

## **СИСТЕМА ОЦЕНКИ АКТИВОВ: ИНСТИТУТЫ И КРИЗИСЫ**

### **THE ESTIMATION OF VALUE ASSET: INSTITUTIONS AND CRISES**

Криничанский Константин Владимирович, доцент кафедры финансов и кредита Южно-Уральского государственного университета, кандидат экономических наук

#### **АННОТАЦИЯ**

Одним из наиболее острых проявлений экономического кризиса 2007–2009 годов является паралич на кредитных рынках, снижение активности в некоторых других сегментах финансового рынка, нарушения в работе системы оценки активов. Причины таких явлений находят в неудовлетворительном управлении рисками финансовых посредников при одновременном стремлении с их стороны максимизировать прибыль, сложности новых финансовых продуктов, которые возникли относительно недавно и достаточно быстро стали предметом операций значительной части игроков, потере доверия банков друг к другу, необдуманных (высоколевериджных) инвестициях нефинансовых корпораций, легкомысленности потребителей, живущих в кредит, мягкой денежной политике властей и прочих весьма различающихся по своему содержанию вещах. В настоящей статье из всего этого клубка причин, событий и явлений мы выделяем и пытаемся отследить причины прежде всего институционального характера, замыкая их на том, как они могут воздействовать на работу той части рыночного механизма, который, главным образом, связан с функцией оценки активов и финансовых инструментов, циркулирующих в рамках финансового рынка.

#### **КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА**

На русском: новая институциональная экономическая теория, финансовые рынки и институты, оценка активов, финансовый кризис, государственная политика, регулирование

На английском: The New Institutional Economics, Financial Markets and Institutions, Value Asset, Financial Crises, Government Policy, Regulation

#### ***1. Система оценки активов и модель финансирования экономики***

Система оценки активов – это весьма сложное понятие. Рассматривая сторону ее повседневной работы, можно заметить, что она включает общепринятые или установленные правила, согласно которым исходная

информация, которой располагают игроки на финансовом рынке (частные инвесторы, финансовые институты), преобразуются ими в таргет-цены на финансовые активы, на основе сопоставления которых с рыночными ценами эти игроки принимают и реализуют решения, связанные с инвестициями, операциями на кредитном рынке и т.д. В этом смысле система оценки активов является связующим звеном между контрагентами, готовыми вступить в отношения по поводу купли-продажи денежных ресурсов и различных финансовых инструментов (в том числе, например, инструментов хеджирования). Она является тем языком, на котором говорят и который понимают все игроки рынка.

Данная система способствует алгоритмизации поведения экономических агентов, то есть упрощает процесс переработки информации и принятия решений. В этом смысле она является итогом долгой эволюции финансовой системы, в основе которой лежит процесс максимизации полезного эффекта от скоординированных действий рыночных агентов и минимизации издержек, в данном случае, преимущественно, – трансакционных.

Другой стороной системы оценки активов является то, что она является производной от экономических институтов, зависимой от множества порой кроющихся довольно глубоко деталей, с помощью которых эти институты выполняют собственные функции. Несложно заметить, что эта система должна отвечать доминирующей модели финансирования. В период преобладания институциональной модели, преимущественно основанной на банковском кредите, функции оценщика брал на себя банк-кредитор (другие контрагенты заемщика, в том числе держатели облигаций, могли спокойно полагаться на свое представление о репутации банка (как правило, более публичного института), учитывающего его векселя). Банк хорошо знал своего заемщика и стремился адекватно оценить риски. Банки часто оказывались и крупнейшими держателями акций заемщиков (германская модель), а многие крупнейшие фирмы находились вовсе в единоличном или семейном владении, так что не выпускали акции, что определяло их специфические способы финансирования их деятельности и их расширения. Такая модель преобладала в Европе и других регионах на протяжении XIX и в первые десятилетия XX века.

Сформированная параллельно с ней и к 1930-м гг. сравниваемая по своему значению в мире модель заимствования через рынки капитала<sup>1</sup> оказалась более сложной. Данная модель, продвинутая в основном усилиями англо-саксонских стран и прежде всего США сочетала в себе работу как банков, так и иных финансовых посредников по обеспечению фирм и других участников рынка необходимыми им финансовыми ресурсами, разделению, распределению (передаче) и диверсификации рисков, оценке характеристик

---

<sup>1</sup> Рынки капитала обеспечивают большую диверсификацию способов и источников финансирования, так как включают рынок банковских кредитов, рынок облигаций и рынок акционерного капитала.

заемщиков, размещаемых и обращающихся на рынке ценных бумаг. Важное звено в данной модели было отведено фондовой бирже, которая после принятия в США законов о ценных бумагах и биржах стала важнейшим институтом, не просто перекачивающим ресурсы из одних фондов в другие, но осуществляющим селекцию ценных бумаг и фирм, открывающим возможности для строительства и финансирования бизнеса различными категориями компаний. Эволюция данной модели вызвала к жизни новые специализированные сервисы на инвестиционном рынке. Особое место здесь заняли рейтинговые агентства, предложившие удобную для принятия решений, связанных с инвестированием в ценные бумаги (и пожалуй единственно возможную при участии на рынке большого множества агентов) шкальную систему оценки рисков.

Следует отметить, что институт ценной бумаги, являющийся наряду с институтом финансового посредничества одним из ключевых компонентов рынка капиталов, подразумевает сложный механизм расщепления и распределения прав собственности, в результате которого ценная бумага образуется, становится оборотоспособным документом и, наконец, товаром, вместе с тем чрезвычайно сильно привязанным к особенностям институционально-правовых отношений. Иными словами, качество работы рынка ценных бумаг и финансового рынка в целом серьезно зависит от степени развития институтов защиты прав собственности (в том числе, прав инвестора и акционера), института банкротства (здесь уже речь идет о защите прав кредитора и держателя облигаций), прочих институтов, того, насколько успешно работает в экономике система правоприменения, а также, имеются ли традиции внесудебного разрешения споров, насколько они распространены и эффективны.

Развитие такой модели произошло в ответ на рыночные фрикции, главным образом, высокие транзакционные издержки, блокирующие возможности самостоятельных действий большого количества отдельных инвесторов и было тесно связано с историческими, правовыми и иными особенностями формирования экономических систем в англо-саксонских странах. В ее рамках быстро возникли дополнительные институты, обеспечивающие игроков специальными информационными продуктами, так что теперь каждый инвестор в отдельности должен был затрачивать предельно малый объем средств на поиск и обработку информации, которая необходима для оценки рыночных, кредитных и иных рисков эмитента. Ценные бумаги без этой оценки, лежащей в основе действий инвесторов, не находили бы ликвидного рынка. Полагаясь на сигналы, подаваемые финансовыми институтами – инвестиционными банками и компаниями, рейтинговыми и информационно-аналитическими агентствами, аудиторами, инвесторы и иные категории агентов стали совершать множество операций, посредством которых осуществлялось непрерывное финансирование значительной части экономики. Следуя каждый собственным интересам,

данные агенты в процессе скоординированного взаимодействия на финансовом рынке отвечали тем самым целям всей экономики. Таким образом, от того, как работают институты финансового рынка, насколько удовлетворительно настроена система оценки активов, облегчающая процесс принятия решений отдельными агентами, стало зависеть протекание экономического процесса в целом и даже экономический рост как его качественный результат.

Это повлекло за собой привлечение внимания общественности к развитию таких институтов, свойственных им технологий, оказываемым ими услугам. Законодательство о ценных бумагах, финансовых рынках и посредниках в США, Великобритании, европейских странах, Японии непрерывно совершенствовалось в течение XX столетия. Это совершенствование касалось порядка и объема раскрытия эмитентами и финансовыми посредниками информации (в том числе в части корпоративной отчетности), порядка допуска ценных бумаг на биржу, информационного обеспечения работы организованного рынка, деятельности аудиторских компаний (заключения которых стали неременным требованием полноты и достоверности корпоративной отчетности в США после 1930-х, в Японии и Европе – в конце 1940-х гг.). С начала послевоенного подъема на рынке стали широко востребованы рейтинговые продукты (представляющие их компании – рейтинговые агентства – были известны инвесторам еще с периода до начала Второй мировой войны). Получение рейтинга инвестиционного уровня стало обязательным атрибутом для допуска бумаг к обращению на организованных рынках, включения облигаций в инвестиционные портфели пенсионных, страховых и взаимных (паевых) фондов.

## ***2. Связь трансформаций финансовых институтов и кризисов***

Несложно увидеть связь между ключевыми моментами в формировании и трансформации институтов финансового рынка и сотрясавшими экономику в прошлом экономическими и банковскими кризисами. Такие кризисы являлись по сути или выявляли с наибольшей остротой поломки в системе оценке активов.

Именно рассмотрение в таком контексте позволяет определить что, как кризисы прошлого, так и современный кризис не являлись и не являются приговором финансовому рынку, полным фиаско его институтов, но скорее свидетельствуют о том, что эти институты не стоят на месте. Собственно, можно наблюдать два общих заключения относительно «соотношения» институтов и кризисов: либо развитие финансовых (более широко, экономических) институтов не поспевает за скоростью происходящих в экономике изменений, либо инновации в финансовой системе слишком быстры и растущая сложность ее работы оказывается фактором,

способствующим неэффективному и опасному распределению рисков, вызывающему коллапс. Комментарии, которые сегодня звучат в отношении современного кризиса главным образом подходят под второй случай.

Если изучать историю существования финансового рынка в данном ключе, то выяснится, что кризисы системы оценки активов случались не так уж редко. Большинство крупных перегревов рынка и биржевых крахов, по сути, являлись «коллапсами» этой системы. И дело не в том, что они сопровождались либо иррациональным ажиотажем при покупках, либо паникой при продажах ценных бумаг. Скорее следовало бы находить более глубокие экономические и правовые причины именно такого развития событий, не отдавая его объяснение полностью на откуп социальных психологов. Не имея возможности в рамках настоящей работы дать оценку всем экономическим или институциональным составляющим сбоям в системе оценки активов и возникающих кризисов на финансовых рынках, отметим, что весьма серьезные, на наш взгляд, последствия могут принести как предшествующие им институциональные изменения, так и накопленные институциональные проблемы, формирующие определенные ожидания экономических агентов. Так, например, кризис 1929 года в значительной (пусть и не в полной) мере может быть объяснен тем, что система (институт) золотого стандарта оказалась слишком тесной для дальнейшего развития экономики, эффективные способы обеспечения денежного предложения не были достаточно хорошо отработаны, не было известно о методах и инструментах управления рисками в связи с растущими инвестициями агентов в ценные бумаги, недвижимость, права на землю и разработку недр.

Рост количества полноценных денег завершился к концу 1928 года. Совокупная денежная масса в США на 31 декабря 1928 г. составляла 73 млрд долл. В середине 1929 г. она равнялась 73,26 млрд долл., то есть рост составил всего 0,7 % в пересчете на год. Денежная масса оставалась на одном уровне, рост был ничтожным. Но поскольку бум в экономике продолжался, это требовало большего объема денег. Кредит требовался также в связи с тем, что в экономике все большую роль стали играть способы финансирования через рынок капитала. Стоимость выпущенных ценных бумаг непрерывно росла и достигла на 1 октября 1929 г. почти 87 млрд долл., значительно вырос объем средств на чековых депозитах, отношение *C/D* (наличность/депозиты) резко снизилась [7, с. 425]. Однако меры, предпринятые ФРС весной 1929 г. показали, что Совет ФРС не увидел качественного изменения свойств системы, так что запрет банкам – членам ФРС выдавать кредиты для покупки акций, поднятие учетной ставки, направленные на сокращение объема денег в обращении, прекращение чистых продаж государственных облигаций на открытом рынке привели к обвалу рынков, «исчезновению» огромных масс капитала и стали важнейшими составляющими старта Великой Депрессии.

Одновременно текущие проблемы работы российского кредитного рынка не менее тесно связаны с тем, способны ли работать в экономике такие ключевые институты, как институт банкротства. Неэффективная работа данного института (в том числе неэффективная работа суда и правоохранительных органов) становятся серьезным препятствием для перезапуска системы широкого кредитования банками предприятий. Как верно замечает К. Сонин, «причина того, что банки не хотят ссужать деньги предприятиям, состоит не только в том, что деньги нужны им самим, чтобы возвращать собственные долги, [а в том,] что банки знают, что нет никаких эффективных средств возврата выданных кредитов» [10].

Современному мировому кризису предшествовало множество институциональных изменений, нововведений и основанных на их базе рыночных трансформаций. Эти изменения в начальной стадии процесса вызвали рост финансовых инноваций и реноваций и бурный рост финансовых рынков. С 1970-х гг. образовалось несколько «каналов» такого расширения. Во-первых, это новая международная валютно-финансовая архитектура, построенная на принципе плавающих валют. Именно она, обслуживая процессы глобализации (построения глобальной структуры производства), расширения мировой торговли, вызвала к жизни такие инструменты, как валютные и процентные свопы, объемы рынков которых многократно превзошли размеры мирового ВВП (см. табл. 1).

Таблица 1

Номинальная стоимость всех выпущенных на внебиржевом рынке производных финансовых инструментов, США, 1998–2008 гг. (трлн долл.)

|                                 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Июнь 2008 | Дек. 2008 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|-----------|
| Контракты на валюту:            | 18   | 14   | 16   | 17   | 18   | 24   | 29   | 31   | 40   | 56   | 63        | 50        |
| форварды и форекс-свопы         | 12   | 10   | 10   | 10   | 11   | 12   | 15   | 16   | 20   | 29   | 32        | 25        |
| валютные свопы                  | 2    | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | 8    | 9    | 11   | 14   | 16        | 15        |
| опционы                         | 4    | 2    | 2    | 2    | 3    | 6    | 6    | 7    | 10   | 13   | 15        | 10        |
| Контракты на процентные ставки: | 50   | 60   | 65   | 78   | 102  | 142  | 191  | 212  | 292  | 393  | 458       | 419       |
| форварды на процентные ставки   | 6    | 7    | 6    | 8    | 9    | 11   | 13   | 14   | 19   | 27   | 39        | 39        |
| свопы на процентные ставки      | 36   | 44   | 49   | 59   | 79   | 111  | 151  | 169  | 230  | 310  | 357       | 328       |
| опционы                         | 8    | 9    | 9    | 11   | 14   | 20   | 27   | 29   | 43   | 57   | 62        | 51        |
| Контракты,                      | 1    | 2    | 2    | 2    | 2    | 4    | 4    | 6    | 7    | 8    | 10        | 7         |

|                          | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Июнь<br>2008 | Дек.<br>2008 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|--------------|
| привязанные<br>к акциям: |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |              |              |
| форварды и<br>свопы      | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 1    | 1    | 1    | 2    | 2    | 3            | 2            |
| опционы                  | 1    | 2    | 2    | 2    | 2    | 3    | 4    | 5    | 6    | 6    | 8            | 5            |
| Товарные<br>контракты    | 0    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 5    | 7    | 8    | 13           | 4            |
| Свопы CDS                | -    | -    | -    | -    | -    | -    | 6    | 14   | 29   | 58   | 57           | 42           |
| Всего<br>контрактов      | 80   | 88   | 95   | 111  | 142  | 197  | 258  | 298  | 415  | 595  | 684          | 592          |

Источник: Банк международных расчетов [14].

Бурный рост финансовых рынков может быть также показан на примере появления и беспрецедентного расширения сегментов бумаг, возникших в результате секьюритизации активов<sup>2</sup> (см. табл. 2). Секьюритизация революционным образом изменила способы осуществления займов компаниями и физическими лицами<sup>3</sup>. Только таких их разновидностей, которые были покрыты потоками ликвидности от погашения ипотечных кредитов к середине 2007 г. на рынок было выпущено на многие сотни миллиардов долларов. Существенной особенностью их рынков, как и рынков других новых финансовых инструментов являлось то, что они сформировались как внебиржевые, а следовательно, избегали серьезного регулирования. Предположительно, снятие проблем доверия здесь было возложено на доведение институциональной конструкции выпускаемых в результате секьюритизации облигаций (данные бумаги считались облигациями с заранее заданными свойствами, в частности, это касалось обязательного присвоения рейтинга, для обеспечения гарантированности поступлений по денежным потокам могло быть предусмотрено накопление денежных сумм финансовым агентом для гарантирования получения владельцами облигаций предполагаемых денежных поступлений),

<sup>2</sup> Секьюритизацией активов называют технику финансирования (рефинансирования), предусматривающую объединение неликвидных финансовых активов в виде банковских кредитов или иных активов, образующих денежный поток, в пулы однородных активов, которые являются обеспечением выпускаемых в результате такой секьюритизации облигаций.

<sup>3</sup> К 2006 году было известно о существовании программ секьюритизации долговых обязательств не менее 16 типов, включая процентные выплаты по ипотечным займам, лизинговые платежи, поступления от платных автомобильных дорог, выручка телефонных компаний, выручка автотранспортных компаний, платежи за телевидение, выручка за авиабилеты, поступления от ресторанного бизнеса, платежи по договорам франчайзинга, поступления по экспортным контрактам, оплата услуг медицинских учреждений, налоги, сборы и пошлины, право на добычу полезных ископаемых, плата за школьное обучение, поступления от морских контрактов, выручка компаний коммунального хозяйства.

транширование выпусков обеспеченных активами и ипотечных ценных бумаг (обеспечивающее выделение разных с точки зрения кредитного качества выпусков), достройку рынка, например, за счет выпуска еще одного уровня производных ценных бумаг (так называемых CDO), за счет которых можно было добиваться продолжения решения проблемы долгосрочного финансирования за счет выпуска краткосрочных бумаг<sup>4</sup>.

Таблица 2

Рынок облигаций в США, нач. 2006 г. (без коммерческих бумаг) (трлн долл.)

| Вид облигаций  | Объем находящихся в обращении инструментов |
|--|--|
| Ипотечные ценные бумаги, выпущенные государственными агентствами | 3,68                                       |
| Ипотечные ценные бумаги, выпущенные частными эмитентами          | 1,19                                       |
| Прочие ипотечные ценные бумаги*                                  | 0,59                                       |
| Ценные бумаги, обеспеченные активами                             | 1,37                                       |
| Корпоративные облигации  | 5,03                                       |
| Долговые ценные бумаги федеральных агентств                      | 2,6  |
| Ценные бумаги штатов и муниципальные ценные бумаги               | 2,22                                       |
| Ценные бумаги Казначейства США                                   | 4,17                                       |
| Всего  | 20,85                                      |

\* обеспечены нестандартными ипотечными кредитами, такими как кредиты заемщикам с плохим кредитным рейтингом

Источник: Statistical Abstract of United States: 2007 [15]

Расширение данных рынков периодически прерывалось самостоятельными относительно некрупными кризисами и на настоящем этапе приостановилось в связи с переходом к стадии глубокого падения рынков и начавшейся рецессии. Как текущий, так и предшествующие кризисы сопровождались значительными, порой беспрецедентными распродажами<sup>5</sup>, резким усилением волатильности на большинстве рынков, бегством инвесторов в качество и т.п. Однако с точки зрения институционального анализа в основе этого процесса лежит либо знание агентов о несовершенствах, заложенных в систему, которые не позволяют однозначно идентифицировать, например, уровень кредитных рисков контрагента и вполне закономерно приводят к деструкции доверия на рынках: игроки перестают доверять друг другу, спешно пересматривают свои оценки справедливых уровней цен на финансовые активы, закладывая в них

<sup>4</sup> Вместе с тем, специалистами отмечались значительные проблемы, вытекающие из секьюритизации, например, отсутствие традиции на рынке указывать на конкретную цель заимствования, невозможность залога, неопределенность платежей, отсутствие статистики и пр.

<sup>5</sup> К концу 2008 г. фондовые рынки мира потеряли почти 25 трлн долл. капитализации, то есть около 40 % своей докризисной рыночной стоимости. Падение рынков в развитых странах составило около 30–35 %, в развивающихся – до 60–70 %.



непомерно высокие дисконты, вынужденно занимают выжидательную позицию. Именно такого рода ситуация возникла на рынках после краха в сентябре 2008 года инвестиционного банка *Lehman Brothers*. Однако предпосылки для ее возникновения образовались гораздо раньше. Их выявление приводит нас вновь к исследованию сформированной в рамках англо-саксонской системы модели финансирования. Ее приспособленность к потребностям растущей экономики оборачивается возникновением предельно рискованных конструкций и «напряжением» призванных скреплять их контрактных отношений. Обобщенно типичную проекцию таких конструкций можно представить следующим образом: одни агенты соглашаются заимствовать, не имея стабильных доходов для возврата долгов (физические лица), или заранее понимая, что долговая нагрузка не позволяет закрыть ее собственным денежным потоком даже в течение длительного периода (нескольких лет), а значит требует неоднократного рефинансирования (бизнес)<sup>6</sup>; другие агенты (ипотечные компании, банки) соглашаются предоставить такие займы; третьи (также финансовые посредники) соглашаются инвестировать в рискованные бумаги, которые выпущены под выданные кредиты или иные активы, формирующие денежный поток. Однако такие «соглашения» оказываются весьма ненадежными, и под воздействием изменившейся ситуации и адаптации ожиданий быстро разрушаются, по крайней мере, в том смысле, что изменившиеся условия, сказываясь на предпочтениях агентов и их аппетитах к риску, прекращают возобновление этих соглашений.

Перегревы рынка, ведущие так называемое «надутие пузырей» и биржевые крахи одинаково болезненны для финансовых рынков, однако между ними есть важное различие. В период роста рынка агенты в своей массе склонны вести себя так, что это выглядит как чрезмерное доверие друг к другу, игнорирование значительных рисков, вытекающих из операций с финансовыми инструментами, следуют за рынком, стремятся максимизировать прибыль за счет открытия позиций с кредитным плечом. При этом на рынке наблюдается удивительное единодушие и для пессимистов не находится места (трезво оценивающие ситуацию менеджеры просто теряют работу). В период обвала рынка доверие участников друг к другу улетучивается, зато обостряется инстинкт скрупулезной оценки существа контрактов, заложенных в используемые бизнес-модели, делается более серьезная оглядка на систему инфорсмент<sup>7</sup>, раздаются призывы упростить финансовую систему. Нельзя не согласиться, что потеря доверия игроков может многократно усилить негативные проявления кризиса. Однако может ли эту проблему решить реформа финансовой архитектуры? Думаю,

---

<sup>6</sup> Подобная бизнес-модель уже сама по себе является источником множества рисков, что показано в работе Ф. Наумова [8].

<sup>7</sup> В этом, возможно, состоит одна из причин разной глубины падения развитых и формирующихся рынков.

что на этот вопрос (если вести речь о каких-то быстрых результатах) следует дать отрицательный ответ, так как для проведения такой реформы и адаптации игроков нужен достаточно длинный временной отрезок. Следует ли в таком случае ждать, пока рынок перезапустится вследствие закачки ликвидности или иных срочных мер, подобных тем, что предпринимаются правительствами и национальными банками в последний год? Тоже нет, так как подобные меры носят скорее «пожарный» характер, спасают от полного краха, лишь временно заглушают, но не вылечивают «болезнь». Это хорошо видно из изучения хронологии современного кризиса<sup>8</sup>.

Август 2007 – февраль 2008 г.: дефолты по низкокачественным (*subprime*) ипотечным кредитам вызывают шок в финансовой системе, быстро распространяющийся на значительные по своим объемам сектора. Растет неопределенность относительно масштабов и дистрибуции убытков. В августе 2007 г. первый этап кризиса доверия и нарушения равновесия испытывает рынок межбанковского кредитования. Одновременно, как обнаруживается позднее, инвесторы и финансовые институты, полностью полагавшиеся на финансовую отчетность, так и не получают необходимые сигналы о повышенном риске вложений в ценные бумаги, осуществления кредитных операций или участия в соглашениях о передаче рисков. По мнению экспертов конференции «Финансовый рынок: шторм продолжается» (23.09.2008), организованной *RiskMetrics Group*, если рассматривать (корпоративную) финансовую отчетность, нельзя было с очевидностью (уверенностью) утверждать, что финансовые институты брали и продолжали брать на себя слишком большие риски [16].

Середина марта – середина сентября 2008 г.: поглощение *Bear Stearns* замедляет снижение, но банковские убытки и списания накапливаются, поскольку спад воздействует на цены активов. Растет число стран, которые затрагивает кризис. Кризис ликвидности вызывает еще более серьезный по своим проявлениям и ожидаемым последствиям кризис платежеспособности, что увеличивает давление на финансовые институты (финансовых посредников). Фиксация падения цен на рынке недвижимости, сопоставленная с данными о том, что ипотечные кредиты характеризуются высоким значением отношения «кредит/зalog», часто достигающим 75–80 % [3, с. 20], создают более четкое представление о продолжении быстрого нагнетания факторов риска.

Сентябрь 2008 – конец октября 2008 г.: Банкротство *Lehman Brothers* вызывает нарастающее бегство из ключевых финансовых рынков. Все большее число финансовых институтов терпит крах. Потеря доверия затрагивает рынки и страны в глобальном масштабе. Предпринимаются беспрецедентные и всеобъемлющие меры государственного вмешательства,

---

<sup>8</sup> При составлении данной иллюстрации использовались данные доклада Банка международных расчетов [13], а также материалы сайта компании «RiskMetrics Group» [16].

направленные на решение проблем. Американское Федеральное правительство впрыскивает в финансовую систему США и Европы приблизительно 600 млрд долл. ликвидности, но это никак не улучшает состояние доверия на рынках: спрэды на рынке долговых бумаг и кредитных свопов остаются значительными и не показывают тенденций к снижению. Поскольку доверие падает или, по крайней мере, не восстанавливается, а условия финансирования ужесточаются, прогнозы относительно перспектив компаний и экономик разных стран пересматриваются резко вниз.

Нельзя не заметить характерную особенность развития кризиса в течение 2008 года: в этот период действия правительства, направленные на купирование кризиса, все в меньшей степени находят ожидаемую ответную реакцию рынка. Если покупка *Bear Stearns*, спасение *Fannie Mae* и *Freddy Mac* вызвали соответственно восьми и четырехнедельное ралли на рынках, то уже беспрецедентное вливание (в объеме 85 млрд долл.) в *AIG* не привело не только к оживлению рынка, но, напротив, сопровождалось пятипроцентным падением. То же случилось и в период вливания Федеральным правительством 600 млрд долл. в банковскую систему: падение рынков на 3–4 % и расширение спрэда по свопам *CDS*. Как отмечалось в работе Л. Григорьева и М. Салихова, «доверие [оказалось] подорвано не только к тем или иным финансовым инструментам и институтам, но и в целом к регуляторам и экономическим ведомствам», а традиционные методы оживления рынков оказались неработоспособными [1, с. 33].

Ноябрь 2008 – март 2009 г.: Рынки остаются волатильными, экономическая статистика показывает все более худшие уровни; при продолжающемся правительственном вмешательстве отчеты относительно доходности компаний и перспектив роста экономики остаются слабыми, сохраняется неопределенность. Спад означает, что убытки по кредитам продолжают расти. Предпринимаемые антикризисные меры, включая вливания ликвидности, глубокое исследование крупнейших банков на предмет выявления значительных проблем и выдача предписаний по увеличению капитала тем из них, в которых такие проблемы были обнаружены, точечная мягкая национализация банков, меры в налоговой сфере, нацеленные на повышение ликвидности корпоративного сектора и др. не оказывают в этот период воздействия на снижение глубины возникших проблем, в том числе на восстановление доверия и восстановление работоспособности системы оценки активов. Некоторые из предпринятых мер вовсе загоняют проблему вглубь. Это, в частности, касается изменений правил бухгалтерского учета в банках, проведенных в экстремальном режиме в конце сентября 2008 г. в США, 15 октября – в Европе, в начале ноября – в Японии<sup>9</sup> и Южной Корее. Данные изменения затронули методики оценки банками на своих балансах некоторых классов активов и заключались в

---

<sup>9</sup> Япония уже однажды предпринимала такие меры, однако испытала впоследствии негативный опыт десятилетней стагнации [10].

замене подхода к оценке по текущей рыночной стоимости подходом, основанным на вычислении амортизируемой стоимости активов. Как сообщает А. Кокшаров, это привело к быстрому, но весьма опасному «улучшению» отчетов некоторых западных банков (улучшению «на бумаге»), однако позволило избежать списания сумм, составлявших обесценение активов, неизбежного возникновения неуправляемого дефицита капитала под резервирование [4]. Отказ от некоторых из предлагаемых альтернативных мероприятий, таких как создание «плохих банков», «зачистка» банковской системы (закрытие проблемных банков) или принуждение банков выделить токсичные активы<sup>10</sup> с целью восстановления доверия означает, что власти не рассматривают их как действенные в сложившейся ситуации.

Апрель 2009 г. – настоящий период: Цены на активы несколько восстанавливаются после принятых правительствами мер. Но признаки рыночной дисфункции остаются, поскольку *официальные усилия оказались не в состоянии полностью восстановить доверие в глобальной финансовой системе*. Продолжается нарастание потерь банков по ранее выданным кредитам.

### ***3. К поиску рецептов***

Самое неприятное, что произошло за последние 12 месяцев заключается в том, что масштабы финансового бедствия достигли границ системного кризиса: компании, население и банки-партнеры утратили возможность определить, у кого из контрагентов какой глубины проблемы. Кризис, проявившийся в невозможности достоверной оценки активов, в том числе находящихся на балансе коммерческих банков, достиг своего пика. В такой ситуации банки стали вынуждены держать деньги (в том числе полученные от правительства) как подушку безопасности на случай углубления кризиса или будущих трудностей с созданием резервов и рефинансированием. Это неизбежная плата за неопределенность повлекла кредитное сжатие и еще большее давление на корпоративный сектор.

Отсюда следует вывод, что требуется осуществление усовершенствования тех институтов, которые отвечают за оценку кредитных рисков и несущих некоторые другие атрибутивные функции системы обмена финансовыми требованиями. Однако ошибочно было бы искать виновных в лице рейтинговых агентств, весьма щепетильно относящихся к сохранению своей высокой репутации и преимущественно добросовестно выполнявших

---

<sup>10</sup> Это было сделано в Швеции в 1992 г. и позволило ценой падения ВВП на 6 % предотвратить стагнацию [10]. Однако эта мера не рассматривается как действенная, так как таких активов может оказаться слишком много: как сообщает журнал «Эксперт», около 50 % банковских балансов в США и Европе приходится на деривативы, как раз находящиеся сегодня в проблемном «фланировании» [4].

свои функции. Как показывает статистика прошлого и настоящего их мнение, выраженное в присваиваемых ценным бумагам рейтингах, четко подтверждается рыночной историей эмитентов и их ценных бумаг<sup>11</sup>, а сами рейтинги достаточно хорошо следуют кредитному качеству рейтингуемых объектов<sup>12</sup>.

На наш взгляд все, что предпринималось или озвучивалось под лозунгом «починки» институтов, отвечающих за оценку рисков, и направленных на регулирование рейтинговых агентств, носило характер успокоительной меры, нежели действительно решения проблемы, что называется, «от корня». Так, поправки в Кодекс профессиональной этики рейтинговых агентств, разработанный IOSCO<sup>13</sup>, закрепили то, что и так подразумевалось: независимость рейтинговых агентств, более четкое следование регламентам и периодическую оптимизацию применяемых методик. При этом, как отмечается в статье И. Велиевой, присваиваемые такими агентствами рейтинги, фокусированно отражают вероятность дефолта заемщика, кредитный риск рейтингуемого объекта [2, с. 46], и ни этот инструмент, ни индивидуальные кредитные спрэды, также являющиеся отражением вероятности дефолта, оцененной самим рынком, не могут служить *опережающими* индикаторами и вовсе не приспособлены к какой-либо быстрой подстройке в случае возникновения системных кризисов. Вряд ли изменит ситуацию предлагаемое раскрытие эмитентами информации о присвоении им когда-либо рейтингов (сегодня эмитенты могут выбирать партнера на рынке рейтингования, осуществляя заказ на оценку нескольким агентствам, а затем заключать постоянный контракт с тем из них, который выставляет более высокую оценку) или попытки заменить чем-либо модель, при которой эмитент является заказчиком, а следовательно, оплачивает работу рейтингового агентства.

Более оправданной с точки зрения поисков действенных мер по предотвращению проблем возникновения и развития кризисов мы предлагаем считать гипотезу о «неполноте институтов», имеющую тесную связь с концепцией «неполных» контрактов. Ее иллюстрация и одновременно некоторые рекомендации по совершенствованию финансовой системы применительно к анализируемым проблемам выглядят так:

– относительно работы финансовых посредников: базовые принципы, которые заложены в основу регулирования деятельности финансовых посредников, должны более последовательно проводиться в жизнь. Если

---

<sup>11</sup> См., например, результаты исследований Э. Альтмана, приведенные в источнике: [11, с. 435].

<sup>12</sup> Как сообщает А. Новиков, глава российского офиса S&P, по состоянию на 8 ноября 2008 г. из 30 000 рейтингов AAA, которые были присвоены агентством S&P секьюритизированным ценным бумагам начиная с 1978 г., оказались в дефолте лишь около 0,3 % от их общего числа. Дефолт по ипотечным ценным бумагам такого же уровня рейтинга случался лишь в отношении 0,08 % от их числа [9, с. 34].

<sup>13</sup> Международная организация комиссий по ценным бумагам.

следование этим принципам будет более четко означать, что финансовые посредники действительно удерживают удовлетворительный уровень собственной ликвидности, сохраняют платежеспособность и достаточность капитала, и внебалансовые статьи не содержат «неучтенных» рисков, на рынке не возникнет кризис доверия. Идеальной моделью должна быть та, которая бы не позволила повториться ситуации, возникшей в 2008 году, когда ни банки (по определению обладающие преимуществами в пространстве с асимметрично распространяющейся информацией), ни кто-либо другой не мог определить реальную стоимость активов, так что многие рынки остановились, а «рыночные» цены устремились резко вниз, теряя (в случае с долговыми инструментами) свою, казалось бы неразрывную связь с амортизационной стоимостью;

– относительно CDS: появление на рынке подобных категорий обращающихся или не обращающихся контрактов, являющихся востребованными и эффективными инновационными продуктами, с помощью которых агенты достигают своих целей, в случае широкого распространения практики их заключения *требуют дотройки* институционального поля, например, в форме введения требования о совершении операций с ними на организованном рынке, обязательного использования при их обращении института центрального контрагента;

– относительно института секьюритизации, в частности выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг и прочих выпущенных под денежные потоки облигаций (CDO): широкое распространение подобных контрактов *требует введения* дополнительных институтов и регулирующих правил, например, института риск-мониторинга, в том числе мониторинга условий, на которых ипотечные агентства предоставляют кредиты<sup>14</sup>, введения стандартов управления рисками эмитентами данных ценных бумаг, ужесточение анеррайтинговых стандартов и пр. Главная цель такой дотройки институтов – обеспечить устранение разрыва связи между теми, кто оценивает благонадежность заемщика, и теми, кто несет риски и убытки в случае неплатежей;

– относительно вновь вводимых финансовых продуктов: агенты, осуществляющие операции с новыми финансовыми инструментами (особенно, эмиссионные), должны быть обязаны специфицировать данные инструменты (контракты), вычлняя полный спектр возникающих из них рисков и определяя структуру их распространения. Соответствующая информация должна раскрываться финансовыми регуляторами.

Предложенные меры не должны рассматриваться как усиление государственного вмешательства в работу рынка (интервенционизм). Во-

<sup>14</sup> Как следует из работы О. Маслова, исследование А. Миана и А. Суфи показало, что ипотечные компании некачественно выполняли свою работу. Самое значительное количество дефолтов произошло как раз в тех регионах, где было продано максимальное количество ипотечных займов [6].

первых, в современной экономике, как показывает институциональный анализ, вопрос о том, является ли тот или иной феномен следствием провала государства или провала рынка, трудно разрешим, то есть никто сегодня не может, не вызвав шквала ответной критики, дать ответ на вопрос, явился ли современный кризис провалом государства или провала рынка. Во-вторых, ретроспективный анализ показывает [5], что институты, которые мы сегодня имеем, есть результат как минимум совместной работы рыночных агентов и государственных ведомств. В-третьих, институты (как и контракты) никогда не бывают «полными» или совершенными [12, с. 136]. Это означает, что процесс трансформации институтов, их достройки (совместными, согласованными усилиями всех заинтересованных сторон и групп) должен рассматриваться как естественный и необходимый.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Предлагаемая работа в целом показала, что ответ на вопрос, почему последовательность развития современного экономического кризиса и основные сложности его преодоления оказались именно такими, как это обнаруживается в последний год, при всей важности третьих причин, например колебаний ликвидности или среднесрочных тенденциях в уровнях процентных ставок, следует искать преимущественно в институциональных факторах. Этой закономерности есть свое более глубокое основание. На наш взгляд, развитие экономики в XX и начале нынешнего века привело к серьезному усилению зависимости рынков от государственного участия и утрате ответственности игроков за конечные результаты своей активной деятельности. Либеральная модель экономики принесла возможности для достижения беспрецедентных темпов роста, однако она же несет риски глубокого падения, так как высокая взаимозависимость, тесные внутрисистемные связи, основанные на сложных институтах являются, во-первых, достаточно тонкими механизмами, чувствительными к определенным нарушениям в системе, во-вторых, требуют определенной полноты и завершенности, за которую отвечает главным образом государство, не поспевающее за темпами институциональных трансформаций, предлагаемыми сообществом экономических агентов. Одновременно следует отметить, что игроки, что называется, «включают в цену» фактор государства в том смысле, что надеются на то, что государство обеспечит стабильность посредством требуемой достройки институтов или, в экстренных случаях, принятия антикризисных мер, поддерживающих рынок. Это является весьма важной особенностью современной модели рынков и системы оценки активов как одной из важнейших компонент этой модели. Однако такое «включение в цену» оказалось ошибочной стратегией, так как государство, во-первых, не успевает за рынком, во-вторых, оказывается не способным (во всяком случае, быстро и без участия всех заинтересованных

сторон) устранить проблемы в случае таких глубоких катаклизмов, который мы наблюдаем сегодня.

Анализ показывает, что верны оба утверждения: институты вызывают кризисы (являясь частью того механизма, который, влияя на стратегии, реализуемые агентами, приводит к кризисы, то есть такому состоянию, когда старые стратегии уже не могут работать) и кризисы вызывают изменения институтов. Важным остается верное понимание того, что институты не возникают искусственно, так что даже если мы соглашаемся, что реформа финансовой архитектуры необходима, мы не можем считать, что она возможна в короткий срок и одними лишь усилиями правительств. Регуляторам и финансовому сообществу предстоит длинный путь совместной работы в уже заданном направлении.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Григорьев Л., Салихов М. Финансовый кризис – 2008: вхождение в мировую рецессию// Вопросы экономики, 2008, № 12, с. 27–45.
2. Велиева И. Жизнь после кризиса: три вопроса к рейтинговым агентствам// Рынок ценных бумаг, 2008, № 15, с. 46–47.
3. Ершов М. «Кризис 2008 года: «Момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России// Вопросы экономики, 2008, № 12, с. 4–26.
4. Кокшаров А. Щадящая бухгалтерия// Эксперт, 2008, № 46.
5. Криничанский К.В. Эволюция и трансформация институтов рынка ценных бумаг и их функций. IX – XXI вв. – Миасс: Изд-во Геотур, 2008. 368 с.
6. Маслов О. Банковский кризис и «мировая финансовая архитектура»// Независимое аналитическое обозрение, 26 марта 2008. [www.polit.nnov.ru/2008/03/26/crisbankglob](http://www.polit.nnov.ru/2008/03/26/crisbankglob)
7. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М.: Аспект Пресс, 1999. 820 с.
8. Наумов Ф. Реструктуризация корпоративных долгов (рублевых облигаций)// Рынок ценных бумаг, 2009, № 9–10, с. 50–53.
9. Новиков А. Рейтинговый бизнес в условиях мирового финансового кризиса// Рынок ценных бумаг, 2009, № 1–2, с. 33–35.
10. Сонин К. Правила игры: Дело не в доверии// Ведомости. 09 февраля 2009.
11. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. – М.: ИНФРА–М., 1998. XII, 1028 с.
12. Шаститко А. Мировой финансовый кризис – возможность для ремонта институтов?// Вопросы экономики, 2008, № 12, с. 133–138.
13. Bank For International Settlements. 79th Annual Report. 1 April 2008–31 March 2009. Basel, 29 June 2009. 242 p.



14. [www.bis.org](http://www.bis.org).

15. [www.census.gov](http://www.census.gov).

16. [www.riskmertrics.com](http://www.riskmertrics.com).