Содержание

№6 июнь 2009

Консерватизм права — норма
Татьяна Медведева, кандидат юридических наук, председатель Совета фонда ЦРФР, эксперт ФСФР, рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как пишутся российские законы, почему не следует стремиться к их частым изменениям и что дает работа в команде.

14

ТЕМА НОМЕРА: МЕНЕДЖМЕНТ КАК ПРОЦЕСС

4 **Смена лиги**
Генеральный директор финансовой корпорации Вадим Беляев рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему в головах инвестиционных банкиров существует деление на лиги и какие выгоды может приносить раскрытие внутренней информации.

ЭКСПЕРТНОЕ МНЕНИЕ

20 **Можно, но осторожно**
Российский рынок акций к маю рос третий месяц подряд, что привело к повышению индекса РТС на 31% — до 1087,59 пункта, а индекса ММВБ — на 22%, до 1123,38 пункта на закрытие торгов 29 мая. Российские фондовые индексы обновили максимумы с октября прошлого года на фоне сохраняющегося оптимизма на мировых фондовых и товарных площадках.

24 **Не только для брокеров – 3**
Апрель был периодом экстенсивного развития кризиса. К концу весны сформировались новые тезисы о течении кризиса на фондовом рынке.

ЗАДАЧА / РЕШЕНИЕ

28 **С минимальными рисками**
Одним из наиболее важных конкурентных преимуществ компании на финансовом рынке является эффективная операционная модель функционирования — совокупность бизнес-процессов, протекающих четко и слаженно, с минимальным уровнем операционного риска.

34 **В три этапа**
Финансовый рынок России развивается исключительно динамично, а его законодательная база продолжает совершенствоваться. Все эти факторы добавляют нестабильности. Поэтому управление финансовыми рисками становится обязательным инструментом принятия решений в инвестиционной деятельности.

40 **Национальное в рамках глобального**
В ближайшие 15–20 лет emerging markets в мире не будет вообще. Останутся только развитые рынки, существующие в форме международных финансовых центров. Что же нужно делать, чтобы сохранить шансы российского финансового рынка получить статус МФЦ и, соответственно, шансы России стать мировой державой?

60 **Амбиции — путь к развитию**
Несмотря на кажущееся «затишье» в развитии кризиса, он еще далеко не преодолен. В реальном секторе экономики накопилось значительное число проблем, требующих решения. Фондовый рынок растет, но этот рост нельзя считать качественным, пока законодательство остается неконкурентоспособным.

ИСТОРИЯ

60 **Русский Доу-Джонс-2**
Предпринята попытка создания биржевого индекса с использованием котировок акций ведущих российских предприятий конца XIX — начала XX века.

Есть ли свет в конце туннеля?
Как и когда будет выходить из спада российская и мировая экономика? Взгляд экспертов Центра стратегических исследований Банка Москвы и «Альфа Банка»

52

КНИЖНАЯ ПОЛКА

Финансовый кризис в России и в мире

64

Менеджмент как процесс

У всякого из нас имеется своя КОЧКА зрения. (Именно кочка, тут нет опечатки.) Учитывая это обстоятельство, для сотрудников НАУФОР главным событием мая, как правило, является подготовка к проведению конкурса «Элита фондового рынка». А также сама церемония — и парадная, и домашняя одновременно.

А в июне наше самое главное занятие — осмысление итогов майского мероприятия.

Основным содержанием интриги награждения лауреатов «Элиты фондового рынка» является ответ на вопрос: кто получит так называемую «Большую элиту», то есть награду «Компания года».

По итогам 2008 года ее, как известно, получила финансовая корпорация «Открытие». Как заметил по этому поводу генеральный директор ФК «Открытие» Вадим БЕЛЯЕВ, «победа явилась для нас знаком перехода в иное качество. Прежде (так уж исторически сложилось) в главной номинации конкурса «Элита фондового рынка» не побеждали компании первой лиги». (В том смысле, что прежде победители принадлежали исключительно к лиге высшей.)

Ну и как совершался переход в высшую лигу?

Для получения ответа стоит почитать само интервью. Только общий вариант может быть укадан заранее. Успешный менеджмент — это всего лишь правильная последовательность правильных действий.

Главная закавыка всегда состоит в том, чтобы понять: какие именно действия и в какой конкретно последовательности имеет смысл делать.

Ирина Слюсарева :)

Вестник НАУФОР

Издание зарегистрировано в Комитете РФ по печати
Свидетельство о регистрации № 018649 от 31.03.99
Издается ежемесячно с октября 1996 г.

Главный редактор **Ирина Слюсарева**

Редакционный совет
Анатолий Аксаков, заместитель председателя Комитета Государственной думы по кредитным организациям и финансовым рынкам
Сергей Васильев, заместитель председателя Внешэкономбанка
Анатолий Гавриленко, председатель наблюдательного совета группы компаний «АЛОР»
Владимир Евстигнеев, д.э.н., зав. кафедрой ГУ-ВШЭ, зав. сектором ИМЭМО РАН
Геннадий Марголит, заместитель генерального директора ЗАО «ФБ ММВБ»
Григорий Марченко, председатель правления Национального банка (Республика Казахстан)
Яков Миркин, директор Института финансовых рынков и прикладной экономики Финансовой академии при Правительстве РФ, председатель Совета директоров ОАО «ИК «Еврофинансы».
Алексей Тимофеев, председатель правления НАУФОР
Дмитрий Шацкий, вице-президент РТС

Редакционная коллегия
Евгений Данкевич, управляющий директор ОАО «Брокерский дом «Открытие»
Александр Ермак, директор департамента аналитических исследований ГК «Регион»
Олег Иванов, эксперт Комитета ГД по кредитным организациям, вице-президент Ассоциации российских банков
Владислав Кочетков, пресс-секретарь компании «Финам»
Ольга Кудинова, заместитель председателя правления НАУФОР
Юрий Минцев, вице-президент ИК «Брокеркредитсервис»
Александр Трегуб, советник председателя правления НАУФОР
Борис Черкасский, вице-президент ДКК
Александр Щеглов, генеральный директор ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»

Редакция
Шеф-редактор **Владимир Кузнецов**
Ответственный секретарь **Лидия Ни**

Фото на обложке и в интервью **Павел Перов**
Иллюстратор **Евгений Тонконогий**
Цветоделение и препресс **Ксения Клюкина**

Учредитель **НАУФОР**
109147, Москва, Воронцовская ул., д. 35Б, стр. 1
Тел./факс: (495) 787-77-74, 787-77-75
vestnik@naufor.ru

Издатель **КЦ НАУФОР**

Автор макета **Петр Пирогов**

По вопросам подписки и приобретения журнала обращайтесь по телефонам +7 (495) 730-53-52, 730-53-17.
www.dex.ru

Отпечатано в типографии ООО «Офсет-экспресс»
119620, г. Москва, Солнцевский пр-т, д. 11, кв. 236
Заказ №
Тираж 1500 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка допускается только по согласованию с редакцией.

Российский master agreement

Российский рынок деривативов получил серьезный правовой стимул развития: НАУФОР, Ассоциация российских банков и Национальная валютная ассоциация объявили об окончании разработки документации для срочных сделок на внебиржевых финансовых рынках.

Правовая неопределенность серьезно снижала привлекательность российского рынка деривативов, особенно для иностранных участников. К основным препятствиям многие относили, в первую очередь, отсутствие положений о ликвидационном неттинге (при банкротстве как кредитных организаций, так и предприятий вообще), а также отсутствие единой договорной базы межбанковского срочного рынка. Теперь участники рынка получили свод документов, которые самым серьезным образом способствуют решению названных проблем.

Комплект стандартной документации включает Примерные условия договора о срочных сделках на финансовых рынках (включающие в качестве приложения примерную форму Генерального соглашения о срочных сделках на финансовых рынках), Стандартные условия конверсионных сделок, сделок валютный опцион и валютный своп, Стандартные условия срочных сделок на процентные ставки и сделок свопцион, Стандартные условия срочных сделок с акциями и фондовыми индексами, Стандартные условия срочных сделок с облигациями и, наконец, Примерные условия соглашения о порядке уплаты вариационной маржи по Генеральному соглашению о срочных сделках на финансовых рынках (включающие примерную форму Соглашения о порядке уплаты вариационной маржи).

В последующем перечень базовых активов, в отношении которых предполагается разработка стандартных условий, будет расширен.

Документация представляет собой российский аналог стандартных документов, опубликованных Международной ассоциацией свопов и деривативов (International Swaps and Derivatives Association Inc., ISDA), по которым заключается (и статистика это подтверждает) подавляющее большинство срочных сделок на международных финансовых рынках.

Широкое применение предлагаемой стандартной документации приведет к формированию на российском срочном рынке устойчивых обычаев делового оборота, а также к снижению базисного риска, который возникает в результате того, что участники рынка используют не единый стандартный документ, а различные собственные варианты соглашений.

Документ размещен в открытом доступе на сайте НАУФОР: www.naufor.ru.

Вадим Беляев
генеральный директор финансовой корпорации «Открытие»

Смена лиги

Инвестбанкинг по-прежнему жив. Поэтому имело бы смысл его структурировать как отдельный тип бизнеса

Генеральный директор финансовой корпорации «Открытие» Вадим Беляев рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, почему в головах инвестиционных банкиров существует деление на лиги и какие выгоды может приносить раскрытие внутренней информации.

— Вадим Станиславович, не так давно считалось, что среди российских брокеров существует лишь два явных лидера. Все остальные компании находятся ступенькой (или двумя, тремя) ниже. Полагаете ли вы, что сейчас такая расстановка сил поменялась?

— Приблизительно два года назад, еще до кризиса, мы ставили себе задачу вплотную приблизиться к лидерам российского брокериджа, стать компанией номер три.

Считаю, что в настоящее время мы эту задачу выполнили.

Хотя это достаточно условно: и «Ренессанс капитал», и «Тройку Диалог», и «Открытие» трудно назвать чисто брокерскими компаниями. Брокерский бизнес — только один аспект нашей работы. В целом и мы, и названные компании все-таки позиционируют себя в качестве инвестиционных банков.

— Я употребила термин «брокеры», имея в виду то простое обстоятельство, что все инвестиционные банки в России исторически выросли из брокерского бизнеса.

— Это действительно происходило так, поскольку в России именно брокерский рынок был вначале наиболее структурирован.

Инвестиционно-банковские услуги — по определению более широкий спектр работы, нежели брокеридж. Но, к моему большому сожалению, формально и юридически инвестбанк как тип бизнеса в России на сегодняшний день так и не появился.

Известно, что такое коммерческий банк. Это учреждение, основными функциями которого являются прием депозитов и выдача кредитов, верно?

Инвестбанк — это тоже определенная юридическая форма и определенное направление бизнеса. Кстати, вопреки распространенному мнению, эта форма даже в Штатах никуда не делась, исчезли только отдельные представлявшие ее транснациональные гиганты. Но в США существует громадное количество более мелких инвестиционных банков, которые продолжают работать в прежнем качестве. Да и крупнейшие учреждения этого плана, осущес-

твив определенные маневры, по-прежнему занимаются инвестбанкингом.

Словом, инвестбанкинг как бизнес вполне жив. Поэтому, на мой взгляд, наличие коммерческого и инвестиционного банкинга как отдельных типов бизнеса должно быть структурировано.

Более того, одной из специфических черт корпорации «Открытие» (насколько я понимаю, уникальной на российском рынке) является именно то, что мы пытаемся сейчас построить структуру, в которой коммерческий и инвестиционный банкинг юридически разделены. Эти два направления ведутся двумя разными юридическими лицами, причем каждое из них имеет свою банковскую лицензию.

Инвестбанк «Открытие» на сегодня развивается как классический инвестбанк. Он не выдает кредиты и практически не привлекает депозиты. Он совершает операции на рынке ценных бумаг, специализируясь в основном на обслуживании крупных клиентов.

Но при этом сегодня российское банковское законодательство не подразумевает существования такой формы бизнеса, как инвестиционный банкинг, «Открытие» в этом плане представляет некоторое исключение. Хотя, на мой взгляд, в российском законодательном поле нужно изменить не так много для того, чтобы инвестиционный банк мог существовать официально как организационная форма.

Я также по-прежнему считаю, что два эти вида бизнеса полезно разделять на разные юридические лица, на разные балансы, поскольку у них разные уровни риска.

Кризис показал именно это, особенно кризис в его американском варианте.

Тот уровень риска, который приняли на себя крупнейшие инвестиционные банки, оказался для них слишком велик. Именно в связи с этим им пришлось, так или иначе, кардинально менять свой статус: Bear Stearns разорился, Lehmans Brothers обанкротился, Merrill Lynch перешел в собственность Bank of America, а Goldman Sachs и Morgan Stanley превратились в традиционные банковские холдинги.

Но, с другой стороны, когда «Открытие» меняло официальное название, то мы решили называться финансовой корпорацией вовсе не случайно.

На мой взгляд, финансовый бизнес уже во всем мире перестал быть узко специализированным. Финансовые корпорации — и российские, и западные — как правило, объединяют в себе целый набор финансовых бизнесов, различным образом юридически организованных и различно лицензированных. Практически у всех корпораций имеются брокеридж, инвестиционный банкинг, коммерческий банкинг, управление активами, а также часто присутствует страхование и пенсионные фонды.

Вот тот классический набор, из которого конструируется финансовая корпорация.

— Это происходит на определенном этапе роста? Достигнув каких-то достаточно больших размеров, финансовый бизнес начинает куститься и становится финансовой корпорацией – такая модель?

— Не очень люблю термин «куститься». Мне сразу вспоминается, как на военной кафедре нам рассказывали, что куст — это популяция маленьких деревьев, растущих из одной точки.

Но и по существу — нет. Здесь другая причина. На самом деле все перечисленные мной финансовые продукты имеют единую природу: это торговля рисками в чистом виде. Просто в каждом типе финансового бизнеса эти риски по-разному структурированы, по-разному юридически оформлены, поэтому правильно, чтобы и продавались они с балансов разных юридических лиц.

Хотя на этот счет существуют разные мнения. Один весьма мною уважаемый российский финансист считает, что подобные продукты в принципе должны продаваться с одного баланса.

Я с ним частично согласен: одна бизнес-группа, действительно, может оказывать все виды финансовых услуг. Поскольку если люди умеют продавать, скажем, депозиты, то им не составит труда продавать также страхование жизни, — ведь это очень близкий продукт.

Но продажи все-таки должны происходить с разных балансов! Подобная структура (с разными балансами), в том числе, защищает интересы инвесторов, поскольку получается более прозрачной и более понятной.

А также облегчает работу регулятора.

— Вы сказали, что в российском законодательстве надо поменять совсем немного для того, чтобы инвестбанкинг стал юридически фундирован. Что именно нужно менять?

— Изменения должны произойти, в первую очередь, в банковском законодательстве.

Причем менять надо даже не законы. Во всяком случае, в законе о ЦБ точно ничего менять не придется. Более того, не особенно понадобится менять даже содержание банковской лицензии. Банковская лицензия — это ведь, в сущности, две странички текста, не содержащие особой конкретики. В основном все регулируется подзаконными актами, то есть нормативами Центрального банка. Именно в нормативы и следовало бы внести некоторые изменения с целью разделить классический банковский и инвестиционно-банковский бизнес.

Коммерческие банки в первую очередь должны заниматься привлечением депозитов и выдачей кредитов. Именно об этом сейчас постоянно говорят лидеры нашего государства: банки должны кредитовать. Я с этим абсолютно согласен.

Тут сразу встает вопрос: каким образом банк может жить за счет кредитования? Нетрудно посчитать, каким для этого должен быть размер его баланса.

Ни для кого не секрет, что в среднем маржа банковского бизнеса держится, в лучшем случае, на уровне 3%, может быть, 4% — с учетом отчислений, резервов и всего остального. Даже если маржа составляет 4%, то при сумме работающих активов в 10 миллиардов рублей (сопоставимыми активами располагают российские банки из первой сотни), она составляет 400 миллионов.

Что это за цифра?

400 миллионов рублей — это, с учетом всех расходов (аренда, зарплата, стоимость ИТ-систем и так далее), годовой бюджет небольшого банка.

Таким образом, объем работающих активов банка на сегодня в России должен составлять не менее 20 миллиардов.

Если активов меньше — это не банк.

Только начиная с 20 миллиардов рублей банк окупает стоимость собственной инфраструктуры и приносит какую-то прибыль инвесторам и акционерам.

Но на самом деле даже названной суммы мало.

Потому что опять же ни для кого не секрет, что существуют плохие кредиты. Соответственно, маржа банковского бизнеса (об этом не очень принято говорить) должна еще покрывать определенное количество плохих кредитов. Ведь в природе не существует такого банка, которому возвращают все долги: случаются и форс-мажоры, и даже ошибки.

Поэтому качественный российский банк должен иметь сумму работающих активов порядка 40–50 миллиардов рублей. Названным критериям приблизительно соответствуют российские банки из топ-30.

Именно их можно считать настоящими коммерческими банками.

Все остальные финансовые бизнесы развивались (и, похоже, по сей день развиваются) в значительной степени как финансовые компании. В них значительный уровень дохода достигается не за счет банковской маржи (образуемой как разница по депозитным ставкам и по кредитным ставкам), а за счет размещения собственных средств банка или клиентов в сверхрискованные активы — такие, например, как акции. Или в отдельные проекты прямых инвестиций,

которые еще более рискованны, поскольку менее ликвидны.

До определенного момента такие стратегии позволяли и банкам, и финансовым компаниям неплохо жить. На растущем рынке действовала простая стратегия: чем больше ты успевал «вколотить», тем больше зарабатывал.

Но кризис показал, что вопросы управления ликвидностью и четкой работы риск-менеджмента глобальны. И вряд ли о них стоит забывать.

Соответственно, те структуры, которые имели слишком большие собственные позиции, — в производных (как у западных банков), в недвижимости и прямых инвестициях (как у российских структур) — попали в колоссальные финансовые затруднения. Хотя одной из проблем нынешнего кризиса мне кажется как раз не очень большое число банкротств. Как у нас, так и за рубежом.

Теперь, если вернуться к расстановке сил на российском фондовом рынке, то тут, по-моему, имеется еще одна проблема. Исторически сложившаяся и до сих пор не решенная. Кстати, возможно, именно НАУФОР должна работать над ее решением. Хотя пока и не работала.

Проблема эта — прозрачность, а также собственно сравнимость российских компаний — профучастников фондового рынка.

Мы все занимаемся примерно одинаковым бизнесом. Если разобрать любую крупную российскую инвестиционную компанию по блокам, то по названиям эти блоки окажутся похожими.

Но на сегодня нет механизма, сколько-нибудь адекватно позволяющего сравнить эти компании одну с другой по существу. Это недостаток не только законодательства, но также так называемых правил делового оборота.

Система профессиональных стандартов не выработана. Единственный показатель, по которому можно оценить некоторые аспекты деятельности

инвестиционной компании — объемы биржевых оборотов. Хотя для профессионалов давно не секрет, что этот показатель (при большом желании) в определенной степени регулируем. (К слову, о торговых роботах в последнее время довольно много говорится.) Но этот показатель отражает лишь одну часть инвестиционного бизнеса. Пусть даже очень важную. Представления о бизнесе в целом он не дает.

А по прочим показателям сравнить инвесткомпании вообще невозможно. Поэтому адекватно ответить на ваш вопрос — как изменилась расстановка сил на российском брокерском рынке — тоже невозможно.

Черчилль сравнивал российскую политику со схваткой бульдога под ковром: сначала происходит скрытая возня, а потом сверху появляется мертвое тело. Ситуация с инвестиционными компаниями в России, на мой взгляд, похожа.

— Хотя у нас пока обходится без мертвых тел, к счастью.

— Почему же? Вы забыли, скажем, о судьбе, которая постигла компанию «Антанта».

— Вы будете комментировать причины, по которым «Антанта» погибла?

— Даже если бы я имел достаточно информации, то не стал бы в данном случае давать публичных комментариев, поскольку речь идет о коллегах.

Но я, кроме того, не имею достаточной информации! Я не знаю, что произошло в «Антанте». Точно так же я не имею информации, достаточной для того, чтобы прокомментировать внутреннюю ситуацию в «Тройке Диалог», «Финаме» или «БКС». И подозреваю, что точно так же они не знают ничего о ситуации внутри корпорации «Открытие».

Все перечисленные компании представляют собой финансовые группы, с наличием как российских, так и западных подразделений. Но механизмов их адекватного сравнения нет.

Хотя наша компания даже готова была бы предложить рынку такую информацию. Но у нас в стране не существует стандартов представления такого рода сведений.

— Из чего могли бы состоять подобные стандарты? Кто мог бы их вырабатывать и продвигать?

— Заниматься продвижением могла бы, в первую очередь, НАУФОР. А формат представления подобных стандартов должны разработать специалисты.

Наличие стандартов дало бы возможность сравнивать компании хотя бы с какой-то степенью адекватности. Тогда, кстати, можно было бы с большей точностью отвечать на вопрос, как сегодня устроен российский фондовый рынок и какова на нем расстановка сил.

Понимать, кто твои конкуренты, нужно и для того, чтобы принимать адекватные управленческие решения.

Это же один из базовых вопросов: кто конкуренты? Его задают и аудиторы, и рейтинговые агентства. И инвесторы, в конце концов.

Мы, понятно, можем назвать наших конкурентов. Но, как я уже сказал, не очень хорошо представляем, что у них происходит внутри.

— То есть, вы готовы представлять подобную информацию, несмотря на то, что ею с очевидностью воспользуются ваши конкуренты?

— Не вижу в этом ничего страшного!

Более того. Лет 10–15 назад, когда большинство проектов на нашем рынке только начиналось (в том числе наш), я никак не мог понять, почему иностранцы не хотят идти на незнакомый рынок первыми. Они всегда предпочитали, чтобы это делали более крупные конкуренты. Тогда мне это казалось неправильным: ведь если выходишь на рынок первым, то он весь перед тобой, ты можешь реализовать на нем любые возможности.

А сейчас я понимаю позицию иностранных коллег. Когда ты выходишь первым, тебе приходится вкладывать огромное количество и сил, и средств на построение, по сути, инфраструктуры этого рынка.

Например, нужно много тратить на обучение специалистов. Наличие грамотных кадров в достаточном количестве и сейчас еще остается проблемой для нашего рынка. Поэтому приход к нам мировых гигантов по своим последствиям был неоднозначным. С одной стороны, они поделили рынок (хотя это не вполне так), но, с другой стороны, провели огромную работу по созданию инфраструктуры. В частности, по обучению людей.

Сейчас, разворачивая масштабный проект, можно уже рассчитывать на то, что в любом крупном провинциальном российском городе можно будет найти сотрудников. Пятнадцать лет назад подобное было невозможно в принципе. Это результат прихода крупных конкурентов.

Глубокое раскрытие информации о себе — вещь того же плана.

Оно вроде бы дает преимущества конкурентам. Но в среде, в которой все закрыты, несешь гораздо более крупные потери.

— Вы сказали, что и на нашем, и на американском рынке во время кризиса произошло недостаточное количество банкротств. Какое количество можно считать достаточным?

— Я не знаю, какое количество банкротств было бы достаточным.

Но предполагаю, что, если б банкротств было больше, то нормальнее происходил выход из кризиса.

Очевидно, что одним из основных механизмов выхода из текущего кризиса (как за рубежом, так и в России) стала накачка ликвидностью. Объем ликвидности резко увеличился, ставки рефинансирования относительно невысоки. Все это в совокупности позволило значительной части не очень эффективных предприятий (имею сейчас в виду экономику в целом) обойтись без банкротств. А ведь задача

кризиса, его очистительный смысл — как раз уничтожение неэффективных структур.

В результате применения подобных мер на следующем этапе следует ожидать гиперинфляции, причем в мировом масштабе.

Хотя, конечно, с другой стороны, вливания ликвидности смягчают последствия кризиса для всех участников процесса.

Но это уж как всегда: у любой медали есть две стороны.

— Каким образом корпорация «Открытие» будет минимизировать для себя последствия грядущей гиперинфляции?

— Я не до конца уверен, что мы должны бороться с гиперинфляцией. В реальности для финансового бизнеса инфляция часто является благом. А вот другим бизнесам, тем более населению инфляция может причинить вред.

В любом случае, за ошибки сегодняшних управленцев отвечать будут следующие поколения. Очевидно, что, пойдя по нынешнему пути, американские власти сделали осознанный выбор.

— Какие глобальные цели ставит перед собой корпорация «Открытие»?

— Менеджмент и акционеры корпорации по-прежнему рассчитывают провести в России в ближайшие годы успешное IPO.

— Оно будет только российским?

— Оно будет в первую очередь российским.

Для того чтобы провести успешное размещение, нужно отстроить успешную модель российского бизнеса. Собственно, этим мы сейчас и занимаемся. Задача требует определенного экспериментаторства, поскольку нет понятного стандарта.

— То есть, вы запускаете процесс с не вполне прогнозируемыми результатами?

— Нет, мы, безусловно, четко понимаем, к чему приведет каждый начинаемый нами процесс. Просто внутри процесса возможны варианты.

Например, может обсуждаться план запуска коммерческого банка. Для того чтобы этот проект сложился и позволил привлечь широкий круг инвесторов, банк должен обладать определенным набором достаточно легко стандартизируемых характеристик – таких, как размер филиальной сети, количество постоянных клиентов и так далее.

У инвестиционного банка таких стандартизируемых параметров нет. В секторе IB стандарты успешных проектов пока не сложились. Именно с этой точки зрения я и говорю об экспериментировании.

— Считаете ли вы, что должно меняться регулирование инвестиционно-банковской модели?

— Оно в определенной степени уже меняется.

Я считаю, что одним из наиболее эффективно работавших в этот кризис институтов является российский Центральный банк.

Те изменения, которые произошли, в первую очередь, в системе рефинансирования коммерческих банков, сегодня еще даже не оценены в должной мере. Другое дело, что произойти они должны были давно. Построить успешный банковский бизнес без такой системы было практически невозможно. Поэтому многие банкиры пострадали в кризис, я бы даже сказал, не по своей вине.

Приведу немножко уже набивший оскомину пример — «Русский банк развития», который мы приобрели в процессе кризиса. Мы по-прежнему признаем, что никаких глобальных ошибок (за исключением отдельных узких аспектов) там не было сделано. Основная проблема: менеджмент банка недооценил риск того, что любые банковские вклады физических лиц по российскому законодательству являются вкладами до востребования. Независимо от условий, на которых заключен депозитный договор, любое физическое лицо в любой момент может его разорвать.

По сути, российский банкир не может полагаться на вклады населения. И обязан учитывать это обстоятельство, когда строит систему управления ликвидностью в банке. Хотя депозиты физических лиц являются значительной частью банковских пассивов даже в России. А в мире соотношение между депозитами физлиц и остальными пассивами еще больше «кренится» в сторону депозитов.

До кризиса у российских банков не было возможностей рефинансировать активы. Я сейчас не углубляюсь в анализ качества самих активов: положим, что ими были сплошь первоклассные кредиты или долговые обязательства первоклассных эмитентов.

Но, в любом случае, возможности рефинансирования у большинства банков до кризиса не имелось. И столкнувшись с оттоком вкладов на волне паники, банк не имел решений для этой проблемы. Сейчас система рефинансирования работает в том боевом режиме, в котором и должна работать для того, чтобы банковская система страны была адекватна.

На мой взгляд, это общий большой успех.

— Какие практические меры реагирования на кризис применялись в «Открытии»: пересмотр бюджета, кадровые решения?

— Да, кадровые решения были, о них на рынке известно. Часть топ-менеджеров и даже часть акционеров покинула компанию. Появились и продолжают появляться новые.

Зарплаты мы понижали, сокращения проводили. Но, с другой стороны, после приобретения РБР корпорация резко, практически в полтора раза, увеличилась — и по штату сотрудников, и по размеру активов. Так что понижения и сокращения получились, может быть, не столь радикальными.

Сокращения, следует заметить, проводятся и в настоящее время. Они направлены не только на минимизацию издержек. Кризис также дал нам возможность повысить качество менеджмента.

Если вернуться к вопросу о расстановке сил на отечественном фондовом рынке, то, как мне кажется, разделение инвестиционных компаний на лиги в настоящий момент присутствует в значительной степени в головах. В том числе в головах людей, работающих в этих структурах. И до кризиса часть тех специалистов, которые сейчас работают в «Открытии», мы не могли бы нанять ни на каких условиях. Они просто не пошли бы тогда в компанию второго уровня. Это как в футболе: выход из высшей лиги критичен настолько, что его невозможно компенсировать деньгами.

Переход компании в новое качество — стратегически важная задача. Когда переход произошел, это позволяет решать часть тактических задач по ходу.

— «Открытие» стало победителем конкурса «Элита фондового рынка-2008», победив в главной номинации — «Компания года». Что это для вас значит?

— Эта победа для нас как раз явилась знаком перехода в иное качество.

Прежде (так уж исторически сложилось) в главной номинации конкурса «Элита фондового рынка» не побеждали компании первой лиги.

Поэтому получить титул «Компания года» для нас важно и очень приятно. ◻

Татьяна Медведева
кандидат юридических наук,
председатель Совета фонда ЦРФР,
эксперт ФСФР

Консерватизм права — норма

Нельзя создать закон, который будет одинаково хорош для всех: кто-то в результате действия этого закона выиграет, а кто-то, напротив, проиграет.

Татьяна Медведева, кандидат юридических наук, председатель Совета фонда ЦРФР, эксперт ФСФР, рассказывает главному редактору журнала «Вестник НАУФОР» Ирине Слюсаревой о том, как пишутся российские законы, почему не следует стремиться к их частым изменениям и что дает работа в команде.

— Татьяна Михайловна, вас считают одним из авторов корпуса базовых законов о фондовом рынке, в частности, закона об акционерных обществах и об инвестиционных фондах. Как начиналась эта работа, какие в ней были этапы?

— Каждый закон имеет свою жизнь.

Работа начиналась еще в рамках законодательства о приватизации, причем изначально законодательство об акционерных обществах создавалось «сверху». В сентябре 1991 года по инициативе правительства был подготовлен так называемый «проект Мостового». (Этот проект нес в себе черты разных моделей, в том числе «немецкой» модели», но также отчасти «американской».) В 1994 он был внесен в Государственную думу, однако его согласование зашло в тупик, поскольку позиции правительства и лидеров наиболее влиятельных фракций по этому вопросу не совпадали.

Для разрешения противоречий членами фракции «Выбор России» в парламент был внесен (в 1995 году) альтернативный проект закона об АО. Депутатский проект в целом отражал так называемую «американскую модель», хотя и утратил ее некоторые черты. (Был еще и третий вариант законопроекта, внесенный Воронежской областной думой.)

Существенные различия между проектами заключались в том, что «проект Мостового» предполагал более значительную свободу усмотрения. Депутатский проект был менее диспозитивным.

Считается, что окончательный выбор был сделан в пользу «американской» модели, то есть депутатского проекта. Он был преимущественно ориентирован на акционерные общества с большим числом акционеров. (Думаю, главной причиной такого выбора была модель приватизации, реализованная в России.)

И, как мне кажется, опыт применения этого закона подтвердил, что выбор был совершен правильно.

Затем (в рамках все того же закона об АО) стали разрабатываться поправки, обеспечивающие изменение порядка выплаты дивидендов. Сначала в законе была прописана возможность выплачивать дивиденды раз в год, потом появилась потребность в том, чтобы производить такие выплаты раз в квартал.

(Основным локомотивом этих поправок был господин Дубов, в свое время тесно связанный с «Юкосом».) Поправки шли через все стадии законотворческой работы достаточно быстро, в рамках этого проекта мы сотрудничали, в частности, со Светланой Бахминой. Было очевидно, что она обладает очень высокой квалификацией.

Вообще люди из той команды отличались способностью идти на компромиссы, нельзя сказать, что их лоббирование отличалось особенной жесткостью. Наш диалог в целом складывался достаточно профессионально. Так что в результате, с одной стороны, появилась возможность выплачивать дивиденды раз в квартал, с другой — права акционеров не были нарушены.

Последние поправки, которые ФСФР вносила в закон об АО, были направлены на то, чтобы дать эмитенту возможность при размещении не регистрировать проспект эмиссии и сделать более четкой и логичной процедуру осуществления преимущественного права. Это способствовало упрощению процедуры IPO.

Таким образом, эти поправки проходили под знаком либерализации.

Еще один крупный блок поправок был связан с законодательным обеспечением процедуры поглощения.

Сама идея законодательного обеспечения процедур поглощения обсуждалась в ФСФР давно, мы знали, что это явление достаточно распространено и у нас, и на Западе. Только там оно регулировалось (в законодательстве ЕС существует Директива о слиянии и поглощении), а у нас — нет.

Последние поправки, которые ФСФР вносила в закон об АО, были направлены на то, чтобы дать эмитенту возможность при размещении не регистрировать проспект эмиссии и сделать более четкой и логичной процедуру осуществления преимущественного права. Это способствовало упрощению процедуры IPO.

Было потрачено много времени для того, чтобы понять, как эти сделки регулируются на Западе, какие цели преследуют. Как раз в это время появился законопроект, который касался только одной, последней части поглощений — процедуры squeeze-out, при которой обладатели определенного крупного пакета акций (в Европе — от 90 до 98%) имеют право принудительно выкупить все оставшиеся акции. Поправки по процедуре squeeze-out внес депутат Владислав Резник. Руководителем ФСФР тогда был г-н Вьюгин. В итоге удалось убедить и Резника, и весь депутатский корпус в том, что необходимо правильно прописать в законе целиком всю процедуру поглощения, которую squeeze-out лишь завершает.

Законопроект достаточно быстро был подготовлен уже ко второму чтению и принят в том виде, в котором существует сейчас.

Сейчас готовятся изменения в закон, касающиеся ответственности должностных лиц АО, полномочий независимых директоров. Параллельно МЭР разрабатывает изменения, связанные с корпоративными спорами. У этих поправок был долгий путь, сейчас соответствующий проект выходит на второе чтение и, возможно, будет наконец принят. МЭР также готовит изменения, связанные с процедурами ликвидации, с изменением структуры органов управления.

В целом закон об АО живет уже 14 лет. В этой жизни было несколько этапов. Сейчас он стал подвергаться изменениям с разных сторон, первенство по его изменениям перешло в МЭР. Это уже не тот документ, который существовал вначале. Прежний дух в нем еще остался, но в деталях он очень сильно поменялся.

— То есть, жизнь подводила вас к необходимости менять те или иные нормы закона об акционерных обществах?

— На практике так чаще всего и происходит. Правовое поле, с одной стороны, имеет пробелы, а с другой стороны, сейчас появилась тенденция регулировать все экономические процессы на уровне закона. В результате развития этой тенденции реальные сделки регулярно натыкаются на какие-то детали закона, которые мешают их нормальному прохождению.

Эта тенденция — регулировать исключительно через закон всю совокупность гражданско-правовых сделок — мне не очень нравится. На практике ее развитие повлечет за собой все больше и больше проблем. С нарастанием этой тенденции будет постоянно возникать потребность в изменении законов, а это не очень правильно. Во всяком случае, российское гражданское законодательство построено таким образом, чтобы давать экономическим агентам (в определенных рамках, конечно) максимально возможные варианты поведения. С другой стороны, в корпоративном законодательстве, полагаю, многие нормы должны быть сформулированы более четко.

Идея законодательного обеспечения процедур поглощения обсуждалась в ФСФР давно, мы знали, что это явление достаточно распространено и у нас, и на Западе. Только там оно регулировалось (в законодательстве ЕС существует Директива о слиянии и поглощении), а у нас — нет.

Для больших компаний лучше, чтобы большинство норм было прописано на уровне закона. А мелкие компании должны развиваться более гибко, поэтому для них должно обеспечиваться больше вариантов и построения корпоративной культуры, и совершения специальных сделок. Хотя, с другой стороны, когда видишь все проблемы, возникающие у мелких компаний, то думаешь, что, возможно, лучше было бы все отрегулировать. Чтобы одни люди не могли обманывать других.

Когда начинаются споры, а правила игры при этом отсутствуют, то в результате компания как живой экономический организм просто гибнет.

Для меня как для юриста сейчас это представляется большой проблемой — понять, где проходит грань между возможными рамками закона и свободой действий экономических агентов.

Не думаю, что вмешательство государства в экономическую жизнь должно быть очень сильным. Но как законотворец и нормотворец государство должно иметь достаточно много полномочий.

Последние события даже на мировом финансовом рынке привели к тому, что многие думают о более четком регулировании.

— Правильно ли я поняла вашу мысль, что гражданское законодательство должно определять некие общие, достаточно свободные рамки, а корпоративное законодательство прописывает нормы более детально и жестко?

— Нет, моя мысль иная.

Корпоративное законодательство — это ведь часть законодательства гражданского.

Отношения, которые существуют внутри юридического лица — между собственниками, между органами

управления, — должны быть более четкими, потому что это помогает развитию экономических процессов. Внутри компании неизбежны конфликты между акционерами, поскольку каждый из них имеет свой взгляд на развитие компании, свои предпочтения в стиле работы. В итоге юридическое лицо отделяется от тех людей, которые его создали, и начинает жить собственной жизнью. Поэтому юридическое лицо должно работать по четким правилам, закрепленным в законах, а также нормативных актах процедурного характера.

Причем нельзя сделать закон, который будет одинаково хорош для всех: кто-то в результате действия этого закона выиграет, а кто-то, напротив, проиграет. Это неизбежно.

Закон всегда несправедлив, потому что применяет равные мерки к неравным субъектам. То есть мерки закона одинаковы, но субъекты-то разные!

К одной из сторон в споре закон всегда оказывается несправедлив (по ее пониманию). Поэтому пусть все-таки взаимоотношения внутри компании будет четко регламентировать закон (или нормативный акт).

Хотя здесь тоже есть свои проблемы: большая зарегулированность нередко приводит к большим расходам в компании.

По всей этой совокупности причин, при принятии любого нормативного акта необходимо взвешивать все нюансы: к чему приведут изменения в законе, как они нарушат существующий баланс, какие материальные потери возникнут. И надо всегда знать: какую проблему решит конкретный закон, будет ли он работать на то, чтобы плюсов стало больше, нежели минусов. Потому что минусы обязательно будут, ни в одном законе от них не уйти.

Любой закон — это, как известно, искусство компромисса: экономическо-

го, политического, социального. Об этом тоже приходится думать.

— Вы все время употребляете местоимение «мы». Значит ли это, что у вас есть команда?

— Да, значит. Мы — я имею в виду экспертов Международного института правовой экономики, который уже не существует, и Центра развития фондового рынка — всегда работали в команде.

Вначале в нее входили Сергей Шишкин, Алексей Тимофеев, Евгений Куликов, Юлия Ануфриева а также Бернард Блек, американец по происхождению, который помогал писать первую редакцию закона об АО.

Потом кто-то уходил, кто-то приходил, в команде появлялись новые люди: Ирина Кадырова, Ольга Шишлянникова. В ФСФР тоже выросли очень сильные специалисты: Павел Филимошин, Андрей Зорин, Александр Арефьев. Они не просто помогают, а уже работают самостоятельно, пишут нормативные акты.

Участие в нашей работе принимал и ряд юридических фирм. В последнее время мы очень часто и очень активно привлекаем специалистов с рынка, тесно сотрудничаем с саморегулируемыми организациями.

В процессе именно командной работы рождались также последние изменения в закон «Об инвестиционных фондах». Над ними тоже трудилась большая команда, в которую входили, в частности, Игорь Ларионов, Александр Арефьев, Наталия Плугарь, Павел Сизов, Ростислав Кокорев. Время от времени привлекались люди по специальным вопросам. Мы практически два-три раза в неделю работали совместно, по несколько часов сидели у компьютера. Периодически выносили спорные вопросы на более широкое обсуждение, потом продолжали работать дальше.

Не думаю, что вмешательство государства в экономическую жизнь должно быть очень сильным. Но как законотворец и нормотворец государство должно иметь достаточно много полномочий. Последние события даже на мировом финансовом рынке привели к тому, что многие думают о более четком регулировании.

Этот закон мы готовили ко второму чтению полтора года. Причем это была работа не эпизодическая, а в постоянном режиме.

Но особенно я хотела отметить, что очень важным и принципиальным было участие в нашей команде Георгия Давыдовича Голубова, блестящего цивилиста, человека уникальной квалификации. Он в свое время работал заместителем министра юстиции СССР. Когда закон об АО был принят в первом чтении, он подключился к этой работе. (Георгий Давыдович работал тогда уже не в министерстве, а в частной юридической фирме.)

С того момента мы достаточно долго работали вместе.

Георгий Давыдович Голубов — это человек, который научил нас писать законы. Научил юридической технике, корректному использованию терминов, правилам юридической экономии. Закон — это юридический акт, каждое слово в нем должно иметь одно значение, которое следует «тянуть» через весь закон. Если разработчик заменяет какой-то термин на иной, более красивый, но имеющий, с его точки зрения, то же самое значение, то для других юристов это смысловое тождество уже не будет столь очевидным. Они будут думать: почему поменялся термин? Значит, новый термин означает нечто иное? Такой мыслительный процесс для юриста совершенно нормален. В результате юрист начинает искать в другом термине другой смысл и, как правило, находит смысл, противоположный изначальному, — для того, чтобы решить какую-то свою проблему.

Все это нам показал Георгий Давыдович.

Мы плотно работали с Голубовым три года: над законом об АО, над законом «Об обществах с ограниченной ответственностью», над некоторыми нормативными актами. Он помогал нам также в подготовке закона об инвестиционных фондах. К сожалению, когда закон «Об инвестиционных фондах» был принят, Георгия Давыдовича уже не стало.

Я ему очень благодарна за все. И знаю, что без него не смогла бы делать то, чем сейчас уже много лет занимаюсь. Его опыт не сравним ни с чем.

Сейчас людей такого масштаба, мне кажется, уже нет, в том числе потому, что в России не поставлена законотворческая работа.

— Это вызывает рефлекторный вопрос: как должна строиться правильная законотворческая работа?

— Я имею свое, личное представление о том, как должна строиться законотворческая деятельность. Любой законопроект, вообще любые законодательные изменения должны достаточно подробно вынашиваться. (Говорю сейчас исключительно об экономическом законодательстве.) Следует понимать, зачем они принимаются, существует ли экономическая потребность в изменениях.

Затем надо понять, как эти изменения будут в целом влиять на российскую экономику и ее конкурентоспособность по сравнению с другими национальными экономиками.

Немцы очень многое делают на уровне толкований. Если б вы прочитали немецкий закон об обществах с ограниченной ответственностью, а потом комментарии к нему, то поняли, что некоторые нормы уже не действуют, потому что закон был принят в 1892 году.

Многие законопроекты вырастают из потребностей практики, поскольку право часто отстает от экономической жизни, и это нормально. Консерватизм права — норма. Чем меньше меняется закон, тем лучше для практики. Другое дело, что законодательная база в России до сих пор не вполне сформирована.

Финансовый рынок уже стал глобальным, и Россия заняла на нем какое-то место (не будем сейчас обсуждать, какое именно). Поэтому конкурентоспособность всегда следует иметь в виду.

Как и общую целесообразность проведения законодательных изменений: ведь многие вопросы решает судебная практика. Многие нормы, которые уже закреплены в судебной практике, нецелесообразно перемещать в закон.

Если, в конце концов, возникают проблемы, то можно поменять судебную практику: зачем непременно править закон?

— То есть решать проблему через прецедент правильнее, нежели через законодательные изменения?

— Мы говорим сейчас не о прецедентном праве, а о толковании.

Есть нормы (скажем, того же закона об акционерных обществах), и есть толкования Высшего арбитражного суда, которые, с учетом идеологии закона, толкуют эти нормы, иногда их расширяя, иногда сужая, но действуя в рамках этих норм.

Толкования присущи континентальной системе права, они есть в Германии, в Италии. Немцы очень многое делают на уровне толкований. Если б вы прочитали немецкий закон об обществах с ограниченной ответственностью, а потом комментарии к нему, то поняли, что некоторые нормы уже не действуют, потому что закон был принят в 1892 году.

Тем не менее долгое время этот закон существовал достаточно стабильно, изменения в него вносятся очень редко.

Но это мы сейчас говорим о философских вопросах.

— Каковы основные проблемы, связанные с нынешним состоянием законодательной базы российского фондового рынка?

— На этот вопрос можно ответить коротко: все основные проблемы обозначены в Стратегии развития финансового рынка РФ. И мы над ними работаем.

Думаю, что сейчас самое важное из обозначенного там — это законодательство о клиринге, а также налоги. Если проект изменений в налоговое законодательство, который мы сейчас готовим, будет принят, то получится прорывным: он несет в себе много нововведений.

Следует заметить, что в последнее время ФСФР стала много работать совместно с Центральным банком. В частности, так происходило при разработке закона о клиринге.

В этой деятельности принимали также участие рыночные профессионалы — специалисты ММВБ и РТС, то есть заинтересованные стороны. Закон писался не кулуарно!

— Вы упомянули о том, что последние события на мировых рынках заставляют пересмотреть подходы к регулированию. В каком же направлении могли бы происходить изменения, особенно учитывая, что российские проблемы не вполне тождественны проблемам, скажем, того же американского рынка?

— Да, действительно, проблемы не совсем те же самые (улыбается). Я пытаюсь сама для себя сформулировать: каковы уроки финансового кризиса для России? Допустим, секьюритизация — она с очевидностью должна быть. И столь же очевидно ее следует регулировать, следует понимать, насколько далеко производные могут отходить от базового актива, сколько степеней производных на один продукт можно сделать. Об этом надо думать, но для нас сейчас это не критично, поскольку этот рынок в России пока относительно узок.

Так что на обдумывание подходов к его регулированию у нас в запасе имеется несколько лет. Но как тема это должно присутствовать. Вопрос должен стоять в повестке дня, хотя и не первым номером.

Следующий важный для нас вопрос — срочный рынок. Он хорошо растет, но пока что особо не регулируется. И, конечно, его надо регулировать, прежде всего, с точки зрения рисков.

Надо каким-то образом решать вопросы, связанные с практикой представления недостоверной финансовой информации.

Закон об аудиторской деятельности в принципе не содержит норм ответственности аудитора. Аудитор подписывается под документами, содержащими финансовую информацию, но не несет никакой ответственности за ее недостоверность!

Мы пытаемся решить эту проблему в Законе о рынке ценных бумаг.

Для финансовой сферы также очень важны вопросы доверия: доверия инвестора эмитенту, доверия инвестора финансовому посреднику. Мне кажется, что пока далеко не у всех профессиональных участников фондового рынка имеется четкое понимание того факта, что без инвестора брокер также может оказаться не у дел.

Действия, направленные на защиту прав инвестора, безусловно, не очень приятны и достаточно затратны. Но решать эти вопросы необходимо. Прежде всего, давая четкое описание прав, обязанностей и действий сторон.

Взаимодействие между клиентом и посредником — очень важный момент.

Самый хороший закон — это закон, который живет долго, который сделан так, что его не надо менять часто, поскольку он дает возможность для усмотрения сторон.

На него надо обращать повышенное внимание, и здесь важную роль могут сыграть саморегулируемые организации.

Пункт, последний по очередности, но не по значимости: следует дать возможность работать на нашем рынке иностранным инвесторам.

В этом вопросе надо пройти буквально по лезвию бритвы, чтобы, с одной стороны, дать иностранным инвесторам возможность выхода на наш рынок, а с другой — не навредить при этом интересам наших финансовых посредников и нашей инфраструктуре. ◻

Брокер не должен быть бедным

В Совете Федерации состоялось заседание «круглого стола» «Состояние российского фондового рынка в условиях финансового кризиса: первые уроки»

Мероприятие собрало внушительный список выступающих, среди которых были представители крупнейших рыночных компаний, в том числе инфраструктурных, руководители саморегулируемых организаций, эксперты, ученые и чиновники.

Среди выводов, сделанных участниками мероприятия относительно влияния кризиса на наш рынок, присутствовали, в том числе, неожиданные умозаключения.

Так, управляющий директор инвестиционной компании «Тройка Диалог» Андрей Шаронов заметил, что глобальную повестку необходимых отечественному рынку мер кризис не поменял. Все основные проблемы как экономического (несовершенство процедур банкротства, «неправильная» конкуренция, отсутствие длинных денег), так и неэкономического характера (институциональные) остались теми же, что были до кризиса. Все эти проблемы следует, по мнению г-на Шаронова, продолжать последовательно решать.

Но на «круглом столе» были также анонсированы и достаточно прогнозируемые новости.

В частности, руководитель ФСФР Владимир Миловидов сообщил, что Федеральная служба по финансовым рынкам планирует повысить требования к минимальному размеру капитала небанковских финансовых организаций. Требования к капиталу, по словам главы ФСФР, будут повышены минимум в три раза. Соответствующий приказ сейчас готовится в Федеральной службе. Такая мера, по мнению регулятора, должна увеличить надежность и конкурентоспособность российских финансовых институтов.

В настоящий момент минимальные требования к собственному капиталу определяются приказом ФСФР от 24 апреля 2007 года, который вступил в силу в начале 2008 года. Согласно этому приказу минимальный размер собственного капитала для дилеров утвержден в размере 5 млн рублей, для брокеров — 10 млн рублей, при совмещении этих видов деятельности — 35 млн рублей.

Владимир Миловидов добавил, что профучастникам будет дано определенное время для приведения своего капитала в соответствие с новыми требованиями.

Причины, по которым ФСФР собирается повысить требования к капиталу инвесткомпаний, очевидны. Один из уроков нынешнего кризиса заключается именно в том, что было показано: рыночный надзор не получается вполне эффективным, если сами рыночные агенты не обладают надежными системами управления рисками и достаточным капиталом.

Однако, по мнению некоторых выступавших на «круглом столе», такой важный шаг, как существенное увеличение требований к капиталу, имело бы смысл совершать параллельно с другими мерами. Например, ввести налоговые стимулы для частного инвестора, которые наконец побудили бы его к действительно массовому выходу на фондовый рынок.

Виктор Коновалов
заместитель директора «Интерфакс-ЦЭА»

Можно, но осторожно

Рынок акций РФ в мае сохранил тенденцию к росту, обновив максимумы с октября 2008 года

Российский рынок акций к маю рос третий месяц подряд, что привело к повышению индекса РТС на 31% — до 1087,59 пункта, а индекса ММВБ — на 22%, до 1123,38 пункта на закрытие торгов 29 мая. Российские фондовые индексы обновили максимумы с октября прошлого года на фоне сохраняющегося оптимизма на мировых фондовых и товарных площадках.

В мае российский рынок сохранил свои позиции в группе лидеров роста среди стран с развивающейся экономикой.

Российский фондовый рынок по итогам прошедшего месяца сохранил также свои позиции в группе лидеров роста среди стран с развивающейся экономикой, для которых агентство Standard & Poor's рассчитывает страновые инвестиционные индексы S&P/IFCI, заняв вторую позицию. Рост российского индекса за месяц составил 28,3%. Лидером же оказался фондовый рынок Индии, которой поднялся за май на 37%. Венгерский индикатор вырос на 27%, бразильский — на 22,2%, мексиканский — на 18,2%, китайский — на 17,8%.

Продолжение банкета

Май для отечественного фондового рынка начался с обновления максимумов индексов с начала года вслед за подъемом мировых площадок. Инвесторы отыгрывали показатели производственной активности и потребительского доверия в США, которые в апреле неожиданно выросли до максимальных уровней с сентября прошлого года — начала углубления кредитного кризиса. Также пришли оптимистичные новости из Азии: в Китае впервые за девять месяцев увеличился объем промышленного производства.

После официальной публикации в начале мая результатов стресс-теста 19 американских банков, которые оказались не катастрофичными (стресс-тест выявил, что девять банков нуждаются в увеличении капитала на 74,6 млрд долларов, что было меньше, чем ожидали многие экономисты), инвесторы по-прежнему проявляли интерес к высокодоходным инструментам emerging markets, в том числе и России.

Кроме того, поддержку российскому рынку акций оказало закрытие реестров ряда крупнейших отечественных компаний, а также опубликование некоторыми из них финансовых результатов за прошлый год и первый квартал текущего года.

В этой статье:

Факторы роста российского фондового рынка в мае.

Сигналы с emerging markets как ориентиры для мировых финансовых рынков.

Ожидаемая волатильность российского рынка.

В частности, «Роснефть» опубликовала неплохой отчет по стандартам US GAAP за первый квартал: чистая прибыль компании снизилась до 2,06 млрд долларов, хотя эксперты ожидали падения до 1,268 млрд.

Локальный пик роста рынка пришелся на начало торгов 13 мая, когда фондовые индикаторы обновили годовые вершины: индекс РТС превысил в этот день 1000 пунктов, а индекс ММВБ поднялся к 1100 пунктам. Однако далее началась массовая фиксация прибыли спекулянтами, посчитавшими ралли исчерпанным, к тому же заметно ухудшилась внешняя фондовая конъюнктура. Рынок быстро развернулся вниз и по итогам дня оказался в ощутимом минусе: индекс РТС скатился ниже 950 пунктов, а индекс ММВБ — в район 1000 пунктов.

Поводом для появления продаж стали слабые экономические статистические данные на Западе, а также прошедшие «отсечки» ряда крупнейших российских компаний. В частности, внешний фон ухудшился после выхода в Европе данных по промпроизводству в марте, которое упало на 20,2%, что стало рекордным снижением с начала отслеживания этих данных в 1986 году (эксперты ожидали снижения показателя на 17,6%). В США слабой оказалась статистика по розничным продажам, которые в апреле упали на 0,4% при прогнозах неизменности показателя по сравнению с мартом.

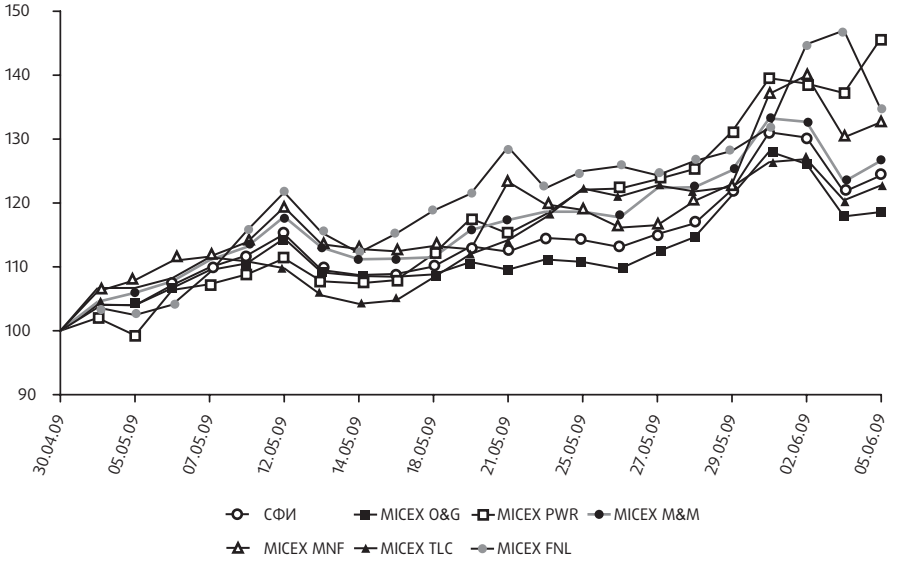
Негативное влияние на рынки оказала также неблагоприятная квартальная отчетность голландской финансовой компании ING и прогнозы Банка Англии, согласно которым восстановление экономики Великобритании будет медленным.

Лидерами падения выступили акции ВТБ, которые только за один день рухнули на ФБ ММВБ на 8%, хотя еще в начале торгов 13 мая их рост составлял более 9%. Поводом для продаж акций ВТБ стали заявления члена наблюдательного совета банка Алексея Саватюгина о том, что идея об обратном выкупе бумаг у миноритариев вряд ли будет одобрена (ранее именно на этой идее акции банка активно росли в цене).

Однако уже в конце второй декады месяца рынок возобновил подъем на позитивном внешнем фоне. Министр финансов США Тимоти Гайтнер заявил, что американская экономика стабилизировалась, хотя ее восстановление не будет чувствоваться сразу; в Германии превысил ожидания майский индекс доверия инвесторов и аналитиков к экономике страны.

Также продолжилось ралли на рынках emerging markets, которые поднялись

Рисунок. **Динамика сводного и отраслевых фондовых индексов ММВБ в мае**



Источник: ММВБ.

до максимальных отметок за последние семь месяцев. Причиной этому стали слухи, что Goldman Sachs, JPMorgan и Morgan Stanley выразили готовность вернуть в общей сложности 45 млрд долларов, которые они получили в октябре прошлого года в рамках государственной программы по поддержке финансовой системы Troubled Asset Relief Program (TARP).

При этом в банковском секторе сменился лидер роста — вместо бумаг ВТБ в фавориты выбились акции Сбербанка РФ, взлетевшие на заявлениях первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева о том, что допэмиссия банку в текущем году не потребуется, в отличие от ВТБ.

В середине мая на фоне слабеющего доллара и данных о сокращении запасов сырья в США нефть перешагнула новый психологически важный рубеж — 60 долларов за баррель для американской смеси WTI, а в конце месяца цена достигла 66 долларов за баррель, что для рынков нефтедобывающих стран стало одним из основных «драйверов» роста.

Кроме того, Центральный банк РФ в очередной раз принял решение снизить ключевые ставки на денежно-кредитном рынке, в том числе ставку рефинансирования (ставка была снижена на 0,5 процентного пункта — до 12% годовых), что позитивно сказалось на динамике рубля и рублевых активах.

Лидерами повышения курсовой стоимости среди ценных бумаг, прошедших листинг на ФБ ММВБ, в мае стали акции АФК «Система» (+67%), «Белон» (+65%), «префы» Сбербанка (+60%), «МРСК Центра и Приволжья» (+60%), «Волжской ТГК» (+60%), «Сбербанка РФ» (+59%), «ТГК-4» (+57%), «ЮТК» (+53%), «Интер РАО» (+53%) «ТГК-2» (+52%). В свою очередь в группу аутсайдеров «записались» бумаги «Ростелекома» (-28%), «префы» Северо-Западного Телекома (-9%), акции «Росбанка» (-7%), «Трубной металлургической компании» (-4%) и «ПИКа» (-1%).

Резко выстрелили вверх и акции «АвтоВАЗа» (рост за месяц составил 59%) на новостях о том, что инвестиционный план компании на 2010–2012 годы предусматривает вложения в размере 80 млрд рублей, с помощью которых планируется к 2014 году выпустить девять новых моделей автомобилей и модернизировать базу поставщиков до их соответствия международным стандартам.

Сигналы с другой стороны

Мировые фондовые рынки в течение длительного периода времени ориентировались на сигналы из США, однако теперь, когда стало ясно, что экономики emerging markets держатся лучше и первыми восстановятся после спада, ситуация в США в некоторых случаях не является для инвесторов ключевым фактором. Инвестиционные менеджеры, которые вкладывают средства в США и рынки других развитых стран, все больше внимания уделяют тому, что происходит в таких странах, как Китай или Бразилия, а также стремятся увеличить вложения в сферы, которые в значительной мере зависят от экономического роста развивающихся рынков.

Гибкость экономик emerging markets в условиях кризиса, особенно китайской экономики, способствовала восстановлению цен на нефть и другие виды сырья, а также, по мнению ряда экспертов, поддержала потребительский сектор. «Все, что происходит в этих странах, очень важно» даже за пределами их границ, отмечает глава подразделения глобальных фондовых рынков Schroders Investment Management в Лондоне Вирджин Мэйсоннев.

Для участников энергетического рынка ситуация в Китае остается основным фактором. «Многие оценивают ситуацию в Китае как индикатор начала восстановления мировой экономики», — говорит управляющий сырьевого фонда Ebullio Capital Management в Лондоне Ларс Стеффенсен.

Цена нефти, еще 12 февраля составлявшая менее 34 долларов за баррель, к концу мая выросла до 66-67 долларов, несмотря на неблагоприятные для нефтяного рынка новости о падении спроса на топливо в США. «Если фокусироваться лишь на спросе со стороны США, то было бы трудно объяснить, почему стоимость нефти удвоилась за последние несколько месяцев», — отмечает президент Paul Ting Energy Vision LLC Пол Тинг.

Рост цен на нефть объясняется, в частности, ситуацией в Китае. Импорт нефти в КНР увеличился в апреле на 13,6% в годовом исчислении и на 2,3% по сравнению с мартом.

Аналогичная ситуация наблюдается и с другими видами сырья. Так, объем импортируемой Китаем меди увеличился в апреле на 149% в годовом исчислении, железной руды – на 24%, сои – на 55%. Спрос на продукты питания в развивающихся странах также повышается.

Мировые фондовые рынки в течение длительного периода времени ориентировались на сигналы из США, однако теперь, когда стало ясно, что экономики emerging markets держатся лучше и первыми восстановятся после спада, ситуация в США в некоторых случаях не является для инвесторов ключевым фактором.

Волатильность не исключается

Многие аналитики сейчас высказывают опасения, что российский фондовый рынок в ближайшее время может стать одним из наиболее ярких примеров повышенной волатильности среди emerging markets. По их

Многие аналитики сейчас высказывают опасения, что российский фондовый рынок в ближайшее время может стать одним из наиболее ярких примеров повышенной волатильности среди emerging markets. По их мнению, несмотря на активное ралли, наблюдаемое в последние три месяца, инвесторам не стоит обольщаться и следует готовиться к резким колебаниям котировок.

мнению, несмотря на активное ралли, наблюдаемое в последние три месяца, инвесторам не стоит обольщаться и следует готовиться к резким колебаниям котировок.

Действительно, российский рынок акций в текущем году обогнал по темпам роста всех своих основных конкурентов. За последние три месяца отечественные индексы подскочили более чем на 80%, с январского минимума котировки большинства акций практически удвоились. Долларовый индекс РТС с 1 марта взлетел на 90%, основной американский индекс S&P 500 за этот же период прибавил всего 30%, китайский Shanghai Composite — крупнейший из индексов развивающихся стран — поднялся на 25%.

Одной из причин резкого роста на emerging markets стало возвращение тех инвесторов, которые готовы рисковать ради высокой прибыли. Многие из них пытаются сейчас компенсировать убытки прошлого года на фоне быстрого подъема на фондовых площадках. «Можно провести параллели для всех развивающихся стран, так как с начала марта инвесторы стремятся вернуться в рисковые активы, однако российский рынок выиграл от этого больше других, поскольку ранее стоимость акций здесь упала более резко, чем в других странах», — убежден старший аналитик emerging markets RBC Capital Markets Найджел Ренделл.

Инвесторы рассматривают ряд развивающихся стран, в первую очередь Китай, как «локомотивы мировой экономики», которые могут вытащить ее из рецессии. Так, аналитики прогнозируют сокращение ВВП США в этом году, но ВВП Китая вырастет за год на 8%, Индии — на 6%.

Существенным фактором роста для рынков акций стран БРИК является восстановление сырьевых цен на ожиданиях положительной динамики ВВП в ряде развивающихся стран. При этом российский рынок, на котором хорошо представлены нефтегазовые компании, предлагал инвесторам относительно «недорогие» акции по сравнению с аналогичными фондовыми рынками.

Отношение рыночной цены акций к ожидаемой чистой прибыли для индекса РТС составляло 3,4 раза на 1 марта 2009 года по сравнению с 7,7 раза в среднем с 2004 года. В Китае аналогичный показатель в марте равнялся 13. «Российский рынок выглядел очень дешевым, поэтому, когда настроения в мире улучшились, деньги потекли в Россию рекой», — отмечает глава отдела европейских фондовых рынков Barings Гадир Абу Лейл-Купер.

Однако даже те эксперты, которые говорят о хороших перспективах роста для emerging markets, уверены, что нынешнее ралли в некоторых случаях является неоправданно быстрым и впоследствии может вылиться в длительный период неустойчивости котировок. Многие аналитики предупреждают, что повышательный тренд на российском рынке может с такой же легкостью превратиться в понижательный. Российские акции более уязвимы из-за общей неустойчивости экономической ситуации и слабой динамики ВВП, который, как ожидается, сократится в этом году на 7%. Российские компании обременены большими долгами, и фондовый рынок в целом слишком сильно зависит от нефти и газа.

Основные рекомендации экспертов по рынкам emerging markets, в том числе и российскому, сводятся к тому, что инвестировать в них все же стоит, но крайне осторожно. «Если у вас нет 5% в emerging markets, следует увеличить их долю в портфеле, но делать это нужно постепенно и подпрыгивать сразу до 10% не стоит», — утверждает финансовый аналитик Lone Tree Джудит Шайн. ◻

Андрей Иванов
директор департамента корпоративных финансов
ИК «Файненшл Бридж»

Не только для брокеров – 3

Апрель был периодом экстенсивного развития кризиса. К концу весны сформировались новые тезисы о течении кризиса на фондовом рынке

Как мы уже писали ранее, имеет смысл непрерывно наблюдать и анализировать ситуацию на российском фондовом рынке. И по-прежнему практическое изучение кризиса для участников финансового рынка в самом разгаре. Каковы же особенности текущего момента?

Весной метастазы постепенно проникали в корпоративный сектор. Будет ли продолжение?

Весной метастазы постепенно проникали в корпоративный сектор — плавно растет просрочка по кредитам, дефолты происходят практически ежедневно… Правда, были и позитивные факты: реальный выход рынка на новые уровни, полновесно отыгранная стабилизация цен на нефть и дивиденды, «Газпром» разместил на 2,25 млрд рублей выпуск еврооблигаций. Природа этого спроса более или менее понятна: он копился в последние полгода и реализовался в краткий период. Будет ли продолжение?

Тезисы на конец весны. О ситуации

1. Правительство не управляет ситуацией. Условия хозяйствования не улучшаются. Правда, есть ряд приятных исключений, в числе которых ФСФР.
2. Прогнозирование потеряло всякий смысл. Прогнозами занимаются только те, кто заинтересован во влиянии и манипулировании ситуацией.
3. Ставка рефинансирования в России по-прежнему не стыкуется с экономической реальностью.
4. Субъекты экономики стали психологически готовы к любым сценариям реструктуризаций и банкротств.
5. Фонды прямых инвестиций занимаются активным мониторингом ситуации. Но не знают, как подходить к оценке компаний.
6. Наблюдается оживление спроса в акциях третьего эшелона, особенно в секторе электроэнергетики. У большой реформы — большая инерция.

В этой статье:

Проблемы государственного управления экономикой в условиях кризиса.

Нищета прогнозов.

Отсутствие кредитования реального сектора и банкротства.

Оживление сделок с акциями третьего эшелона.

7. В ближайшие полгода возможны новые (опять неожиданные) крайности. К примеру, остановка торгов на российских биржах на несколько недель.
8. В начале лета страх будет доминировать над жадностью.

По тезисам.

1. Про правительство

Правительству нет необходимости работать самому — ему достаточно создать условия. С этой простейшей аксиомой российский Белый дом никак не свыкнется. Он даже понимает ее умом, но принять не может. Предпринимаемые меры остаются в русле централизации и специальных режимов управления. К примеру, было озвучено намерение вводить в проблемных регионах режим антикризисного управления. Что это может означать? Что пришлют новых людей, которые без знания ситуации и деталей сделают все правильно. Так не бывает. Как будто нет наук об управлении…

Децентрализация и либерализм в экономике – то, что в конечном итоге ведет к освобождению и стимулированию частной инициативы. Если это не произойдет сверху, произойдет снизу. Это не столько продолжение марксизма, сколько наблюдение над реальностью. Правительству достаточно задать рамки естественного развития, а не переламывать реальность.

Специальный реверанс в адрес ФСФР вовсе не ставит целью сделать приятное регулятору. ФСФР справедливо оценивает ситуацию как глубокий кризис и будет вести режим антикризисного управления до реального улучшения ситуации в экономике. Это значит — ограничивать дисбалансы, особенно спекулятивные.

Хотел бы отметить позитивную роль таких мер, как мораторий на требования к биржевому листингу и продление ограничений на маржинальные операции. На ФСФР со стороны брокеров оказывается давление в части маржиналки: еще бы, такой потенциал сверхприбыли пропадает. Многим брокерам, конечно, все равно, что маржиналка может опустить рынок еще в разы. Да, тяжело бороться с инерцией сознания…

2. Про прогнозы

На наших глазах прогнозы официальных экономистов, к примеру, в части ВВП упали так же резко, как рынок осенью 2008 года. С нескольких процентов роста по итогам 2009 года до минус 7% к апрелю. Понятно, что это часть их работы. В общем, лишний раз стоит призвать всех не верить прогнозам в нынешней ситуации, а в первую очередь видеть в них интерес спикера.

Не все скрытые факторы пока действуют в полную силу, более того, будут появляться новые системные риски. Что говорить — ровно в те дни, когда готовился этот материал, появился фактор «свиного гриппа».

3. Про ставку рефинансирования

Недоступность денег в производстве уже переросла масштаб катастрофы. Если в начале года денег просто не было, то сейчас их нет «вообще». При этом и банки нельзя упрекнуть — ставки отражают степень рисков и в ставках же заложены текущие просрочки. Символическое снижение ставки на полпроцента только обозначило потенциальную готовность Центробанка стимулировать рынки. Пока ЦБ делает выбор в пользу стабильности, пусть даже стихийно сложившейся стабильности. Политика ЦБ является вторичной по отношению к политике правительства и не может ее обогнать, что называется, по определению.

Правительству нет необходимости работать самому — ему достаточно создать условия. С этой простейшей аксиомой российский Белый дом никак не свыкнется. Он даже понимает ее умом, но принять не может. Предпринимаемые меры остаются в русле централизации и специальных режимов управления.

4. В ожидании банкротств

До весны кредиторы еще надеялись на цивилизованные сценарии реструктуризаций и банкротств. Сейчас они смирились с действительными и потенциальными потерями. Обе стороны — и заемщики, и кредиторы — уже находятся в поле абсурда. Череда исков дочерних компаний к материнским с оспариванием правомерности кредитных договоров — что может быть более абсурдным. Пусть юристы скажут, что действуют по букве закона, спорить не буду. По букве, но не по духу… Представьте себя на месте кредитора — дать денег и «угореть».

Уже отмечены сотни случаев уступки бизнесов и активов в рамках расчетов за долги. Просто они не приобретают общественного резонанса в силу относительно малой величины активов. Это вполне здоровая ситуация. Правда, возникает вопрос — что делать новым собственникам с этим неожиданно свалившимся «счастьем»?

5. Про фонды прямых инвестиций

Фонды ищут перспективные активы в этой мутной воде. Благо для них в том, что описанная тезисом ранее картина будет наблюдаться на протяжении нескольких лет, и ситуация от них не уйдет. Основная сложность — в оценке настоящего и будущего компаний и отраслей. Над этим активно трудится все «живое» сообщество инвестбанкиров в фондах и инвесткомпаниях. В сегменте слияний и поглощений постепенно накапливается отложенный спрос — это станет со временем одним из системных факторов в реинкарнации экономики.

Фонды ищут перспективные активы в этой мутной воде. Благо для них в том, что череда банкротств будет наблюдаться на протяжении нескольких лет, так что ситуация от них не уйдет. Основная сложность — в оценке настоящего и будущего компаний и отраслей. Над этим активно трудится все «живое» сообщество инвестбанкиров в фондах и инвесткомпаниях.

6. Про оживление спроса в некоторых акциях «третьего эшелона»

Часть отраслевых стратегов дождалась времени, когда акции упали до неприличных минимумов. В марте-апреле состоялся ряд сделок в электроэнергетике — к примеру, в сбытах. Большая реформа электроэнергетики имеет большую же инерцию. Правда, инвесторам со стороны в ней не заработать. Движения в отрасли будут активны и в 2009, и в 2010 годах.

Важный вопрос инвестиционной повестки дня — какие отрасли будут следующими? Сейчас складывается консенсус в инвестбанковском сообществе, что это будут «пищевка», газ и газопереработка, фармацевтика. На мой взгляд, опираться на ожидания постоянного наличия спроса в этих отраслях — слишком линейный подход. Личный опыт управления реальным производством в пищевой промышленности показывает, что даже наличие спроса не защищает от дисбалансов хозяйственной практики. Интегральная сумма рисков в промышленности не может быть адекватно оценена внешним инвестором за короткий период формального изучения. Хотя бы потому, что помимо регулярной деятельности есть долгосрочные движения рынка и деловые циклы. В общем, инвесторам необходимо заходить на предприятия постепенно, на протяжении нескольких лет, наблюдая ситуацию изнутри.

7. Про возможные крайности

Если соревноваться в оригинальности прогнозов, то могу предложить такой вариант. Умноженные факторы волатильности, спада на рынках, снижения котировок крупнейших компаний до абсолютно неадекватных величин (1–2 EBITDA), «свиного гриппа» и еще ряда неизвестных могут логично привести к ситуации необходимости закрытия торгов на несколько недель.

8. Про страх и жадность

То, что страх будет доминировать какой-то период над жадностью, я оцениваю как благо. Жадность правила последний десяток лет. Необходимо время для того, чтобы всем перестроиться. Правда, перестраиваться придется в очень динамичной обстановке — иного не дано.

Удачного летнего сезона! ◻

И заемщики, и кредиторы уже находятся в поле абсурда. Череда исков дочерних компаний к материнским с оспариванием правомерности кредитных договоров — что может быть более абсурдным. Пусть юристы скажут, что действуют по букве закона, спорить не буду. По букве, но не по духу... Представьте себя на месте кредитора — дать денег и «угореть».

Новости бирж

РТС. Биржа РТС заняла почетное 9-е место в рейтинге мировых ведущих площадок по торговле фьючерсами и опционами, составляемом Futures Industry Association (объединение деривативных бирж) по итогам января-февраля 2009 года.

Кроме того, по данным рейтинга, сразу четыре контракта РТС вошли в ТОП-20 в своих сегментах. Так, фьючерс на Индекс РТС занял 12-е место в ТОП-20 наиболее торгуемых производных на индексные активы в мире. Фьючерс на нефть сорта Brent стоит на 17-ом месте в «двадцатке» самых торгуемых деривативов на энергоресурсы (975 106 контрактов). А валютные контракты доллар-рубль и евро-доллар занимают 5-е и 16-е место соответственно в ТОП-20 производных на валюту.

Впервые Биржа РТС была включена в рейтинг FIA ровно год назад. Тогда по итогам первого квартала 2008 года российская биржа заняла 16-ю позицию. Так что за год «прирост» по рейтингу оказался вполне ощутимым!

ММВБ. Председатель Счетной палаты РФ Сергей Степашин и Президент ЗАО ММВБ Константин Корищенко подписали Соглашение о сотрудничестве между Счетной палатой и биржей.

Речь идет о взаимодействии по вопросам, связанным с работой биржевого рынка государственного долга.

Совместная работа, как следует из официального сообщения, должна обеспечить повышение эффективности соответствующего сегмента рынка, то есть, высокую ликвидность государственных ценных бумаг и минимизацию расходов на обслуживание государственного долга.

ПОДПИСНОЙ КУПОН

Вестник НАУФОР			
Период подписки:	___ полгода ___ год	Кол-во экземпляров/вид доставки:	_____ /Курьером _____ /По почте _____ /Pdf-версия
Организация:			
Юр. адрес:			
Почтовый адрес:			
Адрес доставки:			
ИНН/КПП:	/		
Телефон:		Факс:	E-mail:
Получатель издания (ФИО):			
ФИО сотрудника, ответственного за подписку:			

Заполненный купон нужно отправить по факсу 730-53-52, 730-53-17 или 787-24-85.
Счет за подписку выставляется после получения купона. Стоимость подписки на полгода/год для компаний-членов НАУФОР составляет 3390/6780 рублей, для иных организаций — 3570/7140 рублей. Подписка на электронную версию журнала (в формате pdf) стоит 3378/6756 рублей.

Ольга Амброжевич
заместитель генерального директора, руководитель отдела внутреннего контроля и управления рисками ООО «Пионер Инвестмент Менеджмент»

С минимальными рисками

Эффективность операционной деятельности — одно из конкурентных преимуществ компании на финансовом рынке

Одним из наиболее важных конкурентных преимуществ компании на финансовом рынке является эффективная операционная модель функционирования — совокупность бизнес-процессов, протекающих четко и слаженно, с минимальным уровнем операционного риска.

Продолжение обсуждения темы управления рисками . См. также ВН №12, 2008.

Эффективная операционная модель функционирования дает компании высокую конкурентоспособность, дополнительную стоимость (added value) для ее акционеров, надежность и удобство для клиента.

В данной статье мы придерживаемся классификации рисков, существующей в компании Pioneer Investments. В эту классификацию входят инвестиционные и операционные риски.

К операционным мы относим репутационные риски, бизнес-риски и риски прямого и косвенного убытка, которые возникают из-за сбоя процессов и систем; некомпетентности/небрежности сотрудников или в результате внешних событий (сбоев в работе оборудования, человеческой ошибки, юридические риски и т.д.), а также репутационные риски и бизнес-риски. Понятие «операционные риски» часто используется только для определения неадекватных действий или сбоя процессов и систем; неспособности/небрежности людей или в результате внешних событий, однако мы включаем в него и иные важные риски, которым подвержена компания.

На российском финансовом рынке немногие управляющие компании имеют должным образом структурированную систему управления операционными рисками, наверное, их можно пересчитать по пальцам одной руки. Если управляющая компания и имеет в штате лицо, ответственное за управление операционными рисками, то, скорее всего, оно занимается управлением простейшими операционными рисками, такими как технические сбои программного обеспечения или человеческая ошибка при введении в систему данных при обработке информации.

Это связано с тем, что в РФ, к сожалению, пока не сложилась культура управления операционными рисками компании. Этика управления операционными рисками компании изначаль-

В этой статье:

Структуризация операционных рисков.

Процесс управления рисками.

Комплекс методов управления рисками.

Условия успешности управления рисками.

но появилась и получила развитие на Западе — в США и Европе. Это разработанные COSO (Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission, Комитет спонсорских организаций Комиссии Тредвея) в 1992 году в США Стандарты по системе внутреннего контроля (Internal Control — Integrated Framework), где одним из компонентов системы внутреннего контроля являлось управление рисками. Впоследствии (в 2004 году) COSO выпустил Стандарты по управлению рисками организации (Enterprise Risk Management — Integrated Framework), которые более детально описывали процесс управления операционными (бизнес) рисками компании; Базельское соглашение (Basel Accord), заключенное в июне 2004 года, и специальные нормативные документы (подготовленные Базельским комитетом), формирующие основу стандартов надзора за операционными рисками во многих европейских странах.

Управление операционными рисками направлено на эффективность операционной деятельности компании, соответствие всем существующим правилам и законодательству, на сохранение активов клиентов и акционеров и обеспечение достоверности и прозрачности раскрываемой информации.

В предыдущей статье об управлении рисками («Без непредвиденных потерь», Вестник НАУФОР, декабрь 2008) мы рассказывали, что основная предпосылка для эффективного управлении рисками такова — каждая компания существует для того, чтобы приносить доход заинтересованным в ее деятельности лицам. Ежегодно компания устанавливает операционные цели, которые в течение этого года могут быть скорректированы. В процессе достижения целей менеджмент компании сталкивается с некоторой неопределенностью, под которой и понимается операционный риск. Задача менеджмента — принять решение об уровне неопределенности, с которым компания готова смириться. Управление рисками позволяет менеджменту и совету директоров эффективно действовать в условиях неопределенности и в случае наступления событий, влекущих риск, и таким образом влияет на сохранность активов компании и клиентов и изменение их стоимости, что и определяет эффективность деятельности компании.

Компоненты управления рисками

Управление операционными рисками состоит из следующих компонентов, которые могут применяться для компаний с различными направлениями бизнеса.

- **Внутренняя среда.** Внутренняя среда представляет собой атмосферу в организации и определяет, каким образом риск воспринимается сотрудниками организации, и как они на него реагируют. Внутренняя среда включает философию управления рисками и риск-аппетит, честность и этические ценности, а также ту среду, в которой они существуют.
- **Постановка целей.** Цели должны быть определены до того, как руководство начнет выявлять события, в потенциале отрицательно влияющие на их достижение. Процесс управления рисками предоставляет «разумную» гарантию того, что руководство компании имеет правильно организованный процесс выбора и формирования целей, и эти цели соответствуют миссии организации и уровню ее риск-аппетита.
- **Определение событий.** Внутренние и внешние события, оказывающие влияние на достижение целей организации, должны определяться с учетом их разделения на риски или возможности. Возможности должны учитываться руководством в процессе формирования стратегии и постановки целей.
- **Оценка рисков.** Риски анализируются с учетом вероятности их возникновения и влияния с целью определения того, какие действия в отношении них необходимо предпринять. Риски оцениваются с точки зрения присущего и остаточного риска.
- **Реагирование на риск.** Руководство выбирает метод реагирования на риск — уклонение от риска, принятие, сокращение или перераспределение риска, — разрабатывая ряд мероприятий, позволяющих привести выявленный риск в соответствие с допус-

Процесс управления рисками предоставляет «разумную» гарантию того, что руководство компании имеет правильно организованный процесс выбора и формирования целей, и эти цели соответствуют миссии организации и уровню ее риск-аппетита.

тимым уровнем и риск-аппетитом организации.

- **Средства контроля.** Политики и процедуры разработаны и установлены таким образом, чтобы обеспечивать «разумную» гарантию того, что реагирование на возникающий риск происходит эффективно и своевременно.
- **Информация и коммуникации.** Необходимая информация определяется, фиксируется и передается в такой форме и в такие сроки, которые позволяют сотрудникам выполнять их функциональные обязанности. Также осуществляется эффективный обмен информацией в рамках организации как по вертикали (сверху вниз и снизу вверх), так и по горизонтали.
- Мониторинг. Весь процесс управления рисками организации отслеживается и по необходимости корректируется. Мониторинг осуществляется в рамках текущей деятельности руководства или путем проведения периодических оценок.

Эти компоненты являются частью системы управления операционными рисками, их содержание зависит от стиля управления организацией. Компания в зависимости от специфики бизнеса и его объема может решить, какие основные компоненты будут присутствовать в ее системе управления операционными рисками.

Например, система управления операционными рисками Pioneer Investments содержит следующие основные компоненты:

Люди. Включают сотрудников компании.

Политики и процедуры. Обозначает порядки, процессы, правила и процедуры, отражающие внутренние и внешние требования.

Процессы. Обозначают мероприятия или шаги, которые поддерживают описанные политики, инструкции, процедуры.

Культура управления рисками. Отношение сотрудников, менеджмента и совета директоров к процессу управления операционными рисками, работа сотрудников компании и совета директоров при выполнении любого бизнес-процесса с учетом анализа потенциальных операционных рисков.

Система. Система информационных технологий.

Управление. Эффективность управления большой группой, в которую входят компании из разных стран, с разными регулятивными принципами и нормами и своей спецификой бизнеса.

Данные компоненты должны быть связаны между собой и дополнять друг друга, чтобы все бизнес-процессы работали с максимальной отдачей и без сбоев. Топ-менеджмент компании разрабатывает стратегию и цели таким образом, чтобы обеспечить оптимальный баланс между ростом бизнеса, его прибыльностью и операционными рисками. В этом случае рост стоимости компании будет оптимальным.

Управление операционными рисками

Управление операционными рисками включает (рисунок):

- определение целей и уровня риск-аппетита в соответствии со стратегией развития. Менеджмент оценивает риск-аппетит (риск, на который готова идти организация) при постановке целей, отвечающих выбранной стратегии. Процесс управления рисками начинается при разработке стратегии и затрагивает всю деятельность компании;
- идентификация операционных рисков и событий, которые могут повлечь риск в бизнес-процессах;
- оценка риска;
- отчетность и эскалация риска на более высокий уровень;
- управление риском. Методы реагирования на риск включают в себя устранение риска, принятие, снижение или перераспределение риска. Более подробное их описание можно увидеть в таблице. Подобные решения принимаются по согласованию между менеджером бизнес-процесса и сотрудником, ответственным за управление операционными рисками в компании, и советом директоров (в зависимости от уровня и масштаба риска). Управление рисками также включает в себя мероприятия, проводимые для снижения, перераспределения и устранения операционных рисков, которым подвергается компания. Мероприятия по управлению операционными рисками должны проводиться на каждом уровне бизнеса, как по вертикальной структуре (то есть от каждого сотрудника до уровня совета директоров), так и по горизонтальной (в различных организационных единицах). Они могут быть выражены в отдельных процедурах и процессах с использованием точек контроля на местах для уменьшения степени риска;
- мониторинг бизнес-процессов. Мониторинг должен проводиться на регулярной основе с целью выявления слабых мест в операционном процессе компании, которые могут повлечь определенные события, ведущие за собой потенциальный риск. Кроме этого, новые бизнес-процессы также должны быть под мониторингом для выявления новых операционных рисков;
- анализ событий, влекущих риск, и анализ рисков. Процесс анализа направлен на предотвращение в будущем возникновения подобных рисков.

Функции управления операционными рисками. Каждый из менеджеров

бизнес-процесса должен принимать участие в процессе управления рисками, решая при этом следующие задачи:

- понимать бизнес-цели организационной единицы и ожидания акционеров компании. Это необходимо для определения рисков или угроз данным целям;
- определять риски для успешного решения этих задач, т.е. возможность неверных решений и, вследствие этого, вероятной опасности для планов компании;
- внедрить соответствующие процессы, элементы контроля, роли и определить ответственность для эффективного управления рисками;
- осуществлять мониторинг и оценивать эффективность управления рисками, включая надзор за компонентами управления;
- предупреждать и сообщать в структурное подразделение по управлению рисками о существенных рисках, убытках или деловых вопросах по мере их возникновения;
- по мере необходимости вводить функции контроля и возлагать ответственность в должностных обязанностях и задачах на должностных лиц своей организационной единицы путем изменения должностных инструкций и положений об отделе.

Менеджер должен управлять своим бизнес-процессом так, чтобы привносить оптимальную стоимость в результат работы целой структуры, координировать действия своих сотрудников, выполняющих контролирующие функции, установленные для минимизации операционных рисков, и поддерживать культуру по управлению рисками в компании.

Совет директоров требует от компании исполнения утвержденного стратегического плана и соответствия процесса управления рисками допустимым пределам и внутренним документам. Совет директоров также ожидает, что руководство будет поддерживать

Рисунок. **Этапы процесса управления операционными рисками**

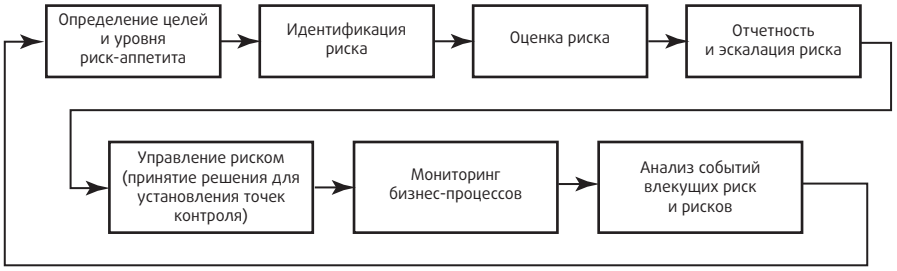


Таблица. **Методы реагирования на риск**

Принять риск	Уменьшить / снизить риск	Избежать риска	Финансировать	Перевести риск
Учитывать риск при принятии решений; следить за результатами воздействия от него	Установить точки контроля; провести анализ рисковых ситуаций	Отказаться от бизнес-процесса, при котором возникает риск; перестроить данный бизнес-процесс	Хеджировать риск; создать резерв под риски	Застраховать риск

Для выявления, оценки и снижения степени рисков существуют методы управления операционными рисками: картирование рисков и установление точек контроля, выявление топ-рисков компании, эскалация рисков вышестоящим должностным лицам, сценарный анализ, ведение ключевых индикаторов риска, ведение базы данных событий, повлекших риск, и ее анализ.

соответствующую систему внутреннего контроля и активно сообщать о вопросах и затруднениях для своевременного обсуждения и разрешения. Он несет ответственность за применение политики по управлению рисками, контроль эффективности процесса управления рисками, утверждение лимитов и уровней приемлемого риска, определение и управление допустимыми рисками.

Функции специалиста, ответственного за риск-менеджмент, — организация, координация и контроль всех действий компании по управлению рисками, совершенствование процесса принятия решений по реагированию на возникающие риски, в том числе поддержание соответствующей культуры и атмосферы в компании, с использованием для этого обучения сотрудников, объявления данного процесса средством для достижения корпоративных целей.

При необходимости компания может создать комитет по управлению рисками, который консультирует по вопросам управления операционными рисками, одобряет и разрабатывает процедуры по управлению операционными рисками, рассматривает вопросы по эффективности работы контролеров по минимизации операционных рисков.

Методы управления операционными рисками

Для выявления, оценки и снижения степени рисков существуют определенные методы, которые используются в процессе управления операционными рисками. К ним относятся — картирование рисков и установление точек контроля (risk mapping), выявление топ-рисков (top risks) компании, эскалация рисков вышестоящим должностным лицам (risk escalation), сценарный анализ (scenario analysis), ведение ключевых индикаторов риска (KRI — Key Risk Indicators), ведение базы данных событий, повлекших риск, и ее анализ (risk event database and analysis).

Все эти инструменты для управления операционными рисками используются компанией Pioneer Investments уже несколько лет и показывают, что их использование оправданно.

Картирование рисков — это процесс по выявлению риска в бизнес-процессе, оценке его вероятности, уровня воздействия на бизнес-процесс, описание контроля и целей для снижения риска, оценка работы контроля, установление лиц, ответственных за контроль, и лиц, контролирующих их выполнение. В организациях, в которых есть управление операционными рисками, обычно применяется специальное программное обеспечение для ведения карт рисков; такие карты выглядят как таблицы с описанием результатов по действиям, являющимся определением понятия «риск-меппинга». Подобное программное обеспечение позволяет уведомлять менеджеров и исполнителей контролей о рисках и точках контроля, на которые необходимо обратить внимание для снижения вероятности риска. Кроме того, подобным образом можно контролировать весь процесс исполнения снижающих риск операций по всей компании.

Выявление топ-рисков. Лицо, ответственное за управление операционными рисками, должно вести учет и анализ самых приоритетных рисков компании. В приоритетных рисках менеджеры требуют непосредственных руководящих указаний совета директоров по их ослаблению.

Важность риска при этом оценивается по разным критериям, но основные из них — это вероятность и уровень воздействия. Отчет о приоритетных рисках (top risk report) необходимо представлять совету директоров для того, чтобы он мог принять решение о методе воздействия на риск.

Система уведомления руководства о рисках. Процесс передачи информации о риске, статусе контроля для снижения степени риска вышестоящему должностному лицу или органу управления для принятия решения о риске, процессе его контроля и ответственном за контроль лице называют эскалацией рисков. Как правило, существуют два вида эскалации: эскалация при выявлении риска и эскалация, когда точка контроля работает неэффективно.

Сценарный анализ. Анализ сценариев — это ключевой элемент процесса управления операционными рисками: он предназначен для оценки подверженности компании операционным рискам. Кроме того, это диагностический инструмент для улучшения понимания уровня риска в компании. Данный инструмент позволяет оценить уровень рисков и вероятность их наступления в будущем.

Сценарий представляет собой смоделированное операционное событие. Это может быть простой в работе ввиду отключения электричества в здании или возникновения форс-мажорных обстоятельств, утечка конфиденциальной информации о новом продукте, компьютерный вирус в сети компании, штрафы за нарушение законодательства, взыскания контрагентов за нарушение сроков исполнения обязательств по сделке, вывод активов путем их хищения, причинение материального ущерба клиенту из-за недобросовестных действий портфельного управляющего и так далее.

Сценарий позволяет проанализировать и описать воздействие на бизнес-процессы вследствие возникновения смоделированного события, результат такого воздействия, а также рассчитать вероятность наступления риска и возможные потери/убытки или ущерб от наступления риска. Сотрудник, отвечающий за управление рисками, согласовывает результаты сценарного анализа с менеджерами, задействованными в сценарии бизнес-процессов. Если результаты анализа показывают существенные риски, то о них также может быть сообщено совету директоров для принятия окончательного решения о дальнейших действиях по снижению рисков.

Ключевые индикаторы риска. Ключевой индикатор риска – это количественный и регулярно рассматриваемый показатель факта, с помощью которого определяются области рисков, такие как потенциальные операционные события. Данные индикаторы могут использоваться как синхронные индикаторы (когда они подтверждают/ссылаются на операционное событие, которое только произошло), а также как прогнозные индикаторы будущих событий/убытков. Индикаторы можно использовать для анализа трендов с течением времени, а также для эскалации риска на более высокий уровень.

Как количественный показатель ключевой индикатор риска определяется в виде лимита, с помощью которого можно выявить бизнес-процесс с потенциально высокими рисками. В случае приближения значений к индикатору или превышения их компания может прогнозировать проблемные бизнес-процессы и события до того, как они станут источником финансовых убытков и/или повредят репутации компании.

Ключевые индикаторы риска позволяют вести статистику и анализ для изучения основных трендов потенциальных операционных событий. Результаты анализа и превышения ключевых индикаторов следует обсуждать с менеджерами бизнес-процесса для ослабления рисков и усовершенствования бизнес-процесса и точек контроля.

База данных событий, повлекших риск. Для анализа исторических данных по операционным рискам необходимо вести базу данных, в которой централизованно хранится информация обо всех событиях, повлекших убытки/ущерб, санкции со стороны регулятивного органа, существенные претензии или требования со стороны клиента или иные существенные, по мнению компании, события. Такая база данных позволяет вести анализ операционных рисков и убытков, связанных с ними, определять уровень операционного риска по компании или группе в целом, принимать методы для коррекции этого уровня, в том числе суммы страховой премии для страхования операционных рисков.

Если операционная система устарела и несет в себе большие операционные риски, что негативно сказывается на результатах её деятельности (такое может происходить при покупке новой компании, при слиянии компаний), необходимо более сложное вмешательство в операционную структурную оболочку путем проведения реинжиниринга бизнес-процессов. При этом происходит более глубокая реконструкция бизнес-процессов с возможным удалением одних и созданием других, в том числе с внедрением определенных точек контроля для ослабления операционных рисков и достижения поставленных стратегических и тактических целей компании.

В любом случае система управления операционными рисками будет эффективно работать в той компании, в которой есть квалифицированные сотрудники с опытом риск-менеджмента, поддерживается культура управления рисками, а руководство считает этот процесс неотъемлемой частью основной деятельности компании, поскольку он влияет на конечный результат и конкурентоспособность. ◻

Система управления операционными рисками будет эффективно работать в той компании, в которой есть квалифицированные сотрудники с опытом риск-менеджмента, поддерживается культура управления рисками, а руководство считает этот процесс неотъемлемой частью основной деятельности компании.

Евгения Варишкина
главный специалист дирекции управления рисками компании «Уралсиб»

В три этапа

У значительного количества российских инвестиционных компаний отсутствует важнейший элемент бизнеса – система контроля рисков

Финансовый рынок России развивается исключительно динамично, а его законодательная база продолжает совершенствоваться. Все эти факторы добавляют нестабильности. Поэтому управление финансовыми рисками становится обязательным инструментом принятия решений в инвестиционной деятельности.

Риск-менеджмент — не самоцель, а средство повышения эффективности банка.

С начала 90-х годов важность работы систем риск-менеджмента в российских финансовых организациях устойчиво возрастала, а размеры соответствующих подразделений увеличивались. Развитие (как самой функции риск-менеджмента, так и отдельных подразделений, занимающихся управлением рисками) было обусловлено вовсе не желанием устранить вероятность любых непредвиденных потерь. (Подобный результат и в принципе вряд ли возможен.) Истинной причиной устойчивого развития было желание контролировать частоту, степень и масштаб торговых потерь.

Тем не менее у большинства российских инвестиционных компаний отсутствует важнейший элемент бизнеса — система контроля рисков. Полноценной системой контроля обладают лишь единицы.

На текущий момент можно выделить три этапа эволюции систем управления рисками в российских компаниях. На первом этапе находится подавляющее большинство организаций: риск-менеджмент в них находится на зачаточном уровне и ограничивается отслеживанием соблюдения лимитов и минимальным контролем операционных рисков.

Отличительная черта второго этапа – формальное отношение к риск-менеджменту: последний расценивается как необходимая, но не слишком важная функция.

В компаниях, находящихся на этом этапе развития, имеется несколько сотрудников, выполняющих функции риск-менеджера, разработаны регламенты

В этой статье:

Этапы формирования эффективной системы риск-менеджмента в компании.

Методы управления рисками.

Децентрализация управления рисками и ее границы.

Разграничение полномочий по принятию решений.

по управлению рисками и процедуры по контролю. Однако не указано разделение ответственности, отсутствует качественное программное обеспечение, позволяющее осуществлять расчеты, необходимые для анализа и контроля рисков. Еще одна особенность второго этапа состоит в том, что не проводится анализ возможных сбоев бизнес-процессов и не уделяется должное внимание контролю операционных рисков.

На третьем этапе развития риск-менеджмента руководство компании осознает всю важность разработки комплексных мер, объединенных в одну систему, направленную на идентификацию, оценку рисков, управление ими и постоянный мониторинг. В таких компаниях есть разработанная в соответствии с целями компании стратегия в области контроля рисков. Имеются подробные документы, в которых описывается, как компания реализует эту стратегию; есть высококвалифицированные сотрудники, применяющие на практике эти документы; а также программное обеспечение, которое им в этом помогает.

Кто не рискует?

Риск в определенной степени присутствует в любом виде бизнеса. Ключевая цель риск-менеджмента финансовой организации состоит в том, чтобы добиться четкого понимания видов принимаемого риска и степени подверженности им, а также найти оптимальное соотношение между риском и доходностью. Принятие любого убытка должно основываться на том, что подобные случайные потери являются результатом вовлечения компании в определенную сферу деятельности.

Функция риск-менеджмента с большей вероятностью принесет высокие результаты в том случае, когда существует четкое разграничение зон ответственности. Нарушение данного условия может явиться препятствием для эффективного процесса принятия решений в кризисный период.

Современная динамичная финансовая среда требует создания системы управления рисками, адекватной рыночным реалиям, масштабам бизнеса и приоритетам развития компании. Результатом деятельности риск-менеджмента должны быть снижение объемов потерь после осуществления ежедневных бизнес-процессов компании, повышение уровня прозрачности бизнеса. В качестве целей и задач риск-менеджмента стоит выделять обеспечение сохранности и финансовой устойчивости бизнеса, сохранение и преумножение капитала, рост стоимости компании, повышение ее конкурентоспособности и привлекательности.

Для достижения указанных целей к системе риск-менеджмента должны быть предъявлены следующие требования: отслеживание рисков в процессе работы и выявление взаимосвязи между ними, оценка вероятности и величины воздействия риска на стратегическое развитие компании, формирование и обновление инструментария управления рисками, информирование менеджмента компании об уровне принимаемых рисков.

В качестве методов управления рисками следует выделить следующие:

- установление аппетита на риск;
- регламентирование операций;
- установка лимитов и ограничений на операции, контрагентов, эмитентов и т.д.;
- диверсификация операций;
- накопление и анализ статистических данных о реализованных потерях;
- хеджирование;
- страхование;
- контроль утвержденных регламентов, установленных лимитов и ограничений;
- стресс-тестирование.

Риски должны идентифицироваться и управляться в масштабе всей компании: как на макро-, так и на микроуровне.

На макроуровне задача риск-менеджмента состоит в оптимизации соотношения риск/доходность. Подобная оптимизация способна обеспечить гарантированный доступ к капиталу, необходимому для выполнения стратегического плана компании. Для достижения оптимизации соотношения риск/доходность каждый проект должен быть оценен не только с точки зрения внутренних рисков проекта, но и с точки зрения его влияния на совокупный риск компании. Более того, должно оцени-

ваться влияние каждого бизнес-подразделения на уровень совокупного риска компании.

Плюс децентрализация

Существуют три причины, по которым важно осуществлять децентрализацию риска:

- Постоянное и систематическое измерение риска всеми подразделениями дает гарантию того, что менеджеры рассматривают влияние всех видов риска.
- Поскольку расчет доходности основан на риске, то менеджеры имеют стимул принимать во внимание важнейшие риски в процессе принятия решения.
- Менеджеры в отдельных подразделениях обладают знаниями и опытом для оценки и управления риском их подразделения.

Деятельность по управлению рисками должна носить активный характер, быть сфокусирована на решении основных бизнес-задач. Интегрированный характер системы управления рисками дает возможность осуществлять своевременную идентификацию, адекватную оценку, качественный анализ и эффективный контроль рисков, а также позволяет получать постоянную глобальную картину уровня риска организации, отражая влияние различных риск-факторов.

Тремя основными составляющими интегрированной системы риск-менеджмента являются политика, методология и инфраструктура.

Политика должна отражать миссию компании, а также уровень риска, который она готова принять. Результирующая склонность к риску будет являться базой для системы управления рисками. Политика в области управления рисками должна быть утверждена на наивысшем уровне и содержать основные лимиты, с которыми компания сталкивается в процессе своей деятельности.

Политика по управлению рисками не может быть применена без соответствующих аналитических методов по оценке, контролю рисков, что требует разработки и описания инструментария в форме методологий. Политика и методология могут быть применены только при наличии соответствующей инфраструктуры. Инфраструктура, в свою очередь, включает в себя организационную структуру, наличие квалифицированных сотрудников, качественные информационные технологии управления рисками.

Существующие недостатки систем управления рисками российских компаний вызваны небрежным отношением самих компаний к риск-менеджменту. Необходимо, чтобы функция управления рисками стала важнейшей составляющей деятельности, носящей упреждающий характер с целью снижения негативного влияния, которое специфические факторы и циклы рыночной конъюнктуры и вызванные ими кризисы оказывают на всех участников отрасли.

Что касается управления рисками в инвестиционно-банковском подразделении ФК УРАЛСИБ, то можно с уверенностью сказать, что оно находится на достаточно высоком уровне, соответствующем практике передовых компаний на рынке. Внутренние положения описывают все виды риска, присущие инвестиционно-банковскому бизнесу, регламентированы порядок, комплекс мер и методы управления, разработана четкая система лимитирования и контроля как собственных, так и клиентских операций. На ежедневной основе осуществляется детальный анализ рисков банка, который включает выявление, идентификацию и оценку рисков, а также изучение влияющих факторов.

Осуществление контроля в режиме online как посредством стандартных программных продуктов, так и in-house-решений высокого уровня позволяет своевременно реагировать на изменение рыночных условий, оперативно принимать управленческие решения. Внутренняя система контроля дает возможность осуществлять мониторинг таких операций, как маржинальная торговля, РЕПО, использование лимитов на settlement и pre-settlement риск, лимитов на собственную позицию в долевых, долговых и производных инструментах, а также информировать руководство и клиентов в отношении существующих рисков.

В качестве еще одного достоинства системы риск-менеджмента инвестиционного банка «УРАЛСИБ» следует отметить жесткую систему полномочий по принятию решений. Существующий порядок санкционирования операций ограничивает полномочия менеджеров различного уровня по принятию единоличного решения, делая необходимым условием наличие визы подразделения управления рисками.

В заключение стоит сказать, что политика компании направлена не на то, чтобы сделать риск-менеджмент самоцелью, тормозом на пути развитии, а чтобы с его помощью дополнить и повысить эффективность деятельности банка. ◻

Эконофизика в Москве

Первый всероссийский конгресс по эконофизике состоялся 3–4 июня 2009 года в Финансовой академии при Правительстве РФ

Участие физиков в развитии экономической теории и практике не новость. Еще в 1696 году Исаак Ньютон был назначен смотрителем, а затем директором королевского монетного двора. Он фактически установил золотой стандарт для британского фунта. Само название экономической науки *economics* было введено по аналогии с *physics*.

Развитие современной экономической науки создало базу для использования в ней научных методов, развитых в наиболее продвинутых областях физики. К середине 90-х годов оформилось отдельное научное направление — эконофизика.

Начиная с 1998 года конференции по эконофизике регулярно проводятся в странах Западной Европы и Северной Америки. При этом в настоящее время число эконофизиков в правительствах различных стран и солидных финансовых организациях неизменно увеличивается. Теперь такой конгресс прошел и в России.

По замыслу организаторов конгресс призван стать площадкой для плодотворного диалога между представителями школы математического моделирования, представителями эконофизики и финансистами-практиками.

«Этот конгресс — только начало пути. Физики, как неофиты, часто не понимают тот аппарат, которым владеют экономисты и даже то математическое основание, которое уже накоплено в экономических исследованиях. И, соответственно, для экономистов модели, которые представляют физики, являются чересчур абстрактными», — отметил председатель Совета директоров ИК «Еврофинансы» профессор Яков Миркин.

Конгресс вызвал интерес не только у научного сообщества, но и представителей бизнес-структур. Среди участников были представители Центрального банка, депутаты Государственной думы, аналитики и управляющие активами брокерских домов и инвестиционных компаний, представители банковского сообщества ряда крупных компаний.

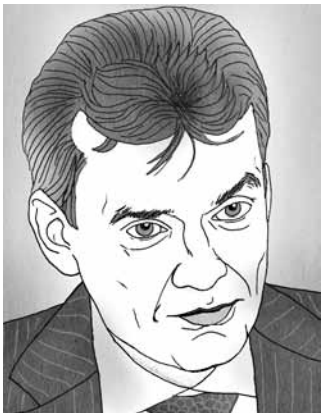
В конгрессе также приняли участие представители российской школы математического моделирования в экономике и финансах.

Участники конференции заслушали доклады академика РАН В. Л. Макарова, академика РАН В. М. Полтеровича, профессора А. А. Васина, профессора А. Ю. Юданова и других.

Конгресс завершился открытой дискуссией на тему «Новые финансовые технологии в условиях мирового финансового кризиса». Академики так и не смогли договориться о том, является ли российская экономика функционалом от макроэкономических факторов и стоит ли еще пристальнее изучать монетарные показатели.

По завершении конгресса эконофизики высказали надежду на получение официального признания и возможности применения новых научных методов в масштабах всей экономики. Учитывая тот факт, что официальное признание эконофизики на Западе не сделало рыночную экономику более прогнозируемой и безопасной, похоже не стоит видеть в ней панацею от повторяющихся кризисов.

С докладами на конгрессе можно ознакомиться на сайте компании «Еврофинансы»: http://www.eufn.ru/index.php?option=com_content&task=view&id=618&Itemid=395



Юрий Данилов
директор Фонда «Центр развития фондового рынка», старший советник по макроэкономике руководителя Федеральной службы по финансовым рынкам, председатель попечительского совета Института посткризисного мира, заведующий кафедрой финансов Международного университета в Москве

Национальное в рамках глобального

Возможность существования международных финансовых центров в мире после кризиса и перспективы России в этом процессе

В ближайшие 15–20 лет emerging markets в мире не будет вообще. Останутся только развитые рынки, существующие в форме международных финансовых центров. Что же нужно делать, чтобы сохранить шансы российского финансового рынка получить статус МФЦ и, соответственно, шансы России стать мировой державой?

Создание МФЦ — задача сохранения национального суверенитета в финансовой области.

Существующий в настоящее время в России финансовый рынок является типичным крупным развивающимся рынком. Объективные процессы глобализации мирового рынка капитала ставят вопрос о выживании таких национальных рынков. В условиях глобализации мировой экономики ключевым фактором национальной экономической динамики, роста национального богатства и повышения качества жизни населения страны становится национальная конкурентоспособность. Уровень конкурентоспособности особенно важен для национальных финансовых рынков, так как уровень глобализации в финансовом секторе несравнимо выше, чем в других секторах мировой социально-экономической системы.

Результатом этого становится обострение альтернативы: или формирование на основе развитого национального финансового рынка финансового центра мирового (или регионального) значения — или исчезновение национального финансового рынка как такового.

Это означает, что в ближайшие 15, максимум 20 лет развивающихся рынков в мире не останется вообще. Останутся только развитые, существующие в форме международных финансовых центров. И на них перетекут операции с финансовыми активами резидентов стран с развивающимися ныне финансовыми рынками.

Таким образом, можно сказать, что международный финансовый центр (МФЦ) — это особая форма функционирования национального финан-

В этой статье:

МФЦ и финансовый суверенитет.

Основные признаки МФЦ.

Реализация программ создания региональных финансовых центров.

Основные проблемы формирования российского МФЦ.

сового рынка в условиях глобальной экономики. Она станет единственно возможной формой функционирования национального финансового рынка в условиях единого глобального рынка капитала в течение ближайших 10–15 лет.

Современный этап глобальной конкуренции характеризуется конкуренцией за мировую ликвидность. Кроме того, повышается роль глобальных инвесторов. На смену конкуренции между биржами приходит конкуренция между национальными рынками в целом, то есть конкуренция между биржами, инфраструктурными организациями, налоговыми режимами и т.д.

Основные признаки МФЦ впервые сформулированы в работе «Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года)», итоговая версия которой представлена НАУФОР в 2008 году. Повторю те формулировки, которые там выработаны.

Итак, основными признаками международного финансового центра (они же — необходимые предпосылки формирования МФЦ) являются:

- концентрация капитала (концентрация инвестиционного спроса) с существенной долей иностранного капитала. Это главный признак.
- концентрация финансового посредничества (концентрация финансовых услуг) с существенной долей услуг, предоставляемых посредниками, действующими на глобальном рынке, а также эффективная инфраструктура рынка.
- Концентрация инструментов (концентрация инвестиционного предложения) с существенной долей инструментов, предлагаемых иностранными институтами.

Емкость, устойчивость, суверенность

Следует оценить различия между странами, имеющими финансовые центры, и другими странами. Страны, обладающие международными финансовыми центрами, имеют ёмкий и устойчивый финансовый рынок; суверенную экономику; максимально открытые рынки, участвующие в процессе глобального разделения труда «с позиции силы»; свободноконвертируемую национальную валюту. Страны без внутренних финансовых рынков характеризуются зависимостью от иностранного капитала; они вынуждены закрываться от глобальной экономики; из них происходит отток сбережений населения на иностранные рынки; они имеют слабую валюту.

Следовательно, страны с международными финансовыми центрами отвечают всем признакам великой державы. Страны без внутренних финансовых рынков, напротив, зависят от других стран, являясь периферией по отношению к мировым финансовым центрам.

Альтернатива для России, сформулированная выше применительно к ее финансовому рынку, таким образом, выглядит следующим образом: стать или полноценной великой державой, или страной с ограниченным суверенитетом. Второй сценарий реализуется в силу того, что будут отсутствовать два признака суверенной державы XXI века: национальный финансовый рынок, существующий в форме МФЦ, и национальная валюта, являющаяся резервной по отношению к большинству национальных валют мира.

Многие страны мира прилагают значительные усилия по превращению своих национальных рынков в МФЦ. В ряде стран приняты специальные программы повышения эффективности национального финансового рынка, нацеленные на формирование МФЦ. Такие программы, в частности, были реализованы в Германии и Корее. В Гонконге не было специальной программы, но была проведена реформа регулирования финансового сектора, непосредственно приведшая к формированию в Гонконга регионального финансового центра.

Аналогичные программы существуют в странах, являющихся непосредственными конкурентами России на поле создания регионального финансового центра стран Восточной Европы и СНГ — Казахстане и Польше. Эти страны, явно проигрывая по ряду объективных параметров (размер экономики и финансового рынка; объем инвестиционного спроса и т.д.), тем не менее формируют и значительные преимущества для международных инвесторов. Так, в частности, в Казахстане создан Региональный финансовый центр горо-

да Алматы (РФЦА) в качестве особого правового режима.

Система стимулирования всех участников финансового рынка, действующих в рамках РФЦА, предусматривает:

- налоговые льготы (финансовые услуги освобождены от корпоративного подоходного налога; дивиденды и прирост курсовой стоимости не облагаются подоходным налогом как для физических, так и юридических лиц);
- льготы для эмитентов ценных бумаг (возмещение затрат на аудит и проч.);
- мультивалютность расчетов;
- создание специализированного финансового суда.

Концепция — это не стратегия

В России также была разработана своя программа — Концепция создания международного финансового центра в Российской Федерации.

К моменту формирования этой Концепции были созданы вполне высококачественные документы стратегического характера — Идеальная модель; Стратегия развития финансового рынка до 2020 года; Стратегия развития банковского сектора. Казалось бы, Концепция должна просто объединить их в один документ, добавив недостающие элементы (в части подготовки финансовых кадров, в части создания адекватной производственной и социальной инфраструктуры).

Но получилось не так. В реальности качество Концепции оказалось низким. Она отличается отсутствием логики, запутанностью структуры, отсутствием ряда обязательных элементов и, напротив, наличием ненужных элементов, использованием неверной информации. Ее характерными чертами являются отсутствие целей и слабая связь с развитием социально-экономической системы.

С теоретической точки зрения авторы Концепции допустили смешение понятий МФЦ и ЦМФ (Центры международных финансов). В плане целеполагания осуществлена замена цели «создание условий для превращения национального рынка в МФЦ» целью «создание МФЦ как нового объекта». Соответственно, вместо общественного блага на выходе получается исключительно коррупционноемкая конструкция, обеспечивающая максимизацию незаконных доходов лиц, претендующих на руководство таким объектом в будущем. Или, другими словами, произведена смена основного бенефициара МФЦ: вместо национальных инвесторов и эмитентов — должностные лица организаций, конституирующих «МФЦ».

За рамками российской программы формирования МФЦ остались важные аспекты формирования международного финансового центра:

- комплексная система мониторинга финансового рынка на предмет выявления и предупреждения системных рисков;
- повышение финансовой грамотности населения;
- подготовка квалифицированных кадров для финансовой отрасли.

Текущий кризис ярко высветил недостатки Концепции создания МФЦ в России, однозначно указал на невозможность ее реализации и, следовательно, на необходимость коренной и немедленной ее переработки.

Совершенно очевидно, что за основу должна быть взята программа действий Идеальной модели, предусматривающая три основных направления:

1. Повышение концентрации капитала (концентрация инвестиционного спроса) с существенной долей иностранного капитала:
   - стимулирование многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке;
   - резкий рост стоимости чистых активов инвестиционных фондов;
   - резкий рост пенсионных резервов;
   - резкий рост инвестиций иностранных портфельных инвесторов.
2. Рост концентрации финансовых услуг, повышение эффективности инфраструктуры.
3. Повышение концентрации инструментов:
   - стимулирование создания и активного развития внутреннего рынка IPO;
   - резкий рост стоимости корпоративных облигаций в обращении;
   - создание возможностей секьюритизации и создания структурированных продуктов;
   - развитие срочного рынка;
   - создание сектора иностранных ценных бумаг и повышение их доли на внутреннем рынке.

За каждым направлением и поднаправлением этой программы стоит тщательно проработанная система мер. В качестве примера можно привести тот план мер, который Идеальная модель предлагает для решения задачи стимулирования многократного роста количества граждан, инвестирующих в ценные бумаги на фондовом рынке. Комплекс мер в данном случае предполагает:

1. Налоговое стимулирование.
   - нулевая ставка подоходного налога по всем доходам от финансовых инструментов;
   - освобождение от налога на прибыль средств, направляемых на выплату дивидендов;
2. Создание института индивидуальных сберегательных счетов (ИСС) граждан.
3. Введение института инвестиционного консультанта.
4. Повышение уровня защиты граждан на фондовом рынке.
   - введение обязательного членства в саморегулируемых организациях для компаний, оказывающих услуги неквалифицированным инвесторам;
   - создание национальной компенсационной системы.
5. Реализация программ повышения уровня финансовой грамотности населения.

6. Учет потребностей и инвестиционных предпочтений населения при разработке новых финансовых инструментов.

Два мира — два порядка

В начале 2009 года Центр развития фондового рынка провел Круглый стол «Будущая мировая финансовая архитектура и место в ней России». По материалам этого мероприятия можно сформулировать два вариантных сценария построения нового мирового финансового порядка:

- наблюдаемый кризис может иметь катастрофические последствия для существующих традиционных институтов, которые сменятся принципиально новыми институтами посткризисного мира;
- наблюдаемый кризис будет урегулирован посредством существующих институтов, которые претерпят существенную модернизацию для того, чтобы стать адекватными реалиям посткризисного мира.

Прошедшее после Круглого стола время показало, что развитие пошло по второму, менее острому сценарию, что, впрочем, не отменяет опасности более жестокого кризиса, который может произойти в ближайшее десятилетие. Этот кризис будет иметь природу цивилизационного кризиса, так как станет следствием накопившихся глобальных диспропорций, в первую очередь между развитыми странами («золотым миллиардом») и наиболее крупными динамичными развивающимися экономиками. Поэтому рано или поздно человечество придет к необходимости реформировать мировой финансовый порядок более кардинальными мерами, чем те, которые предусмотрены решениями Лондонского саммита G-20.

Основные черты нового мирового финансового порядка:

1. Создание новой мировой валюты (вместо доллара) и, соответственно, новой мировой валютной системы.
2. Формирование транснациональных финансовых конгломератов.
3. Развитие наднациональной системы регулирования и надзора.
4. Повышение роли отдельных наднациональных организаций (Банк международных расчетов, Форум финансовой стабильности, при ряде условий — МВФ).
5. Ужесточение надзора в области финансовой отчетности, аудита, рейтинговых агентств, создание надзора в секторе производных финансовых инструментов.
6. Реформа корпоративного управления и систем управления рисками.
7. Унификация национальных систем законодательного регулирования финансовых рынков; ускорение формирования мегарегуляторов.

Это означает, что конкуренция международных финансовых центров в посткризисном мире будет ужесточаться. Будет наблюдаться ускорение процесса перераспределения капитала и операций между существующими и формирующимися МФЦ. Дополнительные преимущества получат те, кто обеспечит:

- мировые стандарты регулирования и надзора;
- эффективные системы управления рисками;
- стабильность национальной валюты и ликвидность ее рынка;
- высокую степень прозрачности и достоверность отчетности;
- открытость финансового рынка, низкие транзакционные издержки;
- высокую степень защиты инвесторов;
- наличие устойчивого внутреннего долгосрочного спроса.

Перспективы России в ходе кризиса ухудшились. Ярко проявились ключевые недостатки России:

- отсутствие долгосрочного инвестора;
- низкое качество структуры оборота финансовых инструментов;
- низкий free float;
- низкая степень капитализации финансовых организаций и концентрации активов в управлении;
- низкое качество управления (активами, финансовыми и нефинансовыми корпорациями, государством).

Основные конкуренты России показали свои преимущества (Китай, Корея, Бразилия и др.): более высокую устойчивость своих рынков и своей экономики и более высокое качество государственного управления.

Что же нужно делать, чтобы сохранить шансы российского финансового рынка стать МФЦ и, соответственно, шансы России стать мировой державой?

Нужно, во-первых, решить проблему долгосрочного инвестора. Для выполнения этой задачи требуются коренные изменения пенсионной реформы с целью формирования внутреннего долгосрочного инвестора.

Совершенно необходима коренная переработка Концепции формирования МФЦ и активная реализация предложений Идеальной модели. Нам нужно кардинально улучшать инвестиционный климат, в первую очередь за счет резкого повышения уровня защиты прав инвесторов, создания предельно благоприятного налогового режима (вплоть до введения нулевых ставок на финансовом рынке). Требуются ужесточение регулирования биржевой торговли; интеграция биржевой торговли; оперативное завершение формирования законодательной базы функционирования финансового рынка; реализации Программы повышения финансовой грамотности; стимулирование роста free float. ◻

Дмитрий Ананьев
председатель Комитета Совета Федерации по финансовым рынкам и денежному обращению

Амбиции — путь к развитию

Российский фондовый рынок и меры государственной поддержки: текущая ситуация и перспективы

Несмотря на кажущееся «затишье» в развитии кризиса, он еще далеко не преодолен. В реальном секторе экономики накопилось значительное число проблем, требующих решения. Фондовый рынок растет, но этот рост нельзя считать качественным, пока законодательство остается неконкурентоспособным.

Формирование новой архитектуры мировой экономики — стимул для обновления национальной финансовой системы.

Проблемы экономики

Текущую экономическую ситуацию нельзя оценивать позитивно. Выздоровления экономики не произошло, острая боль сменилась тупой. Многие проблемы остались нерешенными с начала кризиса. Из-за существенного снижения внешнего спроса сильно уменьшилась доходная часть государственного бюджета, продолжается сжимание денежной массы. Соответственно, продолжает сокращаться внутренний спрос, уменьшаются объемы кредитования, идет спад промышленного производства (таблица).

Кризис в реальном секторе усиливается, накапливается так называемая усталость материала. Усиление кризиса в реальном секторе происходит, в том числе, из-за негативных ожиданий экономически активной части населения. С начала года идет нарастающая волна дефолтов по облигационным займам. А это, в свою очередь, увеличивает страновой риск. На рынке уже встречается опасный для экономики подход «Платят только трусы!» Кризис неплатежей приводит к тому, что многие компании начинают выводить активы и уходить в «серую» зону экономики, откуда выхода нет. И тенденция приобретает массовый характер. Если к этому добавить коррумпированность российской судебной системы, неэффективность законодательства о банкротстве, то перспективы безрадостные…

При этом государственные меры поддержки экономики имеют ограниченный положительный,

а порой даже отрицательный эффект. Основная причина всех названных явлений — дороговизна стоимости денег для реального сектора. Завышенная процентная ставка создает проблемы для рефинансирования долгов. Снижение ставки рефинансирования было шагом необходимым, но недостаточным. Нужно серьезно снизить ставки на беззалоговых аукционах и аукционах Минфина.

Однако есть и позитивные моменты. В конце мая фондовые индексы обновили максимумы с начала года. За период с 27 октября 2008 года по 12 мая 2009 года рост российского фондового рынка составил 106,29%.

Основным фактором положительных изменений стал рост цены на нефть (Urals +57,87%) и, как следствие, укрепление рубля. Кроме того, на фоне стабилизации некоторых макроэкономических индикаторов у инвесторов усиливаются краткосрочные позитивные ожидания. Текущее ралли на фондовом рынке в большей степени обусловлено именно опережающими ожиданиями инвесторов, а не фактическим состоянием экономики.

Однако ожидания инвесторов могут не оправдаться. За ростом должны следовать фундаментальные инновационные изменения в экономике. В противном случае, при отсутствии реального роста экономики и появлении новой негативной информации, рынки несут серьезный риск коррекции. И коррекция может быть значительной. Иными словами, существует опасность того, что происходить она будет на очень низких уровнях.

Таблица. **Современное состояние российской экономики**

Снижается объем кредитования предприятий и физлиц	Падение портфеля кредитов (март): нефинансовому сектору — 1,5%, физлицам — 2,5%
Резко растет количество дефолтов и объем просрочки предприятий/ф.л.	Рост просрочки (за март): нефинансового сектора – 11,5%, физлиц – 4,3%
Падает объем доходов населения, растёт безработица	7,5 млн безработных (10,0% экономически активного населения)
Ресурсы ЦБ сокращаются	Международные резервы сократились с 598 до 385,9 млрд долларов (на 01.05.2009)

План мероприятий по созданию международного финансового центра в России предусматривает принятие более 50 законов в течение двух лет. Постановка амбициозных задач поможет преодолеть кризис и заложить основу для долгосрочного развития экономики.

У российского фондового рынка имеется несколько серьезных проблем. И главной его проблемой до сих пор остается неконкурентоспособное законодательство – тяжелое наследие советской эпохи. В частности, в данном контексте речь может идти о законодательстве, регулирующем налогообложение; деятельность организаторов торговли; клиринговую деятельность; регистраторскую, депозитарную деятельность и т.д.

Другими проблемами российского фондового рынка являются:

- недостаточный уровень защиты прав собственности;
- недостаточно эффективная и современная судебная система;
- отсутствие внутреннего долгосрочного инвестора;
- недостаточная эффективность инфраструктуры фондового рынка;
- узкий спектр инструментов инвестирования.

Законодательство развития

Законодательная работа по оздоровлению экономики была начата в конце прошлого года. В 2009 году Комитетом Совета Федерации по финансовым рынкам и денежному обращению поддержан:

- Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статью 5 Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (направлен на допуск иностранных ценных бумаг на российский фондовый рынок).

Комитетом поддержаны также следующие законопроекты:

- «О внесении изменений в главы 21 и 25 части второй Налогового кодекса Российской Федерации» (касается оптимизации налогообложения производных финансовых инструментов);
- «О внесении изменений в статью 102 Гражданского кодекса Российской Федерации и статью 33 Федерального закона «Об акционерных обществах» (касается изменения ограничений при выпуске облигаций акционерным обществом);
- «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком»;
- «О внесении изменений в Уголовный кодекс и Уголовно-процессуальный кодекс Российской Федерации» (вводит уголовную ответственность за манипулирование ценами на рынке ценных бумаг);
- «О внесении изменений в часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации» (касается введения налогового стимулирования долгосрочного инвестирования граждан в ценные бумаги и паи паевых инвестиционных фондов на срок более года);
- «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (введение механизма ликвидационного неттинга).

Помимо этого, Комитет по финансовым рынкам и денежному обращению поддерживает:

- возможность сальдирования финансовых результатов по операциям с различными инструментами фондового рынка;
- создание государственного компенсационного фонда на базе АСВ;
- освобождение от налогообложения прибыли, направляемой на формирование уставного капитала профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- создание условий для секьюритизации активов и выпуска структурированных продуктов;
- отмену НДС на услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг, предназначенных для квалифицированных инвесторов;
- совершенствование порядка налогообложения по операциям РЕПО и операциям займа ценными бумагами.

Формирование новой архитектуры мировой экономики является стимулом для обновления национальной финансовой системы. Текущий кризис в России вызван структурной слабостью отечественной экономики, несовершенством законодательной базы, регулирующей финансовую систему. План мероприятий по созданию международного финансового центра в России предусматривает принятие более 50 законов в течение двух лет. Постановка амбициозных задач поможет преодолеть кризис и заложить основу для долгосрочного развития экономики. ◻

Китайский фактор

В настоящее время наилучшей синергией обладают российская и китайская экономики. Китаю нужно российское сырье, а России — китайский капитал

По мнению аналитиков «Тройки Диалог», кризис должен стимулировать сотрудничество России и Китая. С точки зрения России, стагнация западной экономики и тяжелейшее состояние банковских систем развитых стран — весомый довод в пользу дальнейшего развития связей с Китаем, для которого Россия — альтернативная «площадка» вложения международных резервов и источник столь необходимого сырья.

Активы, ориентированные на Китай, привлекательны. Компании, у которых они есть, обладают преимуществами: финансирование дешевле, за соседней границей растущий рынок; также возможна продажа активов китайским компаниям.

Большие перспективы у инфраструктурных компаний. В 2008 году странам Азиатского региона Россия экспортировала лишь 5% добытых углеводородов. Прогноз на 2015 год — почти 25%, на 2030 — 40%. СНГ и Китай связывает железная дорога; строятся три магистральных трубопровода, новые морские порты, контейнерные терминалы и мосты. Азиатская часть СНГ все более ориентируется на Восток.

Китай стал очень важным макроэкономическим фактором.Только с начала года вложения Китая в экономику Казахстана составили 10% ВВП последнего. Россия привлекла китайские инвестиции, равные 2% ВВП. Фактически это замещение ушедшего западного капитала. Таким образом, акции и облигации российских банков — ставка на макроэкономическую стабильность, которую поддержат китайские средства.

Ближайшая перспектива

Россия и страны Средней Азии всегда подозрительно относились к Китаю. Однако Китай полезен как противовес Западу (для России) и противовес России (для стран Средней Азии). Исламская угроза на юге также сплачивает стороны: снижая напряженность на своих границах, они могут сконцентрироваться на других важных вопросах. Сейчас любой рост связей с Китаем можно приветствовать, так как он ограничивает зависимость от других регионов мира. Главы стран региона решили налаживать более тесные связи. В 2001 году создана Шанхайская организация сотрудничества, а в 2005 году Россия и Китай, по словам министра иностранных дел Сергея Лаврова, впервые за 300 лет урегулировали все пограничные вопросы. В 2009 году планируется провести почти 30 совместных военных учений.

Китай располагает излишками капитала с низкой доходностью, а страны СНГ испытывают нехватку капитала при высокой доходности. Из-за того, что в последние 20 лет объем инвестиций в России был недостаточным, основные фонды порядком устарели. Уровни сбережений и инвестиций в России невелики. Более того, стране не хватает собственных сбережений, чтобы удовлетворить потребности в капитале, и поэтому доступность долгового финансирования на внутреннем рынке ограниченна. Попытки модернизации обусловливают высокую потребность в капитале. Поэтому в то время когда капитала на рынке было с избытком, Россия была крупнейшим заемщиком на рынке корпоративных облигаций среди развивающихся стран.

Но когда западные банки ушли с рынка, российским компаниям пришлось быстро искать возможности погасить кредиты. Учитывая вышеупомянутую нехватку капитала внутри страны, стоимость заимствований поднялась до такого уровня, что кредитование фактически прекратилось. Например, доходность облигаций Газпрома в конце 2008 года на фоне глобальной паники превысила 15%, и даже сегодня первоклассные и платежеспособные российские компании вынуждены брать взаймы под 10% в долларах и 15% — в рублях. Учитывая снижение инфляции, реальная стоимость заимствований оказывается неподъемной; нельзя рассчитывать, что при таких ставках кредитования Россия может позволить себе брать в долг на обновление инфраструктуры. Необходим дополнительный источник капитала.

В отличие от России, у Китая есть большой избыток денежных средств, так как эта страна имеет высокую норму сбережений. На протяжении многих лет в Китае доход на капитал оставался значительно ниже, чем в других развивающихся странах. Кроме того, ниже и доходность облигаций.

В определенном смысле весь фондовый рынок России и Казахстана — это ставка на Китай, который оказывает определяющее долгосрочное влияние на рынки сырьевых товаров и валюты. В этом контексте можно выделить три главные инвестиционные темы: активы, инфраструктура и макроэкономика. Связанный вопрос — маржинальный спрос Китая на основное сырье (скажем, поставляемые «Уралкалием» калийные удобрения), но это тема не новая — на ней рынок играет уже много лет.

Китай и фондовый рынок

Китай может определять цены акций компаний, добывающих сырье вблизи китайской границы, несколькими путями помимо очевидного влияния на сырьевые цены.

«Роснефть» и «Транснефть» уже привлекли у Китая средства под меньший процент. Долговое финансирование со стороны Китая не только повышает стоимость компаний для акционеров, но и может снять угрозу банкротства компаний с высокой долговой нагрузкой, то есть они могут развиваться быстрее, чем планировали.

Когда инвесторы поймут, что Китай намерен купить сырьевые активы региона, их рыночная стоимость может повыситься. Российские запасы нефти и газа в Восточной Сибири сейчас очень дешевы, а новые бразильские запасы — дороже в несколько раз. Когда будет создана инфраструктура, скрытая стоимость российских запасов может стать более очевидной.

Есть ли свет в конце туннеля?

Как и когда будет выходить из спада российская и мировая экономика? Взгляд экспертов Центра стратегических исследований Банка Москвы и «Альфа Банка»

L и V сидели на трубе

Центр стратегических исследований Банка Москвы полагает, что ситуация в мировой экономике если не улучшается, то стабилизируется. Постепенно решаются проблемы крупных корпораций и банков, столкнувшихся с трудностями. Отмечается повышение цен на нефть и металлы, возрастает объем грузоперевозок, что также указывает на восстановление глобального спроса. Выход из мировой рецессии ожидается в конце текущего либо в следующем году. Будет ли восстановление поступательным (сопровождаемым резким оздоровлением банковской системы и финансовых рынков) либо данный процесс растянется на несколько лет — сегодня нет однозначного ответа на этот вопрос. Россия уже заметно встроена в мировую экономику и в значительной степени зависит как от спроса на сырье в физических объемах со стороны глобального рынка, так и от цен на данные товары.

Именно мировая экономика и определит траекторию выхода России из кризиса. Основные сценарии будут характеризоваться либо постепенным восстановлением (L-траектория), либо достаточно резким ростом (V-траектория), оперативно возвращающим отечественную экономику на предшествующий пятилетний тренд развития. Постепенное восстановление ожидается МЭР РФ, чьи осторожные прогнозы относительно динамики экономики России указывают на изменение реального ВВП в 2010 году на ±0,5%. На столь же консервативный сценарий ориентируется и Минфин РФ в разработке проекта бюджета на следующий год.

В ожиданиях быстрого восстановления, разделяемых рядом экспертов, также есть определенная логика: экономика России не испытывает ограничений по факторам производства (трудовым ресурсам и располагаемым мощностям), позволяющим оперативно вернуться на докризисный уровень, а совокупный спрос может достаточно быстро восстановиться. Дополнительным аргументом здесь выступает ценовое ралли на финансовых рынках одновременно с ростом курса рубля к мировым валютам. Что важнее для России сегодня — повышение цен на сырье или увеличение спроса на экспортную продукцию в физических объемах? Восстановление мирового спроса обеспечит увеличение экспорта сырья в физических объемах, что по цепочке придаст

импульс росту производств промежуточного спроса. Мировые цены на сырье (которые уже находятся на привлекательных еще недавно уровнях) обеспечат нормализацию ситуации со спросом, улучшение структуры платежного баланса и бюджета. Собственно говоря, на текущих ценовых уровнях российская экономика успешно росла в 2003–2005 годы.

Однако есть опасения, что сырьевые доходы будут вновь компенсированы ростом импорта. Внутренние проблемы не могут быть решены с помощью внешних факторов — благоприятная конъюнктура лишь откладывает их решение. Реализация политики постепенного восстановления благоприятного состояния экономики одновременно с улучшением качества ее роста представляется более привлекательной. Данный сценарий выглядит более правдоподобным — и с учетом состояния банковской системы, и с учетом задолженности предприятий и населения по банковским кредитам. И наконец, форма «кривой» восстановления будет в существенной степени зависеть от финансовой политики — насколько она сможет стимулировать производство и одновременно с этим стабилизировать повышение цен и обменный курс.

L-стимулирование V-падающего совокупного спроса

По мнению Центра стратегических исследований Банка Москвы, последние оценки результатов отечественной хозяйственной деятельности выглядят удручающе даже на фоне глобального экономического кризиса: по итогам первого квартала текущего года национальный ВВП сократился на 9,5%, выпуск промышленности — на 14,3%, инвестиции в основной капитал – на 15,6%. В апреле показатели промышленного производства и инвестиционной активности продолжали снижаться — спад здесь составил 16,9 и 16,2% соответственно. Далее, официальные оценки результатов экономической деятельности в нынешнем году последовательно снижаются: если в первом квартале 2009 года оценки падения ВВП составляли 2,2% (с учетом действия стабилизационных мероприятий правительства), то сейчас, похоже, последние не просматриваются и руководители экономического блока правительства уже говорят о 6–8%-ном спаде.

Российская экономика, располагая свободными трудовыми ресурсами и незагруженными мощностями, потенциально готова к возобновлению роста. Подобный потенциал может быть реализован при восстановлении спроса — как внешнего, так и внутреннего. Согласно большинству прогнозов, восстановление мировой экономики начнется не ранее 2010 года; при этом восстановление спроса будет постепенным (в виде L-кривой). Для российской экономики это означает медленное восстановление группы производств промежуточного потребления.

Несмотря на снижение процентных ставок в экономически развитых странах, масштабного притока иностранных инвестиций в Россию не отмечается и не ожидается в краткосрочной перспективе — скорее здесь приводятся некоторые оптимистичные оценки, связанные с перспективами реструктуризации внешней задолженности российских корпораций и банков. Тем не менее отток капитала, вызванный обслуживанием частного долга, составит в текущем году 60–100 млрд долларов; указанная цифра напрямую характеризует «вычет» из спроса на инвестиции. Кроме того, финансовые результаты деятельности российских предприятий по итогам первого квартала 2009 года оказались втрое хуже прошлогодних (366,5 млрд рублей, или 29% от сальдированного финансового результата первого квартала 2008 года).

На протяжении первых двух кварталов 2009 года остаются убыточными обрабатывающие производства. Это означает, что и собственные ресурсы для инвестиций российских предприятий крайне ограниченны. В итоге инвестиционная активность в ближайший год не будет поддержана иностранным капиталом, равно как и собственными ресурсами российских предприятий: фактически производства инвестиционных товаров обречены если не на продолжение спада, то на весьма длительное пребывание на достигнутом «дне».

В условиях глобального экономического кризиса надежды на замедление спада российской экономики связаны с расширением внутреннего спроса. Однако эффект его прямого государственного стимулирования посредством опережающего (по отношению к доходам) увеличения бюджетных расходов или ожидания данной тенденции в связи с улучшением мировой конъюнктуры цен на российский экспорт не стоит переоценивать: на негативном макроэкономическом фоне (общая идентификация которого определяется как «кризис») и при низком уровне конкурентной среды (в результате чего происходят повышение цен и падение предложения) основным результатом стимулирования спроса будет реализация инфляционных и девальвационных ожиданий. Более того, расширение совокупного спроса за счет бюджетных расходов будет незначительным в силу ограничений со стороны денежной программы (угрозы ускорения инфляции и девальвации) и соответствовать лишь L-кривой.

Вклад банковского кредитования в расширение потребительского спроса будет минимальным. Значительные объемы потребительских кредитов, выданных до начала финансово-экономического кризиса, и рост просроченной задолженности по ним из-за резкого ухудшения ситуации на рынке труда (падение реальной зарплаты, рост безработицы, в том числе скрытой) будут ограничивать наращивание банковского кредитования населения. Таким образом, несмотря на субъективно существующие возможности роста российской экономики, объективные причины для возобновления данного процесса отсутствуют. Даже в случае снижения рисков

инвестирования в Россию и усиления ожиданий улучшения глобальной конъюнктуры действие всех перечисленных факторов приведет лишь к незначительным темпам роста национальной экономики в 2010 году V-образный рост будет лишь рабочим сценарием для экспертов, тогда как L-образное восстановление — реальным направлением — но при условии, что не случится новой волны кризиса. Тогда развитие российской экономики может осуществляться в рамках новых кризисных факторов и ориентироваться на сценарии выживания, но не роста.

Хорошие новости

Аналитики «Альфа Банка» указывают, что платежный баланс России содержал ряд приятных неожиданностей, важнейшей из которых стало сокращение импорта на 36% год к году, отражающее резкое снижение внутреннего как промышленного, так и конечного потребления.

За счет сокращения импорта Россия в 1 квартале 2009 года получила положительное сальдо счета текущих операций 11,1 млрд долларов. Выручка от экспорта упала с 37 млрд долларов в месяц за 1 квартал 2008 года до 20 млрд долларов в месяц за 1 квартал текущего года. К сожалению, в совокупном экспорте доля топлива изменилась незначительно — до 60%; доля металлов по-прежнему составляет 15%. Если в 2009 году цены на нефть сохранятся на уровне 40–50 долларов за баррель, то сохраняется прогноз торгового баланса в 140 млрд долларов и ожидание положительного сальдо счета текущих операций 60 млрд долларов.

Еще более приятные новости дает нам счет движения капитала. После того как в 3-м квартале 2008 года корпоративный долг увеличился на 13 млрд долларов, российские банки и компании в 4-м квартале 2008 и 1-м квартале 2009 года приступили к погашению своих долговых обязательств. Внешний долг сократился на 88 млрд долларов. Из этой суммы 28 млрд долларов — результат переоценки стоимости долга, которая последовала за снижением курса рубля.

Таким образом, за последние шесть месяцев российские заемщики вернули кредиторам около 50 млрд долларов, что, по данным на март 2009 года, привело к уменьшению внешнего долга до 454 млрд долларов. За последние шесть месяцев банкам удалось сократить свои обязательства в иностранной валюте на 50 млрд долларов, а российским компаниям — лишь на 25 млрд долларов. Следовательно, компании пострадали от падения как мирового, так и внутреннего спроса и не могут сократить долю заемных средств. Это также означает, что российские банки успешно меняют свою зависимость от иностранных кредиторов на зависимость от ЦБ РФ и Минфина, на которые приходится 12–13% обязательств банковского сектора.

Важнейший вывод из статистики внешнего долга состоит в том, что в текущем году платежи по внешнему долгу окажутся меньше, чем 125 млрд долларов по прогнозу ЦБ РФ. Это соответствует прогнозу «Альфа Банка» — платежи по внешнему долгу в текущем году будут на уровне 60 млрд долларов. Если внутреннее бегство капитала прекратится, то в этом году можно ожидать стабилизации резервов ЦБ РФ.

Курс рубля: основной вопрос

Специалисты «Альфа Банка» обращают внимание на то, что долларизация ударила по банковскому сектору и через снижение кредитной активности ведет к росту бюджетного дефицита, что для национальной валюты является плохой новостью. Между тем, недавнее ралли на российском рынке акций и облигаций предполагает, что для инвесторов главным вопросом является курс доллара. Снижение цен на нефть с 90 долларов за баррель в среднем за прошедший год до 40, ожидаемых в этом году, вызвало во втором полугодии 2008 года отток капитала и девальвацию рубля. Роль спускового крючка для девальвации рубля сыграл внутренний отток капитала: доля инвалютных депозитов выросла с 14% летом 2008 года до 33% в начале текущего года, или 20 млрд долларов; корпоративные счета увеличились на 50 млрд долларов.

«Альфа Банк» рассматривает курс рубля с точки зрения его фундаментальной стоимости, определяемой по формуле «M2/Резервы ЦБ РФ». Этот индикатор вырос с 24 руб/доллар в августе 2008 года до 31,5 руб/доллар в январе, после чего стабилизировался. Причина в том, что с начала года денежная масса сократилась на 11%, до 12 трлн рублей, тогда как резервы стабилизировались на уровне 390 млрд долларов. Сценарий курса рубля на текущий год зависит от изменений платежного баланса против денежной массы.

В отношении платежного баланса по-прежнему ожидается положительное сальдо торгового баланса в 140 млрд долларов, что предполагает положительное сальдо счета текущих операций в размере 60 млрд долларов. Выплаты по внешним долгам в этом году будут порядка 60 млрд долларов. Недавняя статистика внешней задолженности говорит о том, что в 1-м квартале 2009 года платежи по внешней задолженности составили лишь 15 млрд долларов, а сокращение внешней задолженности еще на 16 млрд отражает лишь ее пересчет из-за волатильности валютных курсов.

Если внутренний отток капитала будет близок к нулю, то у ЦБ РФ появится хороший шанс предотвратить сокращение резервов. Впрочем, значительную проблему представляют тенденции денежного предложения. Бюджетный дефицит, который в этом году ожидается, как минимум, на уровне 3 трлн рублей, еще не профинансирован и в ближайшем будущем вызовет увеличение денежной массы. Технически сумма в 2,7 млрд руб из резервного фонда Минфина, в настоящее время стерилизованная, перейдет на корпоративные и частные счета и, если останется в рублях, то увеличит денежную массу примерно до 16 трлн рублей.

Бюджетный дефицит в 3 трлн рублей — это предельно оптимистичный сценарий, а ведь дефицит может дойти

до 12% ВВП, особенно учитывая то, что проблема просроченных кредитов до сих пор не решена и потребует вливаний капитала. Если эти средства останутся в рублевых активах, то денежная масса, увеличится с 13,5 трлн рублей в конце 2008 года до 16,0–17,5 трлн рублей в конце текущего года.

Таким образом, бюджетный сценарий предполагает, что в течение года курс рубля будет колебаться в пределах 37– 41 рубль за доллар к концу года. Монетизация бюджетного дефицита профинансирует дополнительный отток капитала, что после сокращения резервов приведет к ослаблению рубля. Однако снижение курса рубля будет рассматриваться правительством как способ поддержки экономического роста: сокращение ВВП в 1-м квартале 2009 на 9,5% год к году предполагает, что предыдущий раунд девальвации рубля оказался недостаточным, чтобы предотвратить сжатие экономики.

Запоздалое смягчение

Центр стратегических исследований Банка Москвы обращает внимание на то, что в качестве основных целей денежной политики Банк России традиционно декларирует задачи снижения инфляции и стабильности курса рубля. Именно эти цели обусловили выбор направления денежной политики в пользу высоких процентных ставок. Будучи основным кредитором банковской системы, в начале текущего года Банк России установил высокую планку стоимости денег на уровне 11–15% годовых (от минимальных ставок по однодневным операциям РЕПО до стоимости беззалоговых кредитов на 3–6 месяцев); при этом конечная стоимость предоставляемых ресурсов определялась на аукционной основе. Средневзвешенная процентная ставка по результатам аукционов по предоставлению беззалоговых кредитов превышала в феврале-марте 2009 года 18% годовых. Сложившийся уровень процентных ставок предполагал стоимость банковских кредитов для реального сектора в диапазоне 20–27% годовых. Учитывая отрицательную рентабельность промышленности в начале года с постепенным ее выходом на +2–4% ко второму кварталу, параметры денежной политики были абсолютно рестриктивными. Однако всяческое лоббирование снижения ставки рефинансирования (или стоимости государственных ресурсов) с целью удешевления банковских кредитов для предприятий наталкивалось на позицию руководства ЦБ РФ, связанную с необходимостью снижения инфляции и стабилизацией курса рубля.

Курс рубля по отношению к основным мировым валютам весной текущего года не только стабилизировался, но и существенно вырос: в мае среднемесячный курс рубля к доллару США повысился на 11,5% относительно февраля и на 4,8% — относительно евро. Девальвационная составляющая инфляции в настоящий момент практически полностью реализована: был пройден цикл «распродажа импортных товаров — покупка новых по новому курсу — распродажа имеющихся запасов — покупка новых по более низкому курсу». Возможно, некоторое действие оказывают «остаточные явления», связанные с ожиданием девальвации рубля осенью текущего года, но падение потребительского спроса практически полностью нивелирует действие данного эффекта.

Денежное предложение в первой половине 2009 года никак не соответствовало задачам антикризисной поддержки сжавшегося спроса и было крайне рестриктивным. При условии значимого воздействия на темпы роста цен предложения денег эконометрический анализ позволил бы ожидать дефляции, однако пока уровень последней достаточно стабилен, что свидетельствует о большем воздействии на процесс повышения цен других факторов.

Денежные власти ожидают в ближайшие месяцы снижения темпов инфляции. Представляется, что регулирующие органы попали в «ловушку ложных ожиданий» — создавая все монетарные условия для снижения темпов роста цен (ограниченное предложение денег и стабильный курс рубля). Однако уровень инфляции не снизится (или снизится незначительно) в силу действия прочих факторов (сегодня более весомых — низкого уровня конкурентной среды, удорожания продукции естественных монополий и др.). Одновременно данные параметры денежной политики будут оказывать негативное воздействие на состояние деловой активности и конкурентоспособности российских производителей.

Банк России *формально* откликнулся на «лоббистские призывы» и последовательно снизил ставку рефинансирования — до 11,5% годовых. И если ранее (в 2000–2008 годах) это было бы реально малозначимым событием, то сегодня это просто запоздалое решение.

До второго полугодия 2008 года стоимость рефинансирования, предоставляемого Банком России, имела очень ограниченное влияние на уровень процентных ставок в экономике, так как значимость этих операций для функционирования финансовой системы была невелика. В конце 2008 — начале 2009 года ситуация коренным образом изменилась. Исход дискуссии об уровне ставки рефинансирования имел уже первостепенное значение для всей экономики, поскольку в четвертом квартале 2008 года рефинансирование стало практически единственным источником ресурсов для банков, и по итогам года доля кредитов Банка России в совокупных пассивах российской банковской системы возросла с 0,2 до 12% совокупных пассивов. С учетом того, что прочие привлеченные средства либо сокращались, либо стагнировали, решение о снижении ставки рефинансирования тогда было принципиально важно.

Время прошло, и вместе со стабилизацией курса рубля изменились и

стратегии привлечения финансовых ресурсов банковской системой: с одной стороны, спрос на кредитные ресурсы со стороны предприятий возрастал; с другой стороны, финансирование со стороны Банка России было ограниченным и дорогим. Все вместе и определило реализацию крайне агрессивных стратегий: крупнейшие банки резко повысили процентные ставки по рублевым депозитам населения и предприятий, снизив при этом ставки по валютным депозитам — сегодня все крупнейшие банки предлагают 14–15% по годовым депозитам в рублях физическим лицам и предприятиям. Фактически данный уровень определяет стоимость банковских пассивов, поскольку депозиты нефинансового сектора составляют более 50% всех привлеченных средств. Объем же рефинансирования в текущем году будет стабильным — возможно, даже сократится. И сейчас снижение ставки рефинансирования может оказать только ограниченное воздействие на удешевление кредитов реальному сектору. Объем задолженности банков перед Банком России снижается с февраля.

Дополнительные риски для банковского сектора несет в себе уменьшение процентной маржи между депозитами населения — единственным стабильно растущим в последние месяцы источником ресурсов и кредитами предприятиям — основным стабильно нарастающим направлением размещения банковских активов. Так, с января по апрель средневзвешенная ставка по срочным рублевым депозитам возросла на 1 п.п., а по кредитам предприятиям, наоборот, снизилась на 1,5 п.п., что привело к уменьшению процентной маржи с 5,9 до 3,4 п.п. Это означает потенциальное сокращение доходов банков в перспективе ближайших месяцев и, соответственно, сжатие внутренних источников повышения капитализации и падение устойчивости к усиливающимся кредитным рискам.

Отдельно отметим, что повышение процентных ставок содействует сокращению объема «кредитной ямы» (разрыва между кредитами и депозитами нефинансового сектора): при ее росте в январе текущего года на 700 млрд рублей в феврале-апреле указанный разрыв снизился на 300 млрд рублей.

Достаточно стабильная динамика агрегированного показателя складывалась из противоположных тенденций в корпоративном и розничном сегментах. Рост кредитов корпоративным заемщикам сопровождался сжатием остатков на счетах и депозитах предприятий и организаций, преимущественно за счет расчетных счетов: за январь-апрель разрыв между кредитами и депозитами корпоративному сектору вырос более чем на 1 трлн рублей.

Население, наоборот, выступало чистым кредитором банковского сектора. Сокращение задолженности физических лиц по кредитам происходило на фоне возобновления притока средств вкладчиков на банковские депозиты. Соответственно, за те же первые четыре месяца года превышение объема вкладов физических лиц в банках над объемом портфеля розничных кредитов выросло на 600 млрд рублей, а отношение банковских кредитов к депозитам для сектора домашних хозяйств снизилось с 72 до 64%.

Однако для банков такая ситуация ведет к уменьшению потенциальной возможной прибыли, поскольку более дорогие активы (кредиты населению) заменяются на более дешевые (кредиты предприятиям), а более дешевые пассивы (счета предприятий и организаций) — на более дорогие (депозиты населения). Это, помимо уменьшения процентной маржи, является дополнительным фактором сокращения внутренних источников капитализации.

Кроме того, положение усугубляется отложенной проблемой «плохих» долгов: большинство действий властей в области решения проблемы последних являются временными и, по сути, лишь откладывающими «реализацию» рисков на следующий календарный год. Так, послабления в классификации ссуд и начисления резервов на возможные потери действуют до конца 2009 года, а программа по реструктуризации ипотечных кредитов, осуществляемая АРИЖК, также имеет срок действия в один год. Между тем реальная глубина проблемы «плохих» долгов до сих пор не может быть адекватно оценена ни банковским сообществом, ни, тем более, органами денежного регулирования. О том, что текущие показатели качества ссудной задолженности (зафиксированные в отчетности объем просроченной задолженности и величина резервов на возможные потери) далеки от реальности, можно судить по соотношению их динамики и динамики объема банковской прибыли. Фактически банки отражают в отчетности только такую величину «плохих» ссуд, которая значительно не ухудшает показатели их финансовой эффективности. В течение последних нескольких месяцев прирост просроченной задолженности по кредитам и увеличение объема резервов на возможные потери достаточно сильно статистически связаны с объемом прибыли банков до формирования резервов.

Таким образом, фактически политика «дорогих» денег сохранится в ближайшие 12 месяцев; при этом остаются нерешенными ключевые для банковского сектора проблемы — источники капитализации и качество кредитного портфеля. При благоприятном развитии событий уровень процентных ставок будет снижаться (с падением уровня инфляции), однако процесс будет постепенным (L-образным). Потенциальный экономический рост не может быть поддержан форсированным расширением кредитной активности именно в силу высокого уровня стоимости кредитов, определяемого как высокой стоимостью пассивов, так и значительными кредитными рисками. ◻

Леонид Бородкин
д.и.н., проф. МГУ

Грегори Перельман
PhD, преподаватель университета Сан-Франциско

Русский Доу-Джонс-2

Предпринята попытка создания биржевого индекса с использованием котировок акций ведущих российских предприятий конца XIX — начала XX века

Вторая половина 90-х годов XIX века отмечена бурным ростом российской промышленности. Доминирующей в этот период стала акционерная форма организации крупных предприятий. Санкт-Петербургская биржа в начале XX столетия превратилась в один из крупнейших европейских центров мобилизации инвестиционных средств.

Биржевой индекс дореволюционной России. Рынок акций ведущих промышленных компаний.

Динамика капитализации

В момент основания компании номинальная цена акций и размер уставного капитала приблизительно отражают реальную стоимость, которую инвесторы готовы вложить в данное дело. В дальнейшем стоимость основного капитала зависит от того, насколько рационально правление компании вложило средства, от спроса на продукцию, которую выпускает предприятие, от общей экономической конъюнктуры и многих других факторов, влияющих на прибыльность предприятия. Котировки цен на бирже отражают ожидаемую доходность компаний и, следовательно, «оценивают» основной капитал в зависимости от этих перспектив. Отношение текущей рыночной оценки основного капитала к его номинальному значению также является своего рода барометром перспектив промышленного развития предприятий. Из-за трудностей сбора систематизированных данных по котировкам акций до сих пор в литературе приводились лишь номинальные значения оценки акционерного капитала российских компаний конца XIX–начала XX вв. С появлением баз данных, аккумулирующих регулярные сведения о котировках акций на ведущих фондовых биржах мира с конца XIX в., появляется возможность проследить динамику рыночной стоимости компаний на Петербургской бирже. Средняя рыночная стоимость основных капиталов компаний, включенных в состав промышленного индекса Петербургской биржи, определяется на трех временн*ы*х срезах, характеризующих периоды промышленного подъема 1890-х годов, депрессии середины 1900-х годов и последующего (предвоенного) промышленного подъема (соответственно 1898, 1905 и 1910 годов). Сравнение с данными, относящимися к году основания каждой из рассматриваемых компаний, мы проводим, используя базу данных RUSCORP, созданную американским историком, проф. Т. Оуэном[1].

В этой статье:

Капитализация российских компаний конца XIX – начала XX вв.

Реконструкция фондового индекса С.-Петербургской фондовой биржи.

Причины роста фондового индекса.

Для оценки акционерного капитала компании в любой момент времени нужны значения двух переменных: текущей стоимости акции на бирже и количества акций, выпущенных данной компанией (в случае, когда компания выпускает одну ценную бумагу, что обычно и имело место). Количество акций, допущенных к выпуску, обычно определялось в уставе, представляемом компанией в министерство финансов России. Исходные данные (на момент основания компаний) по уставному капиталу, номинальной цене и количеству выпущенных акций представлены в первой части табл. 4.

В базе данных Т. Оуэна в 10 случаях из рассматриваемых 12 показатели (на момент основания компаний) соответствуют приведенному выше соотношению, то есть общий капитал равен количеству акций, умноженному на номинальную стоимость одной акции. Так, номинальная стоимость паев Общ-ва Бр. Нобель была 5000 рублей. Изначально было выпущено 600 паев и, соответственно, общий уставной капитал равнялся 3 млн рублей. В двух случаях (Общ-во Путиловских заводов и Общ-во Коломенского завода) это соотношение не соблюдается, что, по-видимому, объясняется тем, что в основной капитал были добавлены суммы облигаций, выпущенных компаниями в момент основания и оговоренные в уставах, представленных в Министерство финансов[2].

Для определения количества акций в 1898 году были использованы данные Ежегодника Министерства финансов России по балансовым отчетам за 1898 год. Среди прочих статей баланса в отчеты были включены данные о размере основного капитала, общей прибыли и сумме выплаченных дивидендов. Кроме того, мы использовали те разделы Ежегодника, где приведены котировки акций на фондовых биржах.

Используя доступные нам источники, можно определить количество акций, выпущенных компаниями в 1898 году (табл. 4), двумя методами. Во-первых, можно разделить основной капитал, представленный в балансовых отчетах, на номинальную стоимость каждой акции, и таким образом получить общее количество акций. Во-вторых, можно разделить общую сумму дивиденда, выплаченного компаниями в 1898 году (эти сведения также приведены в балансовом отчете), на размер дивиденда, выплаченного на каждую акцию, — эти сведения приводятся вместе с котировками (табл. 5). При этом результаты одного метода могут проверяться подсчетами по второму методу[3]. Результаты подсчетов по обоим методам совпали в 9 случаях из 12. В трех случаях (Общ. Путиловского завода, Никопольско-Мариупольское Общ., и Донецко-Юрьевское Общ.) использованы результаты второго метода (подсчет по дивидендам)[4]. Номинальная стоимость акций в Ежегоднике во всех случаях соответствует значениям в базе данных Т. Оуэна[5]. То есть номинальные цены у всех компаний не изменились со времени основания, в то время как капитал к 1898 году увеличился практически у всех компаний.

Установив таким образом количество акций в 1898 году, мы определили среднюю рыночную цену компаний, входящих в индекс, путем умножения количества акций на среднюю цену акций в течение 1898 г.[6] (табл. 6).

В среднем в 1898 году биржевая оценка основного капитала компаний, включенных в состав индекса, больше чем в два раза превышала номинальное значение (табл. 6). Ожидания инвесторов (и, частично, спекулянтов) были более чем оптимистичны, в особенности в отношении акций Общества Русско-Балтийского завода и Общества Брянского завода, цены которых в пять раз превышали номинальные значения. Лишь акции одной компании — Никополь-Мариупольского общества — котировались ниже номинала.

Результаты подсчетов биржевой оценки основных капиталов промышленных компаний, входящих в промышленный индекс Петербургской биржи в 1905 году представлены в табл. 7.

Как можно было ожидать, после биржевого ажиотажа 1890-х гг. превышение биржевой оценки основных капиталов над их номинальной стоимостью в среднем снизилось — до уровня 1,5. Акции одной компании котировались ниже номинала (см. табл. 7), но в целом биржа отражала оптимизм по отношению к перспективам российских промышленных компаний.

В 1910 году в среднем оценка биржей основного капитала компаний индекса изменилась незначительно (табл. 8) и составляла 1,4, хотя цены отдельных компаний изменились по отношению к номиналу. К примеру, акции (паи) Общ. Братьев Нобель выросли по отношению

к номиналу с 1,9 до 2,2 раз, в то время как акции Коломенского завода упали с 2,6 до 1,6 раз. Теперь уже акции трех компаний котировались ниже номинала.

Данные о выплате дивидендов за 1898, 1905 и 1910 годы свидетельствуют, что наиболее крупные компании в 1905 году заметно уменьшили долю прибыли, выплачиваемой в виде дивидендов (табл. 9)

Разработка индекса

В Ежегоднике Министерства финансов, который стал основным источником используемой нами базы данных котировок, а также в выпусках «Вестника финансов, промышленности и торговли», «Биржевых ведомостей» и «Торгово-промышленной газеты» для каждой акции публиковались высшая и низшая цены каждого месяца. При наличии обеих цен в индекс включалась средняя их них. Если же была зафиксирована только одна цена, то она и была включена в индекс. Мы приводим динамику промышленного индекса Петербургского фондового рынка, рассчитанную по двум разным методикам.

Индекс с ценовым взвешиванием. Динамика индекса I_1 (среднее арифметическое из текущих цен включенных в его состав акций — по методике Доу-Джонса) (рис. 1) рассчитана для переменного состава компаний, перечисленных в табл. 3. График начинается с отметки 510,3 (руб.) в январе 1897 года (то есть это средняя курсовая цена в рублях одной акции, входящей в индекс). Примечательно, что средняя цена акций, входивших в Нью-Йоркский индекс Доу-Джонса в конце января 1897 года, была 42,06 доллара, а средняя цена акций (т.е. значение нашего индекса) на Петербургской бирже в пересчете по золотому стандарту была равна в этом месяце 262,59 доллара[7].

Поднявшись до пикового значения 607,5 в марте 1898 года, индекс начал резкое снижение и преодолел этот показатель лишь в августе 1912 года (640,2) (рис. 1).

Как уже отмечалось, недостатком среднеценового биржевого индекса I_1 является непропорциональное влияние изменений цен самых дорогостоящих акций на динамику индекса. В построенном нами индексе таковыми были акции общества Балтийского завода (2179 рублей в январе 1897 года), которые стоили в 17 раз больше, чем акции Путиловских заводов (125 рублей в том же месяце), и, естественно, изменения цен в них отражались существенно сильнее на динамике индекса, хотя по активам первая компания была почти в три раза меньше второй. В табл. 10 приведены котировки акций в начале и в конце рассматриваемого периода (январь 1897 и май 1914 годов) и три котировки в промежуточных точках.

Падения в цене акций общества Русско-Балтийского завода (табл. 10), даже с поправкой на дробление акций[8]), больше всего отразились на понижении значений биржевого индекса. Чтобы избежать искажений такого рода, мы построили **равновзвешенный индекс.** Этот индекс (I_2) измеряет динамику изменения цен акций в процентном отношении к предыдущему периоду (рис. 2), которая, на наш взгляд, хорошо отражает динамику котировок на бирже в целом.

Динамика двух биржевых индексов близка (рис. 2). Если принять отправную точку индекса I_2 за 100 в январе 1897 года, то видно, что биржевая динамика, измеренная с помощью индекса I_2, была положительной в первые два года, достигнув 117,2 пунктов в январе 1899 года, последнего года бурного роста российской экономики в 1890-х годах, накануне периода экономической депрессии 1900–1903 годов. С марта 1899 года начинается непрерывное падение С.-Петербургского фондового рынка, закончившееся в декабре 1901 года на отметке 44,4, то есть акции ведущих компаний потеряли в цене в среднем более половины своей стоимости. После этого на бирже начинается подъем, который достиг промежуточного пика на отметке 105,1 в сентябре 1905 года, то есть почти через восемь лет биржевой индекс I_2 практически вернулся к исходной точке. Примечательно, что на фоне русско-японской войны и революции 1905 года индекс продолжал расти[9]. И это посреди «застойного десятилетия» российской экономики 1900-х годов (так называл этот период М. И. Туган-Барановский).

Интерпретация курсовой динамики С.-Петербургской биржи (рис. 1 и 2) — предмет отдельного исследования. В данной статье отметим лишь, что оба индекса показывают схожие тенденции в развитии экономической конъюнктуры, с тем лишь различием, что равновзвешенный индекс I_2 дает более высокие значения в годы предвоенного экономического подъема.

Существенно, что оба индекса дают также промежуточный пик (сравнимый по величине с одним из указанных выше пиков) в период 1905–1906 годов. Означает ли это, что мы традиционно недооценивали процессы в реальном секторе экономики России в эти годы (включающие русско-японскую войну, создававшую повышенный спрос на продукцию ряда ведущих отраслей российской промышленности) или отмеченный пик биржевых индексов отражает «внутренние» эффекты фондового рынка? Или речь должна идти о влиянии на Петербургскую биржу мировых фондовых рынков?

Причины подъема индекса

Рассмотрим более внимательно выявленный нами пик биржевых индексов, приходящийся на середину 1900-х годов. Обратимся к ежегодным значениям биржевого индекса I_2. Для начала отметим отсутствие в эти годы заметной связи между курсовой динамикой на Петербургской бирже и изменением макроэкономических показателей (табл. 11). Сведения о динамике чистого национального продукта (ЧНП), полученные П. Грегори[10], и динамике валового производства всей промышленной продукции России, полученные Л. Б. Кафенгаузом[11]. К примеру, спад ЧНП на 5,7% в 1903 году, по-видимому, никак не сказался на повышательном направлении движения цен акций на бирже; такой же спад ЧНП в 1905 году сопровождался даже ростом биржевого индекса на 24%. А в 1907 году

Таблица 3. **Акционерные компании, включенные в состав промышленного индекса Петербургской биржи в 1897–1914 годах**

№	Компании	Годы в индексе	Промышленная группа	Промышленный отдел
1	Т-во бр.Нобель	1897–1914	Горнозаводская	Нефть
2	Общ-во Брянского з-да	1897–1914	Горнозаводская	Железоделательный
3	Общ-во Путиловских з-в	1897–1914	Металлическая	Изготовление подвижного состава
4	Общ-во Коломенского з-да	1897–1914	Металлическая	Машиностроительный
5	Общ-во «Сормово»	1897–1914	Металлическая	Машиностроительный
6	Общ-во Мальцевских з-в	1897–1914	Смешанная	
7	Никополь-Мариупольское общ-во	1897–1914	Горнозаводская	Добыча и обработка металлов, кроме железа
8	Донецко-Юрьевское общ-во	1897–1914	Горнозаводская	Железоделательный
9	Общ-во «Феникс»	1897–1905	Металлическая	Изготовление подвижного состава
10	Общ-во Русско-Балт. з-да	1897–1914	Металлическая	Изготовление подвижного состава
11	Русское паровозостроительное и механическое общ-во	1897–1910	Металлическая	Машиностроительный
12	Компания С.-Петербург. з-да	1897–1910	Металлическая	Механические заводы
13	«Манташев А.И. и Ко», нефтепромышленное общ-во	1906–1914	Смешанная	
14	Русское общ-во Гартмана	1906–1914	Металлическая	Машиностроительный
15	Таганрогское общ-во	1911–1914	Металлическая	Судо- и кораблестроительный
16	Бакинское общ-во	1911–1914	Горнозаводская	Нефть

Таблица 4. **Акционерный капитал и акции компаний, включенных в состав индекса в 1898 г.**

		Данные на год основания компании				Данные 1898 г.		
№	Компания	Год основания	Капитал (тыс. руб.)	Номин. цена акции	Кол. акций	Капитал (тыс. руб.)	Номин. цена акции	Кол. акций
1	Тов. Братьев Нобель (паи)	1879	3,000	5,000	600	15,000	5,000	3,000
2	Общ. Брянского завода	1873	400	100	4,000	8,088	100	80,875
3	Общ. Путиловских заводов	1872	8,000	125	40,000	10,321	100	90,000**
4	Общ. Коломенского завода	1871	2,800	250	8,000	5,000	250	20,000
5	Общ. Сормово	1894	3,000	100	30,000	5,000	100	50,000
6	Общ. Мальцевских заводов	1894	4,000	500	8,000	6,000	500	12,000
7	Никополь-Мариупольское общество	1896	3,000	125	24,000	6,750	187.5*	24,000**
8	Донецко-Юрьевское общ-во	1895	1,500	250	6,000	8,192	250	20,000**
9	Общ. «Феникс»	1895	3,000	250	2,000	3,600	250	14,400
10	Общ. Русско-Балтийского завода	1874	1,000	500	2,000	2,000	500	4,000
11	Русское паровозостроительное и механическое общ.	1895	3,500	125	28,000	5,215	187.5*	27,815
12	Компания С.-Петербургского завода	1857	1,000	100	10,000	3,600	100	36,000

Источники: данные на год основания компаний см.: Owen, Thomas C. RUSCORP: A DATABASE OF CORPORATIONS IN THE RUSSIAN EMPIRE, 1700-1914 [Computer file]. 3rd release. Baton Rouge, LA: Thomas C. Owen [producer], 1992. Ann Arbor, MI: Inter-University Consortium for Political and Social Research [distributor], 1993. Данные балансовых отчетов компаний за 1898 г. см.: Ежегодник Министерства финансов России Вып. 1902 г. (издан в 1903 г.) с. 588–649.

***Номинальная цена в 1898 году приведена в кредитных рублях в отношении 1:1,5; см. сноску 2.**

****Подсчитано по выплатам дивидендов. О методике подсчета количества акций см. ниже.**

6%-ный рост экономики сопровождался почти 12% падением биржевого индекса I_2 (табл. 11). Аналогичные наблюдения можно сделать и по динамике валового производства промышленной продукции, испытавшего спад (–4,6%) в 1905 году.

Динамика ежегодных приростов ЧНП и биржевого индекса (рис. 3) имеет одинаковые тенденции в конце1890-х — начале 1900-х годов, но после 1902 года эти показатели изменяются в противофазе — вплоть до 1907 года включительно. С 1903 года увеличение ежегодного прироста промышленного производства сопровождается уменьшением прироста биржевого индекса и наоборот (рис. 4). Очевидно, биржевые курсы ведущих промышленных компаний в середине 1900-х годов ведут себя несогласованно с российскими макроэкономическими показателями.

В этой связи представляет интерес обращение к авторитетным оценкам динамики промышленного развития России в первом десятилетии XX века с акцентом на процессы середины 1900-х годов.

Обсуждая «мировую депрессию», которая охватила в 1901–1903 годы весь капиталистический мир, М. И. Туган-Барановский отмечает, что в 1905 году наступает «новый фазис подъема», достигающий своего апогея в 1907 году.[12] Что касается России, — пишет Туган-Барановский, — она «осталась совершенно в стороне от мирового движения капиталистического цикла: промышленное оживление 1905–1907 годов нас ни малейшим образом не коснулось»[13]. Это заключение автор иллюстрирует данными о выплавке чугуна в России (табл. 12)[14]:

Как следует из приведенных данных, выплавка чугуна в России в 1904 году после четырех лет непрерывного падения дает значительный подъем, «совпавший с подъемом капиталистической волны в Западной Европе». Но в то время как в Европе следующее трехлетие ознаменовалось «непрерывным и весьма значительным ростом повышательной волны, у нас то же трехлетие не только не принесло промышленного оживления, а, наоборот, было временем тяжелой депрессии»[15]. Отметим,

Таблица 5. **Количество акций, прибыли и дивиденды промышленных компаний, включенных в состав индекса в 1898 году**

№	Компания	Выплаченный дивиденд (руб.)	Дивиденд на акцию (руб.)	Количество акций
1	Тов. Братьев Нобель (паи)	1 500 000	500,00	3 000
2	Общ. Брянского завода	2 426 250	30,00	80 875
3	Общ. Путиловских заводов	630 000	7,00	90 000
4	Общ. Коломенского завода	700 000	35,00	20 000
5	Общ. Сормово			50 000
6	Общ. Мальцевских заводов	468 000	39,00	12 000
7	Никополь-Мариупольское общество	288 000	12,00	24 000
8	Общ. «Феникс»			14 400
9	Донецко-Юрьевское общ.	500 000	25,00	20 000
10	Общ. Русско-Балтийского завода	468 750	125,00	4 000
11	Русское паровозостроительное и механическое общ.	504 000	18,00	27 815
12	Компания С.-Петербургского завода	450 000	12,50	36 000

Источники: данные балансовых отчетов за 1898 год см. Ежегодник Министерства Финансов России Вып. 1902 г. (издан в 1903 г.) с. 588-649; данные дивидендов за 1898 год: то же издание, с. 438–464.

Таблица 6. **Акционерный капитал компаний, включенных в состав индекса в 1898 году**

№	Компания	Номин. цена акции	Средняя цена акции в 1898 г.	Кол-во акций	Средняя рыночная цена капитала (тыс. руб.)	Отчетный основной капитал (тыс.руб.)	Отношение рыночного к отчетному капиталу
1	Тов. Братьев Нобель (паи)	5000	8,868	3 000	26 603	15 000	1,8
2	Общ. Брянского завода	100	487	80 875	39 422	8 088	4,9
3	Общ. Путиловских заводов	100	136	90 000	12 250	10 321	1,2
4	Общ. Коломенского завода	250	638	20 000	12 753	5 000	2,6
5	Общ. Сормово	100	197	50 000	9 874	5 000	2,0
6	Общ. Мальцевских заводов	500	619	12 000	7 428	6 000	1,2
7	Никополь-Мариупольское общество	188	238	24 000	5 724	6 750	0,8
8	Донецко-Юрьевское общ.	250	512	20 000	10 246	8 192	1,3
9	Общ. Феникс	250	611	14 400	8 800	3 600	2,4
10	Общ. Русско-Балтийского завода	500	2,524	4 000	10 095	2 000	5,0
11	Русское паровозостроительное и механическое общ.	188	268	27 815	7 462	5 215	1,4
12	Компания С.-Петербургского завода	100	312	36 000	11 225	3 600	3,1
Итого					**161 882**	**78 766**	**2,1**

Источник: средние цены акций за 1898 год подсчитаны по базе данных котировок на С-Петербургской бирже (SPSE) находящейся на сайте icf.som.yale.edu

Таблица 7. **Акционерный капитал компаний, включенных в состав индекса в 1905 году**

№	Компания	Номин. цена акции (руб.)	Средняя цена акции в 1905 г. (руб.)	Количество акций	Средняя рыночная цена капитала (тыс. руб.)	Отчетный основной капитал (тыс.руб.)	Отношение рыночного к отчетному капиталу
1	Тов. Братьев Нобель	5000	9694	3000	29082	15000	1,9
2	Общ. Брянского завода	100	174	120875	20984	12088	1,7
3	Общ. Путиловских заводов	100	122	120000	14618	12000	1,2
4	Общ. Коломенского завода	250	406	30000	12182	7500	1,6
5	Общ. Сормово	100	222	90000	19947	9000	2,2
6	Общ. Мальцевских заводов	250	335	24000	8037	6000	1,3
7	Никополь-Мариупольское общество	188	90	36000	3254	6750	0,5
8	Донецко-Юрьевское общ*.	250	119				
9	Общ. Феникс	250	282	4800	1352	1200	1,1
10	Общ. Русско-Балтийского завода	250	918	8000	7340	2000	3,7
11	Русское паровозостроительное и механическое общ.	188	236	27815	6574	5215	1,3
12	Компания С.-Петербургского завода	100	174	36000	6279	3600	1,7

***Компания находилась в администрации, и балансовый отчет 1905 года не содержал данных о размере акционерного капитала.**

Источник: Ежегодник Министерства Финансов России. Вып. 1906 г. (издан в 1907 г.), с. 286–359.

Таблица 8. **Акционерный капитал компаний, включенных в состав индекса в 1910 году**

№	Компания	Номин. цена акции	Средняя цена акции в 1910 г.	Количество акций	Средняя рыночная цена капитала (тыс. руб.)	Отчетный основной капитал (тыс.руб.)	Отношение рыночного к отчетному капиталу
1	Тов. Братьев Нобель	5000	10834	3000	32503	15,000	2,2
2	Общ. Брянского завода	100	124	241750	30045	24,175	1,2
3	Общ. Путиловских заводов	100	140	120000	16810	12,000	1,4
4	Общ. Коломенского завода	125	208	90312	18800	11,289	1,7
5	Общ. Сормово	100	143	100000	14283	10,000	1,4
6	Общ. Мальцевских заводов	250	441	24000	10581	6,000	1,8
7	Никополь-Мариупольское общество	100	84	66000	5511	6,600	0,8
8	Донецко-Юрьевское общ.	250	82	60800	4992	15,200	0,3
9	Общ. Русско-Балтийского завода	250	376	16000	6024	4,000	1,5
10	Общ. А. И. Манташев и Ко	250	163	44000	7151	11,000	0,7
11	Русское общ. Гартмана	100	232	90000	20885	9,000	2,3
12	Русское паровозостроительное и механическое общ.	125	175	41706	7303	5,213	1,4
Итого					**200897**	**142,632**	**1,4**

Источник: Ежегодник Министерства финансов России выпуск 1912 г. с. 594–697.

что применительно к выплавке чугуна это наблюдение относится в большей мере к 1905–1906 годам (а ведь именно эту отрасль промышленности Туган-Барановский называет «самой характерной для фазисов промышленного цикла»).

Сравнивая циклы промышленного развития России и зарубежных стран, Туган-Барановский отмечает, что за первое десятилетие XX века мировая капиталистическая промышленность пережила уже два кризиса, разделенные между собой промышленным подъемом. «Россия же не приняла участия в движении мирового капиталистического цикла по той причине, что ее кризис не прекращался целое десятилетие»[16]. Объяснение этого феномена Туган-Барановский видит в политических условиях, которые повлияли крайне неблагоприятно на рост промышленности России. «Если бы не японская война и последовавшее тревожное время, не подлежит сомнению, что и русская промышленность пережила бы подъем одновременно с промышленностью других капиталистических стран»[17]. Обсуждая в этом контексте проблему недостатка капиталов для поддержания повышательной волны в России в середине 1900-х годов, Туган-Барановский задается риторическим вопросом: «Могли ли иностранные капиталисты затрачивать свои деньги на устройство разных предприятий в России, когда даже те скудные капиталы, которыми мы располагаем, стали уходить за границу, что, несомненно, имело место в разгар революции?»[18].

В этом контексте отметим тревогу, которую выразило Министерство финансов в связи с падением на Петербургской бирже курсов ценных бумаг, вызванным началом русско-японской войны. «Вестник финансов, промышленности и торговли» в № 5 за 1904 год поместил материал «От Министерства Финансов», в котором, в частности, отмечается: «Какое разумное основание может оправдывать сильное понижение акций разных металлургических предприятий, которые, как известно, с наступлением военных событий нередко получают заказы, увеличивающие их

Рис. 1. **Динамика среднеценового биржевого индекса ведущих промышленных компаний (I1), котировавшихся на С.-Петербургской бирже в 1897–1914 годах***

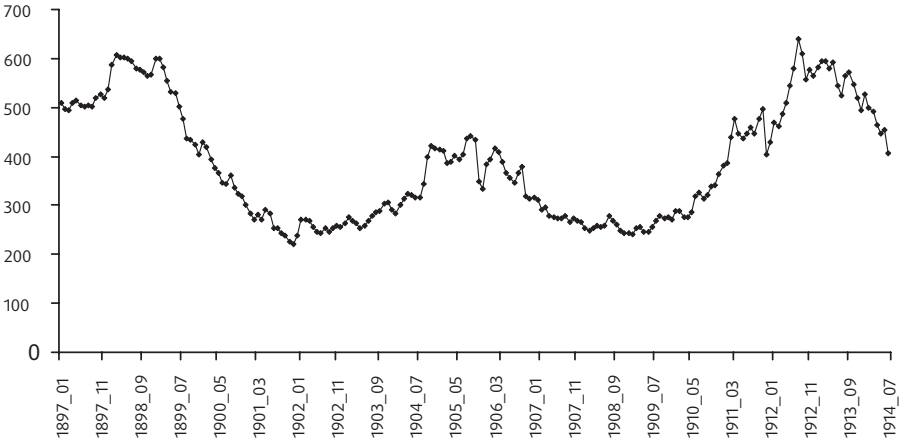
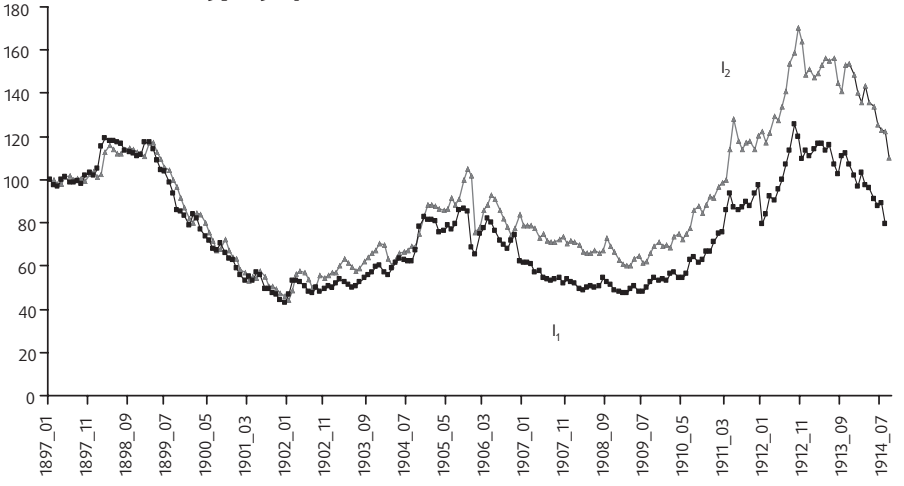


Рис. 2. **Динамика равновзвешенного биржевого индекса ведущих промышленных компаний (I2), котировавшихся на С-Петербургской бирже в 1897–1914 гг.***



Для удобства сравнения динамики двух индексов на графике приводятся также нормированные значения среднеценового индекса I_2: базовое значение индекса I_1 (за январь 1897 г.) было принято за 100, остальные значения пересчитаны пропорционально.

Таблица 9. **Динамика выплаты дивидендов в 16 промышленных компаниях, входивших в состав индекса в 1897–1914 годах (руб.)**

		1898			1905			1910		
№	Компания	Общая прибыль	Выпл. дивиденды	% к доходу	Общая прибыль	Выпл. дивиденды	% к доходу	Общая прибыль	Выпл. дивиденды	% к доходу
1	Тов. Братьев Нобель	2 409 704	1 500 000	62%	4 903 717	1 800 000	37%	3 219 344	1 800 000	56%
2	Общ. Брянского завода	3 625 993	2 426 250	67%	2 151 389			1 837 807	906 563	49%
3	Общ. Путиловских заводов	1 249 574	630 000	50%	938 297	180 000	19%	1 089 867	510 000	47%
4	Общ. Коломенского завода	1 002 076	700 000	70%	1 553 155	990 000	64%	1 808 404	880 000	49%
5	Общ. Сормово	557 045			2 834 093	1 305 000	46%	283 879		
6	Общ. Мальцевских заводов	941 391	468 000	50%	1 193 459	540 000	45%	1 657 292	672 000	41%
7	Никополь-Мариупольское общество	475 406	288 000	61%				1 036 060	495 000	48%
	Донецко-Юрьевское общ.	558 243	500 000	90%	139 410			1 831 318	760 000	42%
8	Общ. Феникс	4 720						474 092	220 000	46%
9	Общ. Русско-Балтийского завода	491 510	468 750	95%	782 391	560 000	72%			
10	Русское паровозостроительное и механическое общ.	658 500	504 000	77%	1 097 807	476 000	43%			
12	Компания С.-Петербургского завода	489 258	450 000	92%	287 899	360 000	125%			
13	Общ. А. И. Манташев и Ко				7 781			505 413		
14	Русское общ. Гартмана	54 999			2 922 106	1 230 000	42%	1 096 872	420 000	38%
15	Таганрогское общ.	667 224						1 178 383	468 750	40%
16	Бакинское общ.	1 062 142	760 000	72%	1 265 501	922 961	73%	482 580	424 095	88%
	Итого	**11 901 655**	**7 935 000**	**67%**	**13 590 818**	**6 211 000**	**46%**	**13 860 843**	**6 443 563**	**46%**

Примечание: в общую сумму включены суммы доходов и дивидендов компаний, входящих в индекс в соответствующие годы (см. табл. 3).

Таблица 10. **Динамика средних цен акций компаний, включенных в состав индекса С.-Петербургской биржи**

№	Компании	Январь 1897 г.	Декабрь 1901 г.	Сентябрь 1905 г.	Август 1912 г.	Июль 1914 г.
1	Т-во бр.Нобель	435	423	508	836	762
2	Общ-во Брянского з-да	501	149	216	217	129
3	Общ-во Путиловских з-в	125	51	144	184	99
4	Общ-во Коломенского з-да.*	623	275	474	243	126
5	Общ-во «Сормово»	208	75	255	164	106
6	Общ-во.Мальцевских з-в*	625	335	373	465	240
7	Никополь - Мариупольское общ-во	198	69	116	322	201
8	Донецко-Юрьевское общ-во	350	54	156	357	226
9	Общ-во «Феникс»	405	45	334		
10	Общ-во Русско-Балт. з-да*	2179	900	930		
11	Русское паровозостроительное и механическое общ-во	217	163	289		
12	Компания С.-Петерб. з-да	260	102	215		
13	"Манташев А.И. и К°», нефтепромышленное общ-во*				603	190
14	Русское общ-во Гартмана				308	180
15	Таганрогское общ-во				275	172
16	Бакинское общ-во				813	573

***Номинальная цена акций изменилась в течение рассматриваемого периода. В индексе используются цены с поправкой.**

производительность и доходность. <…> Падение курсов является здесь прямым результатом растерянности держателей бумаг, поощряемой спекулянтами, которые умышленно воздерживаются от покупок, дабы вызвать этим дальнейшее падение и затем скупить бумаги по дешевой цене. <…> Министерство финансов считает своим долгом предостеречь держателей ценных бумаг от легкомысленных продаж в ущерб себе и на пользу недобросовестной спекуляции, сеющей тревогу, чтобы извлекать барыши. Нужно больше спокойствия, выдержки, нужно более сознательное отношение к событиям на Дальнем Востоке, которые могут создать лишь временные затруднения, но, конечно, не поколеблют экономической мощи России»[19].

Более дифференцированная (в сравнении с Туган-Барановским) оценка тенденций промышленного развития России в середине 1900-х годах содержится в фундаментальной работе Л. Б. Кафенгауза[20]. Оценивая динамику развития тяжелой промышленности России в 1900–1908 годах («период кризиса и депрессий»[21]), он отмечает, что в 1903 году рынок «несколько оправляется от последствий кризиса», и производство средств производства обнаруживает рост как в физическом (4,7%), так и в ценностном (5,1%) выражении. В 1904 году подъем производства, «вызванный военными обстоятельствами», сопровождается заметным ростом цен и поэтому более значительным ростом валовой продукции в ценностном выражении (13,3%), чем в физическом объеме (6,5%)[22]. Наиболее значительное понижение физического объема производства тяжелой промышленности приходится на 1905 год (–9,3%), однако рост цен, «отчасти вызванный этим сокращением производства», привел к небольшому увеличению стоимости валовой продукции (1,1%). В 1906 году объем производства не возрастает, но рост цен вызывает небольшой рост стоимости валовой продукции (3,0%). В 1907 году производство растет одновременно с ростом цен (9,7 и 10,5% соответственно), а в 1908 году наблюдается «застой в производстве и

Рис. 3. **Ежегодные приросты (%) чистого национального продукта (ЧНП) и биржевого индекса I2 (1897–1907 годах).**

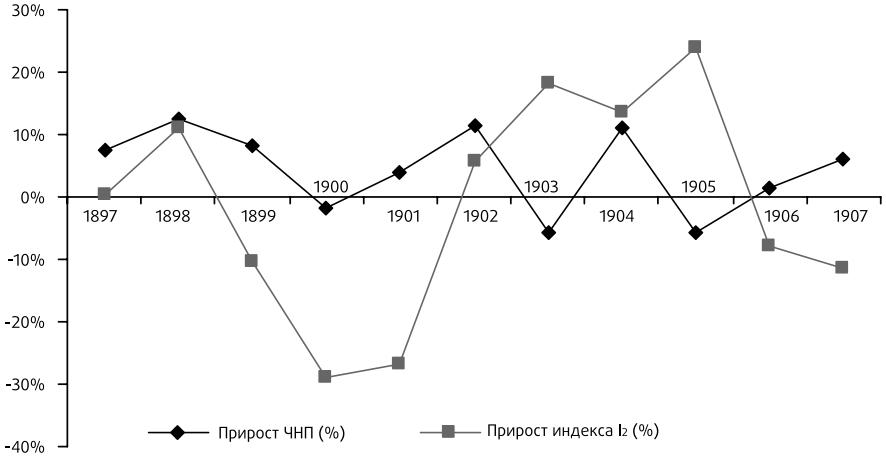


Рис. 4. **Ежегодные приросты (%) стоимости промышленного производства и биржевого индекса I2 (1897-1907 гг.)**

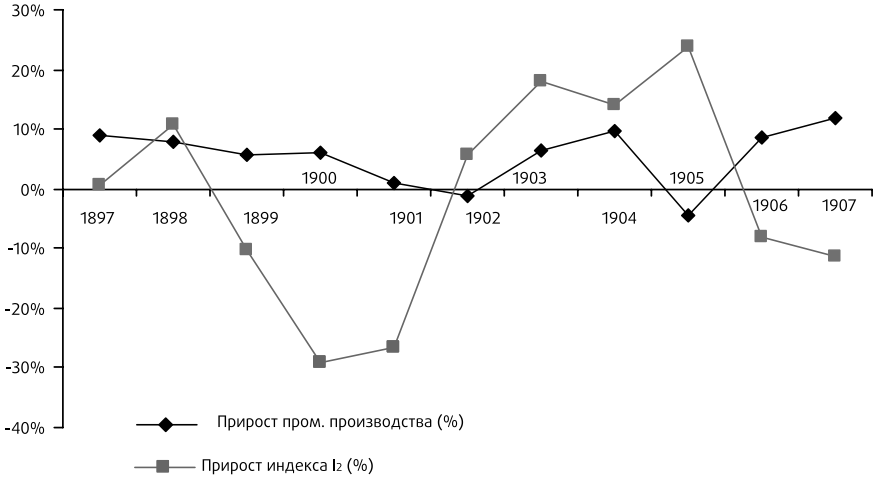


Таблица 11. Динамика чистого национального продукта (ЧНП), валовой стоимости промышленного производства России и равновзвешенного биржевого индекса I2 в 1897–1907 гг.

Год	1897	1898	1899	1900	1901	1902	1903	1904	1905	1906	1907
ЧНП (млн руб)	172	10308	11163	10962	11390	12678	11952	13255	12503	12684	13470
Прирост ЧНП (%)	7,5%	12,4%	8,3%	-1,8%	3,9%	11,3%	-5,7%	10,9%	-5,7%	1,4%	6,2%
Пром. произв-во (млн руб)	1860,4	2003,6	2120,5	2252,7	2271,5	2244,4	2390,9	2620,2	2505,6	2722,1	3041,6
Прирост пром. пр-ва (%)	8,8%	7,7%	5,8%	6,2%	0,8%	-1,2%	6,5%	9,6%	-4,4%	8,6%	11,7%
Индекс I2	100,5	111,4	100,0	70,9	52,0	55,0	64,9	73,9	91,6	84,3	74,6
Прирост индекса I2 (%)	0,5%	10,8%	-10,2%	-29,1%	-26,7%	5,8%	18,0%	13,9%	24,0%	-8,0%	-11,5%

Таблица 12. Выплавка чугуна в выплавке чугуна в России в 1900–1909 годах (в млн пуд.)

1900 г	1901 г	1902 г	1903 г	1904 г	1905 г	1906 г	1907 г	1908 г	1909 г.
178,0	173,2	157,5	149,3	179,9	166,6	164,2	172,5	171,1	175,3

значительное снижение ценности продукции»[23] (–0,4 и –6,2% соответственно).

Однако по некоторым важным категориям продукции механических и машиностроительных заводов динамика производства была иной. Л. Б. Кафенгауз отмечает, что падение выпуска паровозов в 1903 году сменилось в 1904–1906 годах ростом их производства «под влиянием потребностей, связанных с воинскими перевозками», но «как только эти военные заказы были выполнены, паровозостроение резко падает»[24]. Однако эти наблюдения не отменяют того факта, что наиболее значительное понижение индекса физического объема производства тяжелой промышленности пришлось, как уже отмечалось, на 1905 год — весьма успешный по уровню котировок на Петербургской бирже[25].

Возможно, появление промежуточного пика середины 1900-х годов в динамике российского биржевого индекса отражает влияние мировых фондовых рынков, действовавших в условиях экономического подъема, характерного для западных стран в эти годы? Нью-Йоркский индекс в 1904 году начинает подъем, отражающий наступление повышательной фазы промышленного цикла; этот подъем длится в течение двух лет, после чего наступает спад 1907–1908 годов. Интересно, что динамику того же типа (рост в 1903–1906 годах) показывает и немецкий биржевой индекс («Historischer Marktindex»)[26]. Эти наблюдения дают основания для выдвижения гипотезы о том, главными факторами подъема Петербургского биржевого индекса в годы, последовавшие за кризисом начала 1900-х годов, были влияние мировых фондовых рынков и, возможно, спекулятивные процессы (эндогенный фактор)[27]. ◻

Примечания и комментарии

[1] О базе данных RUSCORP см.: Изместьева Т.Ф., Тихонов А.И. RUSCORP: База данных о корпорациях Российской Империи, 1700–1914 // Информационный бюллетень Комиссии по применению математических методов и ЭВМ в исторических исследованиях при Отделении истории РАН и Ассоциации «История и компьютер». №8, 1993. С. 75–81.

[2] Т. Оуэн выделил специальным кодом (2) капитал компаний, в который он включил суммы облигаций, выпущенных компаниями. См.: Owen, Thomas C. RUSCORP: A Database of Corporations in the Russian Empire, 1700-1914, Louisiana State University, 1992. P. 47.

[3] К примеру, основной капитал Общества Коломенского завода составлял 5 млн. руб., а нарицательная стоимость каждой акции равнялась 250 рублей, т.е. общее количество выпущенных акций было 20000. Тот же результат получается, если разделить сумму дивидендов, выплаченных компанией в 1898 г. (700000 рублей), на дивиденд, выплаченный на каждую акцию (35 руб.).

[4] Поскольку основной капитал в балансовых отчетах мог включать не только суммы, принадлежащие акционерам, владеющим обычными акциями, сведения о выплаченных дивидендах дают возможность более точного подсчета количества обычных акций. В то же время для трех компаний, где количество акций было определено по выплатам дивидендов, рыночная цена капитала обычных акций, подсчитанная в нашей работе, может не полностью отражать стоимость всего капитала.

[5] В двух случаях номинальные цены акций во время основания компаний были приведены в золотых рублях. Во второй части таблицы они приведены в кредитных рублях в отношении 1,5:1 согласно золотому стандарту, введенному в 1897 г.

[6] Средняя цена была определена таким образом: в каждом месяце, в котором акция котировалась, была определена средняя цена за месяц (средняя между высшей и низшей, или одна из цен, если только одно значение были приведено в котировках). Затем все средние цены были сложены и поделены на количество месяцев.

[7] Хотя золотой стандарт в России был официально введен в 1897 г., уже с 1896 г. обменный курс был близок к золотому стандарту, по которому 1 доллар был равен 1,9434 рубля.

[8] Некоторые компании понижали номинальную цену акций с целью их дробления (stock split) для более легкого их сбыта на бирже. При этом, если капитал компании не изменялся, то новые акции стоили пропорционально меньше.

[9] О динамике цен акций трех ведущих российских промышленных компаний в этот период см.: Бородкин Л. И., Коновалова А. В., Левандовский М. И. Дивидендные бумаги на Петербургской бирже в 1900-х гг: влияние русско-японской войны и первой русской революции // Экономическая история: Ежегодник. 2001. М.: РОССПЭН, 2002. Интересно, что динамика цен акций во всех трех случаях в целом совпадает с динамикой построенных индексов I1 и I2.

[10] См. Gregory, Paul R. Russian National Income, 1885-1913. Cambridge University Press, 1982. Теоретически инфляция (кстати, весьма невысокая) должна была отражаться одинаково и на ценах акций, и на других ценах, поэтому данные в табл. 5 приводятся в текущих ценах..

[11] Кафенгауз Л. Б. Эволюция промышленного производства России. М.: Эпифания, 1994. (Серия «Памятники экономической мысли»). С. 66, 117.

[12] Туган-Барановский М. И. Состояние нашей промышленности за десятилетие 1900-1909 гг. и виды на будущее. — В книге: Избранное. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов. – М.: Наука, РОССПЭН, 1997. С. 488. (Этот обзор впервые опубликован в журнале «Современный мир». 1910. №12).

[13] Там же. С.489.

[14] Там же.

[15] Там же.

[16] Там же. С.497.

[17] Там же. С.506. В заключении к своей статье Туган-Барановский еще раз возвращается к этому вопросу: «Политическое положение России помешало ей принять участие в мировом капиталистическом подъеме 1905-1907 гг. Теперь [статья написана в 1910 г. – Л.Б., Г.П.] эта последняя причина перестала действовать, и оживление нашей промышленности совпало с таковым же на Западе». — Там же. С. 512.

[18] Там же. С.500.

[19] См.: «Вестник финансов, промышленности и торговли». 1904, № 5. С. 178.

[20] Кафенгауз Л.Б. Эволюция промышленного производства России. М., 1994. (Серия «Памятники экономической мысли»).

[21] Кафенгауз Л. Б. Указ. соч. С.70.

[22] Там же. С. 101.

[23] Там же.

[24] Там же. С. 91. Кафенгауз приводит следующие данные о выпуске паровозов: 1902 г. — 1142 шт., 1903 г. — 893, 1904 г. — 1156, 1905 г. — 1146, 1906 г. — 1270, 1907 г. — 711, 1908 г. — 622 шт.

[25] По данным Кафенгауза, в целом по промышленности России 1905 год был наиболее неудачным: изменение стоимости валовой продукции в этом году составило –4,4%. См.: Кафенгауз Л. Б. Указ. соч. С.117.

[26] См.: Короленко М. В. Развитие и аномалии фондового рынка Германии, 1870–1914 гг.: историко-экономический анализ // Экономическая история. Обозрение. Вып. 11. М., 2005. С.126.

[27] Об этом см.: Бородкин Л. И., Коновалова А. В., Левандовский М. И. Указ. соч.

Финансовый кризис в России и в мире. / Под ред. Е.Т. Гайдара — М.: Проспект, 2009. — 256 с.

Российская экономика, подошедшая к осени 2008 года, как казалось, в отличной форме, вскоре была ввергнута в кризис, охвативший сначала финансовую сферу, а затем распространившийся и на реальный сектор. Взаимосвязь российских событий и кризисных явлений в мире стала очевидной для всех.

Авторы сборника задаются вопросами: что вызвало столь масштабные кризисные явления? В какой степени кризис в России является следствием глобализации мировой экономики, а в какой вызван внутренними причинами? Каковы эти причины? Как долго продлится кризис? Каковы рецепты преодоления кризиса в мире и в России? Возможен ли для России свой, в обход мировых тенденций, выход из кризиса?

Рассмотрение научных основ исследования кризисов начинается с замечания: «никогда и никому ни один из кризисов предсказать не удалось. Более того, одна из теорий утверждает, что кризис перестает быть кризисом, если все ожидают, что он завтра наступит». Авторы приходят к выводу, что хотя экономика и напоминает лошадь-качалку, но более или менее строгой периодичности делового цикла нет.

В книге приводится довольно подробная периодизация и хронология главных экономических событий с ранней весны 2007 года и рассматриваются различные модели развития ситуации и те схемы инновационных финансовых инструментов, которые сыграли столь значительную роль в запуске мирового финансового кризиса.

Рассматривая причины и ход кризиса в России авторы отмечают, что контроль за увеличением расходов федерального бюджета был утрачен в 2007 году в результате чего темпы инфляции увеличились, а уровень бюджетных расходов существенно повысился, что создало предпосылки для потери устойчивости макроэкономической ситуации. Основным же детонатором влияния мирового кризиса на российскую экономику стал частный внешний долг.

В качестве существенной причины развития кризиса в России авторы указывают на прямое вмешательство государства в экономику и в связи с этим глубокое и нарастающее институциональное отставание страны.

Таким образом в отношении российского кризиса в общем становится ясным — кто виноват и что делать.

Что же касается кризиса мирового, то в качестве фундаментальной его предпосылки выделяется трансформация целевой функции бизнеса, которой стал рост капитализации. Непрерывный рост капитализации уподобляется советской борьбе за план, финал которой хорошо известен.

Большое опасение авторов вызывает «левый поворот», наметившийся в экономической политике западных правительств. Он выражается в национализации долгов и усилении государственного регулирования. Авторы делают вполне ожидаемый либеральный вывод, что «вполне очевидна логическая несостоятельность утверждения о том, что кризис продемонстрировал необходимость более активного государственного регулирования».

В.К.