



Рене Магритт, 1937

Менеджер в развивающейся экономике: личность, конкурентная среда, будущее

**Открытие программ MBA Международной школы
бизнеса Финансовой академии при Правительстве РФ
Москва, 17 октября 2007 г.**

**Зав.кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга,
Председатель Совета директоров ИК «Еврофинансы»
д.э.н., проф. Я.М.Миркин**

Развивающаяся экономика России - 1



Борис Кустодиев,
1912

Развитые рынки

Формирующиеся рынки на зрелой стадии

Корея, ЮАР, Тайвань

Формирующиеся рынки на продвинутой стадии

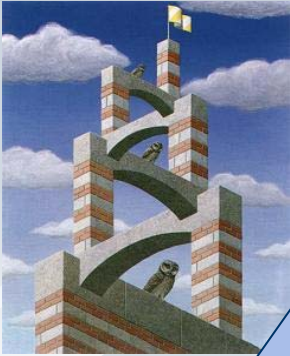
Чехия, Польша, Словения, Венгрия, Россия

Формирующиеся рынки на ранней стадии

Украина, Казахстан, Эстония, Литва, Хорватия, Латвия

Рынки на «фронтьере»

Албания, Армения, Азербайджан, Беларусь, Босния и Герцеговина, Болгария, Грузия, Киргизия, Македония, Молдова, Монголия, Румыния, Сербия и Черногория, Туркмения, Таджикистан, Узбекистан



Развивающаяся экономика России - 2

Жос де Мей



Риски: Сырьевая экономика + Рост расходов государства за пределы необходимого + Зависимость потребления от импорта
Рост финансовых рисков (корпоративный внешний долг, финансовые пузыри на рынках недвижимости и потребительских кредитов)
Рост глобальных рисков при росте зависимости от внешних факторов -
Укрепление рубля при валютной либерализации и либерализации счета капиталов, высокой доходности внутренних активов



Чем определяется модель развивающейся экономики?

Василий Кандинский. Цветная композиция, 1938

Внешняя среда

- Долгосрочные циклы
- Конфликтность внеэкономических интересов
- Степень зависимости от центров ценообразования на товарные активы
- Степень зависимости от финансовых центров

Внутренняя среда

- Модель поведения населения (как традиционно урегулирован конфликт интересов между общим и частным)
- Идеология общества, приверженность главной идее и своей миссионерской миссии
- Стадия жизненного цикла, жесткость вызовов, стоящих перед обществом
- Долгосрочные циклы централизации / децентрализации
- Структура собственности



Внешняя среда - 1

Долгосрочные циклы

- привносимая волатильность

Жос де Мей

Страны	Рост (↑) или падение (↓) рынка акций по отношению к концу соответствующего периода									
	Предвое н. экон. подъем	Война и спад после вой- ны	Экон. подъем 20-х годов	Кризис 30-х годов, война и послевоенный спад		Экономический подъем 50-х - 60-х годов		Стагна -ция 70-х годов	Экономический подъем 80-х - 90-х годов	
				1939 / 1929	1949 / 1939	1959 / 1949	1969 / 1959		1979 / 1969	1989 / 1979
Англо-Американский мир										
США	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Великобритания	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Канада	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Австралия	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Другие индустриальные страны										
Япония	н/д	н/д	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↓
Германия	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Франция	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↓
Италия	н/д	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↓
Испания	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↓
Небольшие европейские индустриальные страны										
Бельгия	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑
Дания	н/д	н/д	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↓
Нидерланды	н/д	н/д	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑
Норвегия	н/д	н/д	↓	↑	↑	↓	↓	↓	↑	↑
Швеция	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Швейцария	н/д	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↑	↑



Внешняя среда - 2

Конфликтность внеэкономических интересов

Рене Магритт, 1934





Пабло Пикассо, 1938

Внешняя среда - 3 Центры ценообразования на товарные активы - привносимая волатильность

- .. центры ценообразования на экспортируемые сырьевые товары и импортируемые товары народного потребления находятся за рубежом**
- нет ничего более волатильного, чем цены на сырье**
- привносимая высокая волатильность во внутреннюю экономику**
- может ломать саму модель экономики**



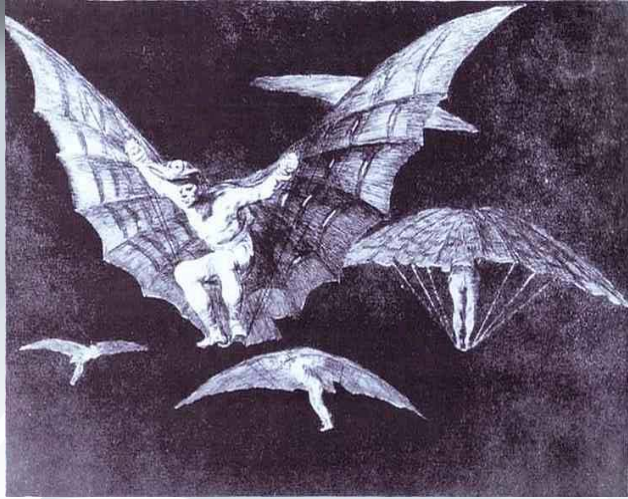
Внешняя среда - 3 Центры ценообразования на товарные активы - привносимая волатильность

Ценообразование на экспортные товары через товарные деривативы

- **на нефть** - InterContinental Exchange Futures (до 2006 г. - Международная нефтяная биржа в Лондоне) и Нью-Йоркская товарная биржа (NYMEX)
- **на металлы** - Лондонская биржа металлов (LME)
- **на зерно** - Чикагская биржа (CBOT)
- **на золото** - Лондон и Цюрих

Будущие центры ценообразования

- **на квоты на эмиссии парниковых газов (Россия - крупнейший экспортер) -
вне России**



Внешняя среда - 4

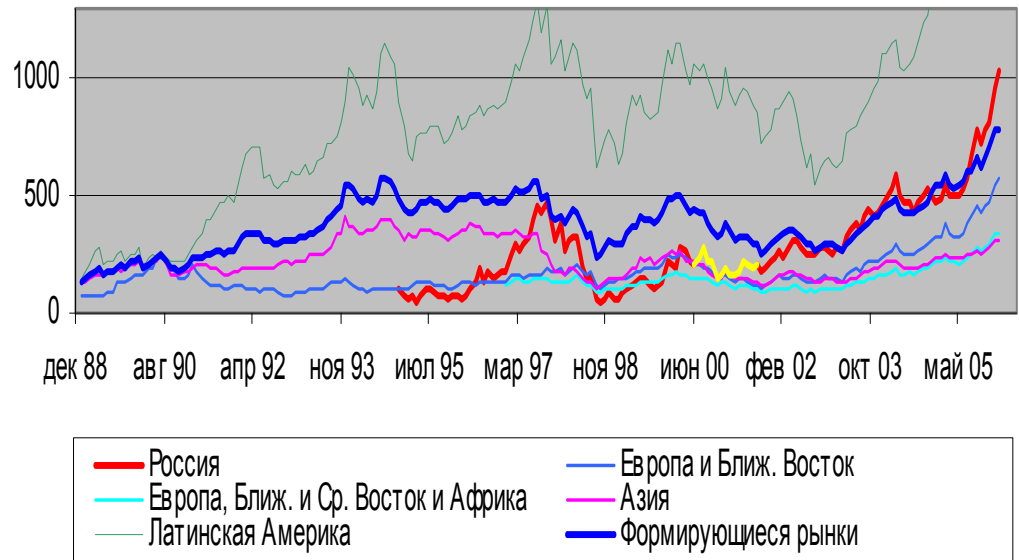
Центры ценообразования на финансовые активы - привносимая волатильность

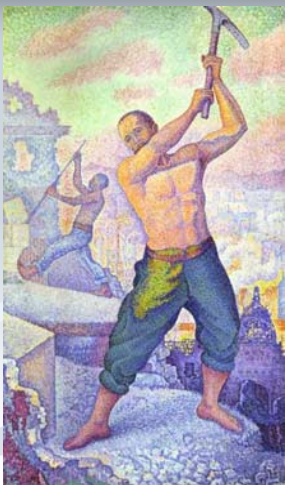
Рынки акций России / Крупнейшие «emerging markets»: 1995 - 2006

Ф.Гойя, 1815 - 1824

- центры ценообразования на финансовые активы находятся за рубежом
- привносимая высокая волатильность во внутреннюю экономику
- может ломать саму модель экономики

Рис. 2 Динамика различных групп формирующихся рынков акций (и рынка акций России) с 1989 г. по февраль 2006 г.

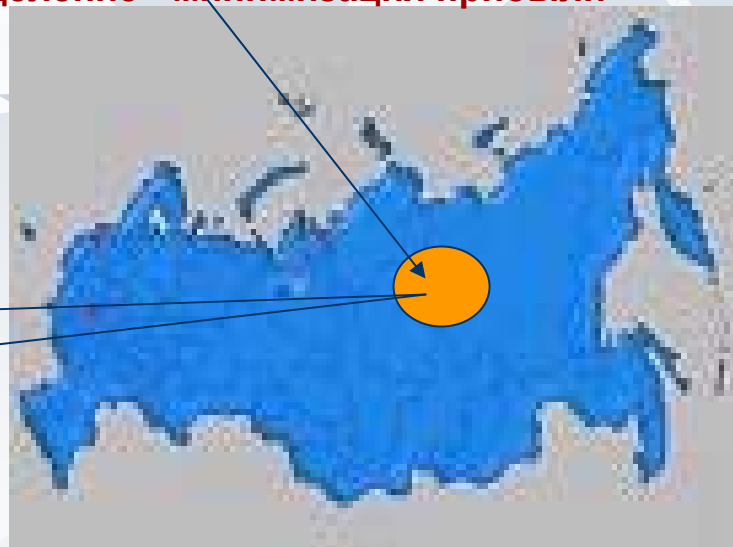




Пол Синьяк. Le Demolisseur. 1896 - 1899

Внешняя среда - 5 Проблема сырьевой экономики - денежные центры находятся за рубежом

Добыча сырья - центр затрат - операционное
подразделение - минимизация прибыли



Центр прибыли - за рубежом -
вывоз капитала

Россия - внутренняя среда - модель поведения населения, идеология общества

Область справа - расширенное участие государства в экономике

Стремление к экспансии, миссионерству

Высокая ценность индивидуальных свобод, способность населения принимать высокие риски

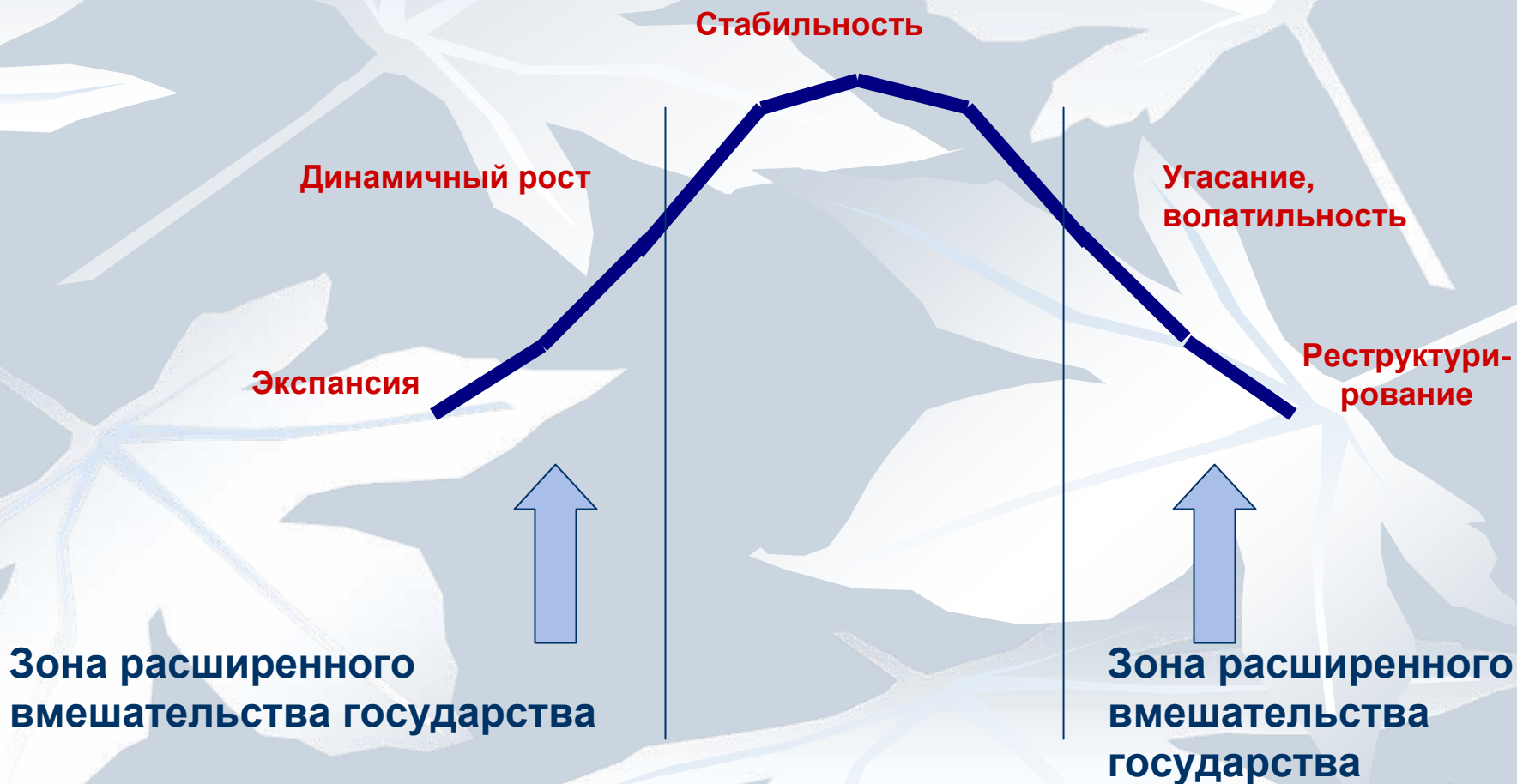
Приверженность общества одной идеологии (религиозный фундаментализм, национализм, новое жизненное пространство, коллективизм / классовые учения, великодержавность и т.п.)

Отсутствие миссионерской идеи, раздробленная идеологическая структура общества

Жесткая иерархичность, предпочтение социальной защищенности, немобильность, неприятие высоких рисков

Россия - внутренняя среда - стадия жизненного цикла, вызовы, долгосрочные циклы

Вызовы России - рождаемость, продолжительность жизни, ее качество, модернизация экономики



Россия - - внутренняя среда - структура собственности как фактор, определяющий модель экономики

Чем более концентрирована собственность в стране, тем выше роль государства в экономике как регулятора и как экономического агента

	США	Германия
<i>Доля в акционерных капиталах, %, на конец 1995 г.</i>		
Государство (центральное и местные правительства)	-	4.3
Домашние хозяйства	36.4	14.6
Институциональные инвесторы	44.3	20.0
Корпоративные инвесторы, в т.ч. банки	19.3 0.2	61.1 10.3
<i>Доля государства в экономике, 1995 г.</i>		
Потребление государства / ВВП, %	15.8	19.5
Доходы центрального правительства / ВВП, %	18.8	32.2
Активы центрального банка / (Деньги + Квази-Деньги), %	10.7	15.7
<i>Рынки капиталов, %, на конец 1996 г.</i>		
Капитализация рынка акций / ВНР, %	117.2	28.4
Премия за голос, % (оценка, 1998 г.)	10.47	28.15
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %	67.2	479.0
Рыночная стоимость непогашенных облигаций / Капитализация рынка акций, %	33.1	285.6

Россия - прогнозируемая модель экономики - 1



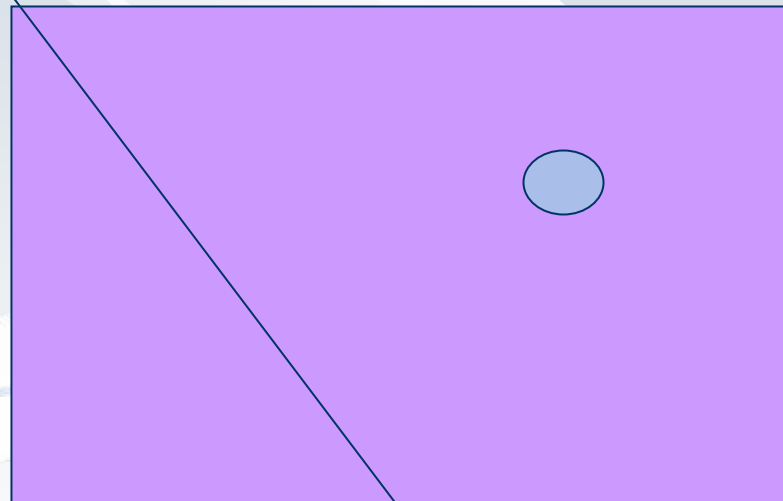
Россия - прогнозируемая модель экономики - 2

Область справа - расширенное участие государства в экономике

Латиноамериканская экономика

Англо-американская модель экономики

Азиатская экономика



Континентальная экономика (Европа)

Административная экономика



Корпоративные государства



Прогнозируемая модель экономики - 3

Жос де Мей

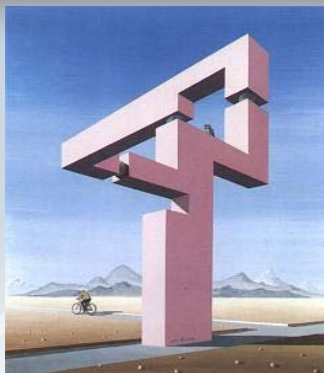
- Степень интервенционизма государства значительно выше. В отличие от развитых экономик регулирование работает не в режиме «мягкой корректировки», а в режиме реструктурирования, постоянного реформирования экономической реальности
- Агрессивная внешняя среда при слабой экономике, экстремальная нестабильность под действием глобальных факторов (пример - азиатский кризис 1997г.), неизбежно приводящая к усилению вмешательства государства
- Высоки политические риски, часть системных партий ориентированы на другие модели экономики (пример - революция в Иране 1978 г.), что постоянно деформирует систему настройки на рыночную открытую экономику
- Неизбежно выше роль программирования экономики, административного регулирования, протекционизма (цены, валютный режим, счет капитала, вход на рынок иностранных инвесторов и т.п.)
- Дирижизм государства проявляется, в частности, в том, что за ним - создание регулятивной инфраструктуры, необходимых институтов и инструментов рынка



Прогнозируемая модель экономики - 4

Камиль Писарро, Собирая яблоки

- Формально присутствуют все атрибуты регулирования рыночной экономики - рыночно ориентированное право, система разделения властей, независимый центральный банк, финансовый мегарегулятор, соединение экономических и административных инструментов регулирования
- Централизация власти (органы, дублирующие вертикаль власти или не совпадающие с ней, теряют свое значение - суд, правительство (в сравнении с администрацией президента), центральный банк, антимонопольный орган, финансовый мегарегулятор и т.п., становятся «профессиональными исполнителями», утрачивают независимость, используются в качестве инструмента центральной власти
- Высоки регулятивные издержки и административные барьеры
- Острая проблема «приватизации государства» (использование государства в частных целях, занятие должностей в государственном аппарате как бизнес, система «откупов» и «кормлений») (государственные заказы, лицензионно-разрешительная и надзорная деятельность государства)
- Неизбежными становятся **системные ошибки государства**, использование на практике «рыночных мифов» или «административных мифов» как руководства в ежедневной политике



Прогнозируемая модель экономики - 5

Жос де Мей

- На практике - бизнес невозможен без государства, сращивание бизнеса с государством
- Крупнейшие корпорации находятся под контролем / влиянием государства либо стремятся стать государством; сращивание государства и крупнейших корпораций
- Олигополия, искаженная система ценообразования.
- Поведение бизнеса: сверхвысокие риски - сверхвысокая рентабельность - сверхвысокая волатильность
- Значительная часть активов не становится капиталом
- В меньшей степени высвобождение человеческой энергии, чем в менее огосударствленных экономиках
- Циклы централизации / децентрализации
- Степень будущей рыночности экономики - субъективна, не поддается прогнозированию. Интервенционизм государства - «защитная броня» для рыночности или то, что в будущем ее нарушит?

Прогнозируемая модель финансового рынка - 1

Хуан Миро, 1950



- Преимущественно долговой
- В первую очередь, кредиты и банковские депозиты, упрощенные финансовые продукты, во вторую - облигации и коммерческие бумаги
- Подчиненная роль акций, финансовых инноваций, институтов коллективного инвестирования
- Концентрация финансовых ресурсов и финансовых институтов в Москве (60 - 90%)
- Высокая доля иностранного финансирования против вывоза прибылей бизнесом и финансовых ресурсов государства за рубеж
- Сверхконцентрация собственности + участия государства в финансовых институтах
- Встроенная проблемность финансовых институтов
- Быстрый рост рынка акций
- Сверхвысокая волатильность / риски рынков акций и деривативов / риски пузырей на других сегментах / финансовые инфекции / риски спекулятивных иностранных инвестиций во внутреннем сегменте



Россия как Бразилия? Черты сходства - I

Обе страны:

- федерации
- президентские республики с сильным влиянием каст государственных служащих
- находятся в поиске национальной идентичности
- характеризуются сильной патерналистской традицией
- расположены “от океана до океана” в нескольких часовых поясах
- признаны в качестве «сверхдержав» (Бразилия - региональной)

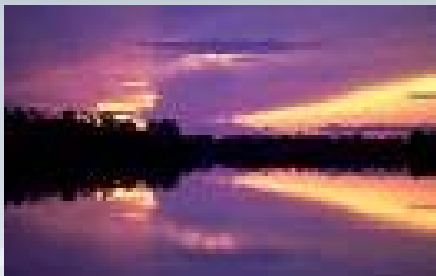


Россия как Бразилия? Черты сходства -2

В обществе распространены концепции

- “Великая Бразилия” или “Великая Россия”**
- “свой особенный путь развития”, “уникальность” национального способа жизни**
- особая роль «национальной безопасности» в сравнении с «экономическим развитием»**

Президент Бразилии Фернандо Кардосо (2002): “Душа бразильца является тропически русской”.



Россия как Бразилия ? Черты сходства -3

Сопоставимые размеры экономики:

- Схожи по количеству населения (146 and 170 млн. соответственно), по продолжительности жизни (66 and 68 лет)
- Занимают 9 и 10 место в мире по ВВП, взвешенному по паритету покупательной способности (World Bank, 2001)
- ВВП на душу населения (в 2003 г. Россия - 3030 долл. США, Бразилия - 2870 долл. США)
- доля высокотехнологичного экспорта - 9 -12%
- сопоставимы по распределению доходов населения



Россия как Бразилия ? Танцы вместе - 4

- в 1995 - 2000 гг. российский и бразильский рынок рассматривался как субституты на международных рынках
- коэффициенты корреляции рынка акций - 0,8 - 0,9
- августовский кризис в России в 1998 г. был немедленно переброшен в Бразилию (бегство иностранных капиталов, коллапс рынка акций, падение национальной валюты)
- мы вместе - часть группы BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай)

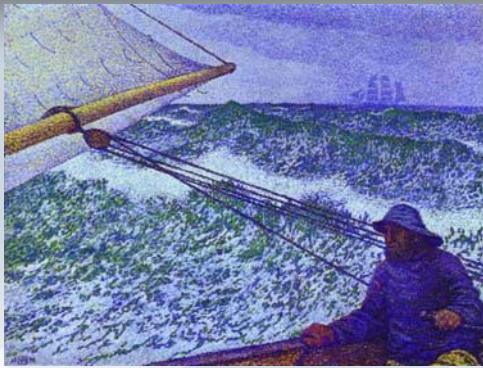
Бразилия как основа для прогноза возможных тенденций в институциях российской экономики?



Бразилия имеет:

- волатильную политическую традицию;**
- более длинную рыночную историю, чем Россия, ни разу не прерванную;**
- сверхволатильную финансово-кредитную систему**





Прогнозируемая модель бизнеса - 1

Тео Ван Риссельберг, 1892

■ Крупнейшие компании

- участие государства в собственности / близость с государством
- частые смены менеджмента / внеэкономические причины
- жесткие пирамидальные управленческие конструкции с ограниченной вертикальной миграцией, узкой специализацией персонала, конфликтами интересами между «командами» («свой - чужой»)
- высокие конфликты интересов, очень велики транзакционные издержки
- небольшой free float, рост капитализации - политическая задача
- финансирование - преимущественно за рубежом (ADR, кредиты, еврооблигации)
- финансовая инфраструктура - кэптивы, крупные полугосударственные финансовые институты, крупнейшие иностранные коммерческие и инвестиционные банки



Прогнозируемая модель бизнеса - 2

Константин Сомов, 1907

- **Компании средней капитализации**
- **высокая концентрация собственности**
- **зависимость бизнеса от государства**
- **раздробленность бизнеса и его непрозрачность (офшоры, налоговые оптимизации, управленческий учет, разделение денежных потоков, активов, затрат и прибылей, ответственности)**
- **Сцилла и Харибда: быть публичным или закрытым, оставаться на уровне small caps или реструктурироваться, капитализация против прямого доступа к потокам компании**
- **небольшой free float, рост капитализации - под продажу 10 - 15% бизнеса, под возврат инвестиций**
- **высоки конфликты интересов между собственниками и менеджерами, низкий уровень корпоративного управления, очень велики транзакционные издержки**
- **финансирование - преимущественно на внутреннем рынке**
- **финансовая инфраструктура - крупные (отдельные сделки) и средние финансовые институты**



Прогнозируемая модель бизнеса - 3

Макс Эрнст, 1921

■ Компании малой капитализации

- В рассматриваемых моделях экономики - меньше инноваций, меньше уровень риска, который принимают экономические агенты
- Характеристика компаний малой капитализации - см. medium caps + запредельные риски
- Поэтому - почти невозможно найти small caps для вывода на публичный рынок
- Инновационный сегмент внутреннего финансового рынка не появится -
- Государственные и муниципальные программы содействия малому бизнесу действуют повсеместно, начиная с 1990-х гг. - малоэффективны
- Институты венчурного финансирования - экзотика (венчурные сделки не выгодны крупному и среднему финансовому бизнесу, рынок акций не готов к последующей капитализации и к выходу из проекта с прибылью)
- финансовая инфраструктура - informal finance, микрофинансирование



Образ российского менеджера в мировой художественной культуре

Пабло Пикассо, 1922

**Быть “международным” в
глобализованной экономике**

Не быть провинциальным

**Быть узнаваемым членом community,
разбросанного по всему миру**

**Принимать на себя риски, российская
экономика - область высоких энергий**



Феликс Валлоттон, 1893

Образ российского менеджера в мировой художественной культуре

Добиваться собственности и урегулирования конфликтов интересов вместо корпоративных конфликтов



Генри Ребурн, 1784

Образ российского менеджера в мировой художественной культуре

Работать в пределах модели экономики и бизнеса, разделяя “правила игры” на среднесрочной дороге

Стремиться к более открытой, сильной, диверсифицированной, либерализованной экономике - на перспективу



Образ российского менеджера в мировой художественной культуре

Пабло Пикассо, 1971

Быть самим собой (“через себя не переступишь”)

Этичность бизнеса - правило выживания

MBA - только еще одна ступень в образовании. Непрерывность образования - 20 лет назад бизнес на 50% был другим



Благодарю за внимание

**Презентация будет опубликована 18 - 20
октября 2007 г. в финансовой библиотеке
www.mirkin.ru**