следующим важным событием стала стандартизация межбанков­ского рынка. Межбанковский рынок сформировался при появлении первых банков, но только появление широкого спектра кредитных ин­струментов, в том числе и свопов, которые были связаны с динамикой процентных ставок на межбанковском рынке, требовало стандарти­зации показателей межбанковского рынка. Данный процесс был на­чат в Великобритании Британской банковской ассоциацией совместно с Банком Англии. В период с 1984 по 1986 г. был введен ряд показате­лей, таких как показатель ставок по свопам (BBAIRS) и ставка по меж­банковским кредитам BBALIBOR. По данным Британской банковской ассоциации, на сегодняшний день около 20% всех межбанковских кре­дитов в мире связаны с лондонским межбанковским рынком, а ставки считаются по 10 основным мировым валютам, что позволяет ставить данные индикаторы в статус глобальных индикаторов денежного рын- ка[[33]](#footnote-33). Введение стандартизации и унифицированных показателей спо­собствовало дальнейшему развитию финансовых инноваций в области кредитных инструментов.

Особый интерес вызывает появление форвардов без поставки ба­зовых активов. Данные производные инструменты были впервые ис­пользованы в 1990 г. и сразу же стали активно применяться в валют­ных спекуляциях[[34]](#footnote-34).

В конце ХХ в., в 1997 г., были введены принципиально новые кре­дитно-дефолтные инструменты. Введение первых дефолтных производ­ных инструментов (Credit Default Swap — CDS) банком *J. P. Morgan Chase* было осуществлено для перевода рисков дефолта по кредитам компании *Exxon* банку ЕБРР (*EBRD*). Таким образом банк *J. P. Morgan Chase* в 1997 г. вывел на финансовый рынок инновационный инстру­мент — кредитно-дефолтный своп. Так как данный дефолтный инстру­мент торгуется вне бирж и находится вне общепринятых юрисдикций регулирующих органов, инструменты CDS стали очень популярны: в 2007 г. номинальный объем торгов по ним составил $62 трлн США, что свидетельствует о высокой спекулятивной составляющей в тор- гах[[35]](#footnote-35).

Интеграционные процессы необходимо выделить как особую тен­денцию в рамках постиндустриального периода развития финансово­го рынка, несмотря на то что к принципиальным изменениям в струк­туре финансового рынка это не привело. Одним из ярких примеров интеграции стало создание биржи *EURONEXT* в 2000 г., которая объ­единила биржи Франции, Бельгии, Нидерландов и Португалии в еди­ную платформу[[36]](#footnote-36).

Постиндустриальная стадия развития финансового рынка не внес­ла новых элементов в его структуру, однако способствовала появле­нию ряда финансовых инноваций, которые в некоторых случаях пред­назначены преимущественно для спекуляций. Интеграция бирж и их инфраструктур является показателем высокой степени финансовой интеграции.

**Функции финансового рынка.** В ранних экономических теориях финансовый рынок представлен как структурный элемент экономики, основной функцией которого является посредничество в доступе к одно­му из важнейших производственных факторов — капиталу.

Функциональность современного финансового рынка значительно шире и включает в себя следующие составляющие: инвестиционную, инновационную, спекулятивную, а также функцию управления риска­ми и ценообразования.

*Инвестиционная функция* является исходной функцией финансо­вого рынка. Ее содержание по-разному трактовалось различными эко­номическими школами. Классическая и ранняя неоклассическая шко­лы воспринимали финансовый рынок как источник капитала, выделяя такие его характеристики, как процентная ставка и ее влияние на эко­номические процессы. Влияние финансового рынка и, в частности, ры­ночной ставки финансирования было определено не только в области производства, но и в области сбережений, тем самым подчеркивалось значение финансового рынка в микро- и макроэкономике.

Й. А. Шумпетер и Ф. А. Хайек, которые предложили свои теории ци­клического развития в 1912 и 1931 гг. соответственно, выделяли финан­совый рынок и банковскую систему как единственный источник кре­дита, необходимого для экономического роста, который, по их мнению, носит циклический характер. Финансовый рынок и банковская систе­ма, по мнению Й. А. Шумпетера[[37]](#footnote-37) и Ф. А. Хайека[[38]](#footnote-38), являются пассивны­ми участниками экономического роста, которые, адаптируясь к потреб­ностям рынка, предоставляют предпринимателям кредиты.

Работы Г. Марковица, Н. Калдора, О. Моргенстерна, У. Шарпа, Ф. Блэка и М. Шоулза, а также С. А. Росса во второй половине ХХ в. утвердили понятие финансового рынка как площадки для осуществле­ния инвестиций. Теория оптимизации портфеля инвестиций, механиз­мы ценообразования финансовых инструментов и управления риска­ми дополнили список функций финансового рынка.

Содержание инвестиционной функции как исходной функции фи­нансового рынка заключается в аккумуляции свободных денежных ка­питалов и сбережений и их последующим использовании в качестве инвестиционных ресурсов. При этом с помощью финансового рын­ка осуществляется перераспределение инвестиций между отраслями и сферами экономики, территориями и странами, компаниями, насе­лением и государством.

*Инновационная функция* финансового рынка и банковской системы впервые полноценно представлена в работе Й. Шумпетера «Бизнес- цикл» (1939): это эндогенное циклическое монокаузальное развитие, стимулом которого, по мнению автора, являются инновации, внедря­емые предпринимателями для получения прибыли и перехода на но­вый уровень развития экономики[[39]](#footnote-39). Введение инноваций не может быть профинансировано из текущих средств предпринимателя — для внедре­ния инноваций предпринимателям необходим заемный капитал, кре­дит, который может быть предоставлен только финансовым сектором. Й. Шумпетер подчеркивает, что инновации создаются не только пред­принимателями, но и банкирами: создание новых платежных средств и финансовых инструментов позволяет банкам увеличивать масштабы своей деятельности и предоставлять больше кредитов. Й. Шумпетер[[40]](#footnote-40) также предостерегает от безответственных инноваций и излишков ин­вестиций, которые неизбежно приводят к рецессии и затем к депрессии. Аналогичные заявления можно найти и в работах Ф. Хайека, который выделял связь инфляции и финансовых инноваций[[41]](#footnote-41). Следует отме­тить, что во второй половине ХХ в. финансовые инновации поощря­лись на государственном уровне: председатель Федеральной резервной системы США А. Гринспен в своих выступлениях неоднократно заяв­лял о благоприятном влиянии инноваций в области потребительского кредитования на экономику США[[42]](#footnote-42). Цикличность экономического ро­ста Й. Шумпетера и его предостережения по поводу финансовых ин­новаций оставались без должного внимания.

*Спекулятивная функция* финансового рынка стала выделяться ис­следователями в начале ХХ в. В 1900 г. Л. Бачельер опубликовал дис­сертацию по теме «Теория спекуляции», в которой анализировал дви­жения цен на акции, заявляя о феномене «случайных блужданий»[[43]](#footnote-43). Данный феномен был проигнорирован современниками, а наблюдения Л. Бачельера были оформлены в самостоятельную теорию «случайных блужданий» лишь в 1960-е гг. Л. Бачельер, работы которого значитель­но опережали свое время, был одним из первых, кто начал изучать про­блематику образования цен на финансовом рынке и рынке капитала (в частности, с точки зрения спекуляций).

*Функция управления рисками* состоит в том, что финансовый рынок создает для экономических агентов механизмы и возможности, которые они могут использовать для управления рисками. Это механизмы раз­деления, агрегирования, диверсификации рисков, а также их взаимной нейтрализации путем встречного и симметричного хеджирования, а так­же передачи рисков финансовым посредникам. Эта функция способ­ствует снижению финансовой неопределенности в экономике на осно­ве оценки рисков и их перераспределения между участниками рынка.

*Функция ценообразования* на финансовом рынке связана с противо­речивой гипотезой «эффективного рынка», а также с механизмами це­нообразования, разработанными экономистами, упомянутыми выше. Модели CAPM, ABT, Black-Scholes и варианты с учетом рациональных ожиданий представляют собой модели для определения цен на финан­совые активы[[44]](#footnote-44). Гипотеза «эффективного рынка», выдвинутая П. Саму- эльсом и Б. Мандельбротом в 1965-1966 гг., в свою очередь утверж­дает, что в рыночной цене активов заложена различная информация, которая влияет на предпочтения инвесторов[[45]](#footnote-45). Она создает возможность определять цены на финансовые активы и регулировать их в процессе совершения сделок. Таким образом, финансовый рынок представляет собой механизм, формирующий рыночную цену на капитал и финан­совые инструменты.

В современной экономической литературе основной функцией фи­нансового рынка часто называют обеспечение потока средств от эко­номических агентов, осуществляющих сбережение средств, к агентам, осуществляющим потребление средств. Однако трансформация сбере­жений в инвестиции с использованием рыночного механизма составля­ет сущность финансового рынка. В широком смысле финансовый ры­нок осуществляет функцию финансового посредника, обеспечивающего инфраструктуру для перераспределения денежных средств и выполня­ющего дополнительные функции: инвестиционную, инновационную, спекулятивную, управления рисками и ценообразования.

Некоторые российские экономисты по-иному классифицируют функции финансового рынка. Например, подразделяют все функции финансового рынка на общерыночные, которые присущи любому рын­ку, и специфические, присущие только финансовому рынку. А. Бель- зецкий[[46]](#footnote-46) к общерыночным функциям относит ценовую, коммерческую, информационную, регулирующую функции и дает им следующие ха­рактеристики. Ценовая функция заключается в установлении и обе­спечении процесса движения рыночных цен (курсов) на финансовые активы посредством сбалансирования спроса и предложения покупа­телей и продавцов. Коммерческая функция заключается в получении участниками рынка прибыли от операций с финансовыми активами. Информационная функция обеспечивает доведение рыночной инфор­мации о финансовых активах и участников торговли до экономических субъектов и воплощает ее в рыночные цены. Регулирующая функция заключается в определении приоритетов, органов контроля и управле­ния, порядка разрешения споров между участниками рынка, в создании правил торгов и участия в них. Выполняя эту функцию, финансовый рынок осуществляет регулирование рыночной экономики на отрасле­вом и территориальном уровнях. Реагируя на изменения среднеотрас­левой нормы прибыли, рынок способствует межотраслевому и межтер­риториальному «переливу» капитала.

Специфическими функциями финансового рынка он считает акку­мулирующую, перераспределительную, контрольную, страховую, сти­мулирующую и функцию воздействия на денежное обращение.

А. Дворецкая считает главной функцией финансового рынка транс­фер свободных ресурсов от сберегателей к заемщикам и инвесторам[[47]](#footnote-47). По ее мнению, финансовый рынок выполняет еще ряд функций и, в частно­сти, важнейшую макроэкономическую функцию — функцию содействия росту национального богатства и повышению общественной эффектив­ности; функцию управления рисками; функцию создания возможности выбора для потребителей финансового рынка между различными спо­собами увеличения дохода, а также между текущим и отложенным по­треблением.

1. *Петти У*. Трактат о налогах и сборах // Антология экономической классики: В. Петти, А. Смит, Д. Рикардо. М.: Эконов, Ключ, 1993. [↑](#footnote-ref-1)
2. *Кенэ Ф*. Избранные экономические произведения. М.: Соцэкгиз, 1960. [↑](#footnote-ref-2)
3. *Тюрго А. Р. Ж*. Избранные экономические произведения. М.: Соцэкгиз, 1961. [↑](#footnote-ref-3)
4. *Fisher I.* The Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and
Opportunity to Invest it. New York: Macmillan, 1930. Part II. Chapters 6-8. [↑](#footnote-ref-4)
5. *Mandel E.* The Formation of the Economic Thought of Karl Marx. London: New Left Books, 1971. P. 67-78. [↑](#footnote-ref-5)
6. *Knoll M*. The Ancient Roots of Modern Financial Innovation: The Early History
of Regulatory Arbitrage // Scholarship at Penn Law. 2004. Paper 49. P. 11-12. [↑](#footnote-ref-6)
7. См.: <http://viking.som.yale.edu/will/finciv/chapter1.htm>. [↑](#footnote-ref-7)
8. См.: <http://penelope.uchicago.edu/Thayer/E/Roman/Texts/secondary/> SMIGRA\*/Argentarii.html. [↑](#footnote-ref-8)
9. Ibid. [↑](#footnote-ref-9)
10. *Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G*. The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford University Press, USA. 2nd ptg edition. August 1, 2005. P. 31-43. [↑](#footnote-ref-10)
11. Ibid. P. 125-126.

1 См.: <http://www.silk-road.com/artl/papermoney.shtml>. [↑](#footnote-ref-11)
12. *Pezzolo L*. Government Debts and Trust. French Kings and Roman Popes as Borrowers // Rivista di Storia Economica. XV. 1999. P. 244. [↑](#footnote-ref-12)
13. *Bernholz P*. Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships. Edward Elgar Publishing, 2003. P. 34-35. [↑](#footnote-ref-13)
14. *Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G.* The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford University Press, USA. 2nd ptg edition. August 1, 2005. P. 125-134. [↑](#footnote-ref-14)
15. *Banaji J*. Islam, the Mediterranean and the rise of capitalism // Historical Mate­rialism 15 (1). Brill Publishers, 2007. P. 47-74. [↑](#footnote-ref-15)
16. *Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G*. The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford University Press, USA. 2nd ptg Edition. 2005. August 1. P. 192. [↑](#footnote-ref-16)
17. Ibid. [↑](#footnote-ref-17)
18. См.: <http://www.oldest-share.com>. [↑](#footnote-ref-18)
19. См.: <http://stadsarchief.amsterdam.nl/english/amsterdam_treasures/money/> voc\_aandeel\_van\_een\_wees/ index.en.html. [↑](#footnote-ref-19)
20. *Goetzmann W. N., Rouwenhorst K. G*. The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford University Press, USA. 2nd ptg edition. 2005. August 1. P. 191-205. [↑](#footnote-ref-20)
21. *Smart G*. The Knights Templar Chronology: Tracking History’s Most Intriguing Monks. Bloomington USA, 2004. P. 17. [↑](#footnote-ref-21)
22. См.: <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=9170>. [↑](#footnote-ref-22)
23. Ibid. [↑](#footnote-ref-23)
24. См.: <http://www.bankofengland.co.uk/about/history/major_developments2>. htm. [↑](#footnote-ref-24)
25. См.: <http://www.commodity.co.jp/english/study/History_of_Commodity> Futures\_in\_Japan.html. [↑](#footnote-ref-25)
26. См.: <http://www.encyclopedia.com/doc/1G2-3404707889.html>. [↑](#footnote-ref-26)
27. См.: <http://www.bloomberg.com/markets/stocks/futures.html>. [↑](#footnote-ref-27)
28. Deutsche Bank: Depositary Receipts Handbook, 2003. P. 7. [↑](#footnote-ref-28)
29. Statement of Cameron L. Cowan Partner Orrick, Herrington, and Sutcliffe, LLP On behalf of the American Securitization Forum November 5, 2003. [↑](#footnote-ref-29)
30. См.: <http://www.sifma.org/uploadedFiles/Research/Statistics/SIFMA_> USBondMarketOutstanding.pdf. [↑](#footnote-ref-30)
31. См.: <http://www.cboe.com/aboutcboe/History.aspx>. [↑](#footnote-ref-31)
32. Bank for International Settlements. Monetary and Economic Department OTC derivatives market activity in the second half of 2006. Basel, Switzerland, 2007. P. 7. [↑](#footnote-ref-32)
33. См.: <http://www.bba.org.uk>. [↑](#footnote-ref-33)
34. *Lipscomb L.* An Overview of Non-Deliverable Foreign Exchange Forward Markets. Federal Reserve Bank of New York, May 2005. P. 1-3. [↑](#footnote-ref-34)
35. ISDA Market Survey; Notional amounts outstanding at year-end, all surveyed contracts, 1987-present (PDF) // International Swaps and Derivative Association (ISDA)i. 2010. Apr. 8. [↑](#footnote-ref-35)
36. *Pagano M., Padilla A. J.* Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext «natural experiment». A report for Euronext Non-confidential version. 2005. P. 11-14. [↑](#footnote-ref-36)
37. *Streissler E*. Schumpeter’s Vienna and the role of credit in innovation, in H. Frisch (ed.), Schumpeterian Economics. New York: Praeger, 1981. P. 60-83. [↑](#footnote-ref-37)
38. Prices and Production and Other Works: F. A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard /Ed. de Salerno J. T. Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama, USA, 2008. [↑](#footnote-ref-38)
39. *Witt U*. How evolutionary is Schumpeter’s theory or economic development? // Industry and Innovation. Vol. 9. Numbers 1/2. April/August 2002. P. 7-22. [↑](#footnote-ref-39)
40. *Witt U*. How evolutionary is Schumpeter’s theory or economic development? // Industry and Innovation. Vol. 9. Numbers 1/2. April/August 2002. P. 7-22. [↑](#footnote-ref-40)
41. *Streissler E.* Schumpeter and Hayek: on some similarities in their thought // Machlup F., Fels G. and Mueller-Groeling H. (eds.). Reflections on a Troubled World Economy. London: Macmillan, 1983. P. 356-364. [↑](#footnote-ref-41)
42. См.: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19971011.htm>. [↑](#footnote-ref-42)
43. *Bouchaud J. P., Gefen Y., Potters M., Wyart M.* Fluctuations and Response in Financial Markets: The subtle nature of ‘random’ price changes // Quantitative Finance. Vol. 4. 2004. P. 176. [↑](#footnote-ref-43)
44. *Fama E. F., French K. R*. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence//
Journal of Economic Perspectives. Vol. 18. Number 3. Summer, 2004. P. 25-46. [↑](#footnote-ref-44)
45. *Sewell M.* History of the Efficient Market Hypothesis. Department of Computer Science University College London, 2008. P. 5-7. [↑](#footnote-ref-45)
46. *Бельзецкий А. И.* Финансы и финансовый рынок: Учебно-методический ком­плекс. Минск: Изд-во МИУ, 2010. С. 276-277. [↑](#footnote-ref-46)
47. *Дворецкая А. Е*. Рынок капитала в системе финансирования экономического развития. М.: Анкил, 2007. С. 16. [↑](#footnote-ref-47)