Кафедра финансов, кредита
и биржевого дела ПГНИУ

НП «Клуб финансистов
Пермского края»

№ 02 |11 |2014

ПЕРМСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ЖУРНАЛ

Научный журнал
Пермский финансовый журнал

ISSN request pending
2014/2 (11)

Учредители:

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Пермский государственный национальный исследовательский университет», некоммерческое партнерство «Клуб финансистов Пермского края»

Журнал издается кафедрой финансов, кредита и биржевого дела ПГНИУ с 2004 года. Предыдущее название «Актуальные проблемы формирования механизма функционирования финансового рынка Российской Федерации» (до 2014 г.)

Главный редактор: Молчанова Маргарита Юрьевна *(к.э.н., Пермь, Россия)*
Зам. гл. редактора: Голева Ольга Ивановна *(к.э.н., Пермь, Россия)*

Выходит 4 раза в год

Редакционная коллегия:

Белкин Владимир Алексеевич *(д.э.н., г. Челябинск, Россия)*
Гаджикурбанов Джабраил Магомедович *(д.э.н., г. Ижевск, Россия)*
Елохова Ирина Владимировна *(д.э.н., г. Пермь, Россия)*
Кольцова Татьяна Александровна *(к.э.н., г. Тюмень, Россия)*
Кох Игорь Анатольевич *(д.э.н., г. Казань, Россия)*
Морозова Татьяна Юрьевна *(к.э.н., г. Москва, Россия)*
Толстолесова Людмила Анатольевна *(д.э.н., г. Тюмень, Россия)*
Ферова Ирина Сергеевна *(д.э.н., г. Красноярск, Россия)*
Яндиев Магомет Исаевич *(к.э.н., г. Москва, Россия)*

Международный редакционный совет:

Бутиков Игорь Леонидович *(д.э.н., г. Ташкент, Узбекистан)*
Засько Вадим Николаевич *(д.э.н., г. Москва, Россия)*
Мельник Маргарита Владимировна *(д.э.н., г. Москва, Россия)*
Миролюбова Татьяна Васильевна *(д.э.н., г. Пермь, Россия)*
Поляк Владимир Сергеевич *(к.э.н., г. Реховот, Израиль)*
Ролдугин Валерий Иванович *(д.э.н., г. Рига, Латвия)*
Фатхуллаева Хосият Хабибуллаевна *(к.э.н., г. Душанбе, Таджикистан)*

Верстка: Голева Л.И.
Редактор английского текста: Жарков А.В.

Издание включено в национальную информационно-аналитическую систему «Российский индекс научного цитирования» (РИНЦ)

Адрес редакции:

614990, г. Пермь, ул. Дзержинского, 2а,
Пермский государственный национальный исследовательский университет,
кафедра финансов, кредита и биржевого дела (209 каб.)
Тел.: +7(342)2396294,
E-mail: PermFinance@psu.ru

© ФГБОУ ВПО «Пермский государственный национальный исследовательский университет», 2014

Scientific journal
Perm Financial Review

ISSN request pending
2014/2 (11)

Founders:

Perm State University, Financier's club of Perm region

Editor in chief: Margarita Yu. Molchanova (Associate Professor, Perm, Russia)
Deputy Editor in Chief: Olga I. Goleva (Associate Professor, Perm, Russia)

Science journal is published by Department of Finance, Credit and Exchange Business of Perm State University since 2004. Former name "Actual issues of Russian financial market".

The journal is published quarterly.

Editorial Board
Vladimir A. Belkin (Professor, Chelyabinsk, Russia)
Dzhabrail M. Gadzhikurbanov (Professor, Izhevsk, Russia)
Irina V. Elohova (Professor, Perm, Russia)
Tatyana A. Koltsova (Associate Professor, Tyumen, Russia)
Igor A. Koch (Professor, Kazan, Russia)
Tatyana J. Morozova (Associate Professor, Moscow, Russia)
Lyudmila A. Tolstolesova (Professor, Tyumen, Russia)
Irina S. Ferova (Professor, Krasnoyarsk, Russia)
Magomet I. Yandiev (Associate Professor, Moscow, Russia)

International Editorial Council
Igor L. Butikov (Professor, Tashkent, Uzbekistan)
Vadim N. Zasko (Professor, Moscow, Russia)
Margarita V. Melnik (Professor, Moscow, Russia)
Tatyana Yu. Mırolyubova (Professor, Perm, Russia)
Vladimir S. Poljak (Associate Professor, Rehovot, Izrael)
Valery I. Roldugin (Professor, Riga, Latvia)
Hosijat H. Fathullaeva (Associate Professor, Dushanbe, Tajikistan)

Page-proof: Luybov I. Goleva
Editor of English version: Anton V. Zharkov

Publication is included in national informational analytical system "Russian index of science quotation".

Address of Editorial Board:
Department of Finance, Credit and Exchange Business of Perm State University.
Perm State University,
Perm, Dzerginskogo st, Building 2a, Postcode 614990, Russia.
Tel. +7(342) 2396294
E-mail: PermFinance@psu.ru

© Perm State University, 2014

Содержание

Contents

Мнения практиков

Жарков А.В.
Тектонические сдвиги
на российском валютном рынке **4**

Expert view

Zharkov A.V.
"Tectonic shift"
in Russian currency market

Научные исследования

Осколкова Н.С.
Транспарентность центральных банков – необходимое условие успешной реализации монетарного регулирования **21**

Oskolkova N.S.
The Transparency of a Central Bank as a Requisite for an Effective Monetary Regulation

Шапошников И.Г.
Категория «инвестиционная банковская деятельность» и ее правовое регулирование в России **33**

Shaposhnikov I.G.
The Category of Banking Investment and its Regulation by Russian Law

Воронин Д.М.
К вопросу о применении реальных опционов в оценке инвестиционных проектов **47**

Voronin D.M.
Real options in the evaluation of investment projects

Шубин К.А.
Диверсификация инвестиционного портфеля частного инвестора в РФ **62**

Shubin K.A.
Diversification of investment portfolios of private investors in the Russian Federation

Дискуссии

Исламов Ф.Ф.
«ОСАГО» – почему закон не работает? **74**

Islamov F.F.
"Obligatory car insurance" – why the law is not working?

Мингазинова Е.Р.
К статье Исламова Ф.Ф. «ОСАГО» – почему закон не работает?» **84**

Mingazinova E.R.
To the article of Islamov F.F. "Obligatory car insurance" – why the law is not working?

Статьи молодых ученых

Калмыков В.Ю.
Инвестиционно-накопительные механизмы пенсионного страхования и их роль в развитии экономики страны **87**

Kalmykov V.Y.
Investment-Cumulative Mechanisms of Pension Insurance and Their Role in Development of National Economy

Бондаренко О.Г.
Финансовая устойчивость коммерческой организации в условиях экономического кризиса **100**

Bondarenko O.G.
Financial Stability of The Commercial Organization in Economic Crisis

УДК 336.748

Антон Владиславович Жарков

директор «Финансовая лаборатория «JD Finance»,
ст. преподаватель кафедры финансов,
кредита и биржевого дела,
ФГБОУ ВПО «Пермский государственный национальный
исследовательский университет», г. Пермь

AntonZharkov@gmail.com

Тектонические сдвиги на российском валютном рынке

Аннотация. В данной статье автор рассматривает динамику курса рубля по отношению к доллару за период с июня по ноябрь 2014 г.[1] Проводится технический анализ валютных торгов секции рубль/доллар, выделяются исторически важные временные отрезки, обозначаются уровни сопротивлений и поддержек.

Сделана попытка проанализировать природу прошедшего стремительного движения российского рубля по отношению к американскому доллару, действий спекулянтов и центрального банка. В ходе статьи рассматриваются такие инструменты как USDRUB_TOD, USDRUB_TOM на валютной секции ММВБ, так и расчетный фьючерсный контракт на курс доллар США - российский рубль Si-12.14, который позволит увидеть более полную картину происходящего.

Рассматриваются условия зарождения бычьего рынка в секции рубль-доллар США, так же проводится анализ ряда экономических макропоказателей, способных оказывать влияние на фундаментальную стоимость российской валюты: инфляция, ВВП, уровень безработицы. Сравнивается российский фондовый рынок в виде индекса РТС и его раскорреляция с американским S&P500 и немецким DAX. Проводится анализ действий ЦБ, размеров и времени валютных интервенций, а также реакции участников рынка и характера торгов фьючерсов на валюту. Анализируется структура бивалютной корзины и параметры механизма валютного регулирования ЦБ.

Условия, в которых состоялся переход от политики регулируемого валютного курса к плавающему валютному курсу, так же имеют огромное значение. Ряд внешних факторов, таких как цена на нефть, повлияли, как на российскую экономику в целом, так и на курс рубля по отношению к доллару США, в частности. Изучается текст постановления ЦБ и возможная реакция рынка, его участников в будущем.

Ключевые слова: валютный курс, рубль, доллар США, валютный рынок, ЦБ, спекулянты, интервенции, плавающий валютный курс, фьючерсы, РТС, S&P500, DAX.

[1] На 01.12.2014 г.

© Жарков А.В., 2014

Предыстория

Чтобы суметь передать в полной мере мнение о происходящем, следует сделать небольшой экскурс в историю валютных торгов и вернуться в период финансового кризиса 2008 г. В июле 2008 г., перед самым разгаром кризиса, курс американского доллара по отношению к рублю был на исторически минимальном уровне в XXI веке и составлял 23,055 руб. За период чуть более, чем полгода, доллар по отношению к рублю укрепился на 60,5% (рис. 1.).

Рис. 1. Рост американского доллара по отношению к российскому рублю (июль 2008 г. - март 2009 г.)

Столь сильное ослабление рубля было естественной ответной реакцией на происходящее в экономике и на фондовом рынке, в частности. В то время доступ к валютному рынку USDRUB_TOD[2], USDRUB_TOM [3] – двум самым ликвидным валютным инструментам по доллару, которые, фактически формируют курс, имели только крупные российские банки, то есть торговля на российском валютном рынке, была прерогативой банков. Доля валютных спекулянтов непосредственно на валютных торгах была значительно ниже, так как в то время ликвидность от других участников: населения, импортеров, экспортеров, инвестиционных компаний – минуя банки, попасть на рынок не могла. Денежные средства приходили на валютный рынок только после того, как на этом, уже заработали банки, обменивая валюту, по внутреннему курсу.

Таким образом, 03.03.2008 г. курс доллара достиг отметки 36,995 руб., и это стало максимальным значением на долгие пять лет посткризисного периода. Для того чтобы продолжить выстраивать картину происходящего в текущий момент,

[2] USDRUB_TOD- инструмент, при покупке или продаже которого осуществляется купля-продажа денежных средств в долларах США в лотах за российские рубли в ходе торгов по долларам США за российские рубли со сроком исполнения обязательств в день проведения торгов.

[3] USDRUB_TOM- инструмент, при покупке или продаже которого осуществляется купля-продажа денежных средств в долларах США в лотах за российские рубли в ходе торгов по долларам США за российские рубли, сроком исполнения обязательств назначается на первый рабочий день после проведения торгов

предлагаю обратиться к рис. 2, где график USDRUB_TOD разбит на условные отрезки.

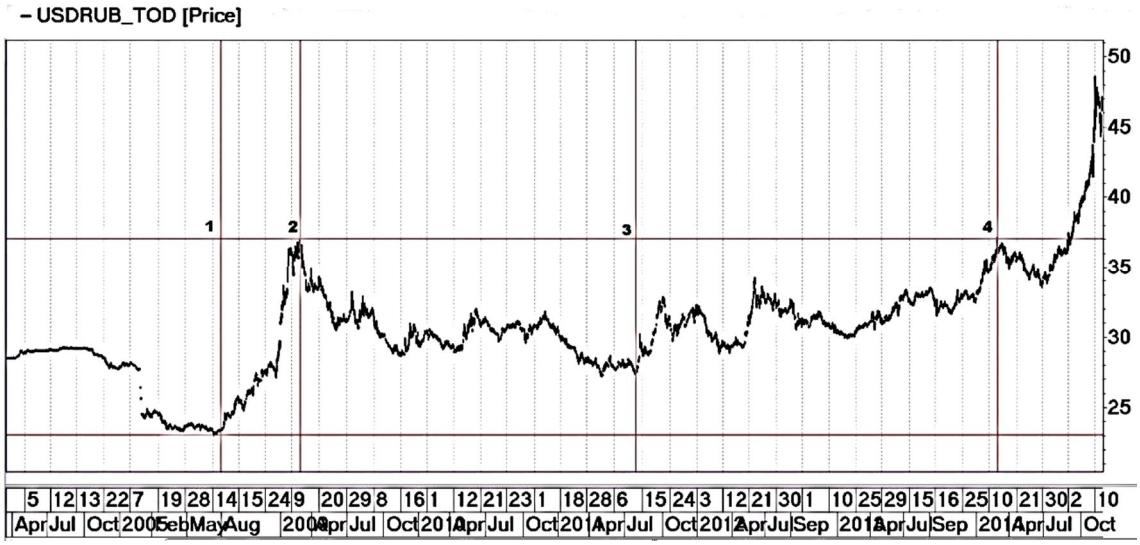

Рис. 2. Этапы развития кризиса
на инструменте валютного рынка USDRUB_TOD

Постфактум данные отрезки можно охарактеризовать следующим образом. Отрезок 1-2 – острая фаза финансового кризиса, отрезок 2-3 – V-образный выход из кризиса, отрезок 3-4 – современные российские экономические реалии.

Давайте, рассмотрим три ключевых макроэкономических показателя, которые имеют существенное влияние на курс рубля: инфляцию, уровень экономического роста, выраженного в ВВП и уровень безработицы (табл. 1).

Таблица 1

Инфляция, ВВП, безработица за период 2011-2014 гг.

Год	Инфляция	ВВП (млрд. руб.)	Безработица
2014	8,52	33 689,2	-
2013	6,45	66 755,3	5,6
2012	6,58	62 218,4	6,5
2011	6,10	55 799,6	6,6

Составлено по [1,2,3]

В условиях растущей инфляции, мы видим колоссальное снижение ВВП в 2014 г., экономический рост сократился практически вдвое, ситуация рискует перерасти в стагфляцию, если данные по безработице по итогам 2014 г. выйдут негативными. Судя по макроэкономическим показателям, перспективы очень мрачные, и от падения в пропасть нас пока удерживает только стабильный уровень занятости населения.

Рассмотрим те же временные отрезки с наложенным графиком индекса РТС, для того чтобы понять, тот факт, что события на валютном рынке являлись ответом на экономическую ситуацию и ситуацию в экономике в целом.

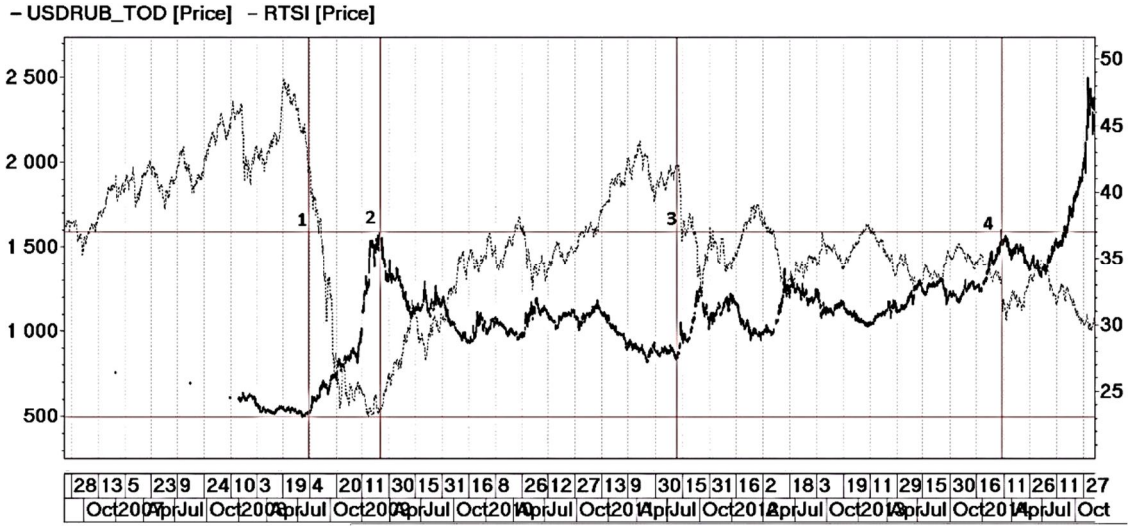

Рис. 3. Индекс РТС и курс рубля
по отношению к доллару в период 2011-2014 гг.

Период 3 является ключевым к пониманию текущего состояния валютного рынка, так как, возможно с этого момента, начинается новый рыночный этап.

В подтверждении этой идеи обратимся к двум развитым экономикам мира: США, как крупнейшей экономике мира, представленной индексом S&P 500, и локомотиву европейской экономики – Германии, представленной индексом DAX и сравним их с российской экономикой, представленной индексом РТС (рис. 4).

Рис. 4. Сопоставление немецкого индекса DAX,
американского S&P500 и российского РТС

Отрезок 3 на рис. 4, август 2011 г., является своеобразным водоразделом, знаменующим собой окончания финансового кризиса 2008 г, потому что до этого момента все падения (отрезок 1-2) и последующий взлеты (отрезок 2-3) являлись глобальными процессами и отражены на всех рынках. С августа 2011 г., на первый план выходит реальное состояние экономик отдельных стран, на рисунке можно увидеть, что, начиная с этого момента, все рынки испытали определенные проблемы и последующее снижение. Однако американский индекс S&P 500 уже через 4 месяца восстановил все потери, достигнув отметки 1350 пунктов (уровень №5), а еще через два месяца вышел на докризисные уровни 1560 пунктов (уровень №6). Немецкий индекс DAX, в свою очередь, через 6 месяцев восстановили потери 7530 пунктов (уровень №4), и через год вышел на докризисные уровни 8000 пунктов (уровень №3). Российский индекс РТС не восстановил августовские потери 2011 г., отметка 2130 пунктов не была достигнута (уровень №2) и тем более отметка в 2500 пунктов осталась недостижимой (уровень №1).

Ситуация похожа на бег с препятствиями, когда участники забега находятся под влиянием общих факторов: таких как температура и давление – на внешние факторы повлиять невозможно, они для всех одинаковые. А вот после преграды тем, кто был лучше подготовлен и преодолел препятствие с минимальными потерями, легче продолжать движение.

К сожалению, российская экономика осталась наедине со своими проблемами, когда глобальные факторы отступили на второй план.

На основе приведенных выше доводов, можно допустить, что с августа 2011 г. (отрезок 3) российский фондовый рынок и валютный рынок в частности, вступили в новую фазу развития.

Фундаментальная стоимость российской валюты

Автор разделяет мнение многих известных экспертов как российских [6], так и зарубежных [7,8,9,11] в области фундаментального анализа валюты и справедливой стоимости валюты, что валюта является отражением силы экономики в отдельной стране.

На национальную валюту имеют огромное влияние такие макроэкономические показатели как: ВВП, чистый экспорт, торговый баланс, золотовалютные запасы, размер внешнего долга, размер внутреннего долга, их отношение к размеру ВВП, уровень инфляции. Для российской экономики также имеет значение структура экспорта, а именно чрезмерная доля экспорта углеводородов. Тот факт, что основную долю экспортной продукции России составляют нефть и газ (32,4% и 14,19% соответственно) [4], содержит в себе дополнительный риск для российской экономики, более того мировые цены на нефть выражены в долларах США, что ведет к еще более сильному влиянию экспортной составляющей на соотношение курса рубля к курсу доллара США.

В этом разделе речь пойдет о слабости российской экономики, ее неспособности перестроиться или снизить зависимость экономики от экспорта нефти, от мировых цен на нефть. Секторов экономики с высокой добавленной стоимостью крайне мало, инновационных продуктов на экспорт, способных стать

опорой экономики, не появилось, перехода от индустриальной экономики к экономике, основанной на сфере услуг, так и не состоялось. Три года после кризиса 2008 г. ушли на борьбу с последствиями чрезмерной перекредитованности предприятий, которые так динамично росли на заемных деньгах. Разорвать порочный круг не получилось.

Как известно [10,12], фондовый рынок является процикличным индикатором реального состояния экономики. Фондовый рынок живет ожиданиями, и как показала история, участники торгов с 2011 г. были правы, что не закладывали оптимистичных ожиданий по состоянию российской экономики. Российская экономика находится в весьма депрессивном состоянии и, возможно, стагфляция скоро станет новой экономический реалией.

С августа 2011 г., когда началась рассинхронизация российского фондового рынка, для участников валютного рынка разница американской и российской экономики стала настолько очевидной, что в таких условиях зарождение бычьего рынка USDRUB_TOD, USDRUB_TOM и фьючерсном контракте на курс доллар США - российский рубль Si[4] стало возможным.

Отличительная особенность валютного рынка от рынка акций, например, заключается в том, что, на ряду, с фундаментальными факторами на валюту имеет огромное влияние еще один крупный участник, способный менять расстановку сил – Центральный банк. Его действия в виде валютных интервенций, проводимая им политика, устанавливаемая ключевая процентная ставка – способны оказывать значительное влияние на курс национальной валюте по отношению к другим валютам.

С 1999 г. Центральный банк Российской Федерации (ЦБ РФ) вел политику регулируемого плавающего валютного курса (табл. 4) [5]. Вводя валютный коридор, ЦБ РФ с одной стороны делает возможным сглаживать влияние иностранной валюты на российскую экономику. Автор абсолютно согласен с политикой валютного коридора, на начальных этапах развития экономики, более того, если в бивалютной корзине большую долю (90%) занимает доллар США, такой достаточно несбалансированной корзиной просто необходимо управлять. С 2002 г. на мировую финансовую арену активно выходит евро, и как результат, с 2005 г. по текущий момент ЦБ планомерно увеличивал долю евро в бивалютной корзине с 10% до 45%, тем самым, диверсифицируя риски.

Таблица 4

Структура бивалютной корзины [4]

Структура бивалютной корзины	
Период действия	**Число единиц иностранной валюты в составе корзины**
8 февраля 2007 г. – н.в.	0,55 долларов США / 0,45 евро
1 декабря 2005 г. – 7 февраля 2007 г.	0,60 долларов США / 0,40 евро
1 августа 2005 г. – 30 ноября 2005 г.	0,65 долларов США / 0,35 евро
16 мая 2005 г. – 31 июля 2005 г.	0,70 долларов США / 0,30 евро
15 марта 2005 г. – 15 мая 2005 г.	0,80 долларов США / 0,20 евро
1 февраля 2005 г. – 14 марта 2005 г.	0,90 долларов США / 0,10 евро

[4] Si-12.14-расчетный фьючерс на курс рубль-доллар США, экспирация декабрь 2014 г.

Устанавливая, заранее границы бивалютной корзины, ЦБ проводит интервенции, когда курс отклоняется от операционного интервала. Текущая структура бивалютной корзины показана в табл. 4 и остается неизменной с 8 февраля 2007 г.

До 2005 г. ЦБ РФ выходил с интервенциями только в сегменте рубль/доллар США, но с появлением евро в бивалютной корзине, появилась необходимость проводить сделки в сегменте рубль/евро.

Долгосрочным ориентиром в политике ЦБ было полное невмешательство в механизм образования курса валюты и переход к плавающему валютному курсу. Плавающий валютный курс позволит ЦБ сосредоточить свое внимание на внутренней ценовой стабильности и в полной мере реализовать политику инфляционного таргетирования. Идея великолепная, но давайте посмотрим, как это было реализовано на практике, а главное, в какое время.

Сделаем попытку оценить: сколько данный переход стоил Банку России и какова его эффективность? Для того чтобы провести такой анализ, необходимо проанализировать динамику изменения границ операционных интервалов, сопоставить частоту корректировки с курсом рубль/доллар, а также размер и время валютных интервенций.

При политике регулируемого плавающего валютного курса центральный банк может как покупать иностранную валюту, так и продавать, когда курс рубля начинает слабеть (рис. 5).

Параметры механизма курсовой политики Банка России (по состоянию на 30 сентября 2013 года)

	Ширина	Объем интервенций, направленных на сглаживание волатильности курса рубля*, млн. долл. США в день
39,25 руб.		верхняя граница коридора
	1 р.	-400
	1 р.	-200
	1 р.	-70
«нейтральный» диапазон	1 р.	0
	1 р.	70
	1 р.	200
	1 р.	400
32,25 руб.		нижняя граница коридора

* «+» – покупка Банком России иностранной валюты, «–» – продажа Банком России иностранной валюты

Рис. 5. Параметры механизма курсовой политики Банка России

При такой политике, ЦБ РФ становится активным участником валютных торгов, если курс валюты проявляет волатильность, естественно, если ЦБ покупает по нижней границе, а продает по верхней границе, такая операция принесет прибыль и будет являться, по сути, спекуляцией. Более того, ЦБ оставляет за собой право произвести и покупки/ продажи не только на границах плавающего операционного интервала, но и внутри него.

Как видно на рис. 5, на 30.09.2013 г. при курсе 32,37 руб. за один американский доллар США, ЦБ имел следующие параметры механизма курсовой политики: при курсе 33,25 руб. – покупка $ 400 млн., 34,35 – покупка $ 200 млн., 35,35 – покупка $ 70 млн., при 36,25 – покупки прекращаются, 37,25 – продажа $ 70 млн., 38,35 – продажа $ 200 млн., 39,25 – продажа $400 млн. Нетрудно посчитать, что если цена достигала границ ценового коридора, установленного Банком России, то только в рамках объема интервенций для сглаживания валютного курса, прибыль составила примерно 3,35 млрд. руб., неплохой бонус, учитывая тот факт, что ЦБ по сути выполнял свою прямую функцию.

USDRUB_TOM ...

Продажа	Цена	Покупка
1	40,5000	
8	40,4950	
10	40,4890	
50	40,3900	
51	40,3865	
2 000	40,3800	
11	40,3500	
2 000	40,3425	
5 400	40,3350	
1 500	40,3320	
2 000	40,3290	
2 000	40,3260	
50	40,3250	
352	40,3235	
1 000	40,3225	
650	40,3220	
1 500	40,3215	
196 460	40,3200	
50	40,3195	
	40,3140	110
	40,3135	500
	40,3115	702
	40,3110	650
	40,3105	500
	40,3100	4 268
	40,3085	50
	40,3080	3 000
	40,3075	1 050
	40,3050	2 000
	40,3020	2 000
	40,3015	500
	40,3005	1 060
	40,2990	2 652
	40,2980	60
	40,2975	2 200
	40,2960	2 700
	40,2955	60
	40,2950	70
	40,2900	4 500

Рис. 6. USDRUB_TOM – действия ЦБ лимитированной заявкой, 1 лот=$1000

Обращаю, внимание читателя, что верхняя и нижняя границы коридора определяются экспертным путем, самим ЦБ и, очевидно, что 30.09.2013 г. ЦБ был больше склонен к покупкам, нежели к продажам.

Когда слышишь слова «регулируемый плавающий валютный курс», возникает образ маленького ребенка в ванне, который учится плавать в спасательном круге. А теперь представьте себе, что этого ребенка выбросили в пятибалльный шторм в море – учиться плавать. ЦБ отпустил рубль в свободное плавание в очень трудное время. В течение 2013 г. ситуация была более или менее спокойной, ЦБ активно участвовал в торгах, получая солидную прибыль, но, когда ситуация начала обостряться, со своими прямыми функциями ЦБ справился весьма посредственно. Заранее установленные границы и лимиты интервенций, послужили для спекулянтов своего рода дорожной картой: $350 млн. это цена, которую спекулянты с радостью готовы были платить регулярно, для того чтобы, продолжить «праздник повышения котировок». В таких условиях действия ЦБ были весьма предсказуемыми для участников рынка, угрозы для спекулянтов они уже не представляли.

В ходе валютных торгов 10.10.2014 г. на инструменте USDRUB_TOM удалось запечатлеть беспрецедентную картину, когда ЦБ в отчаянии, пытаясь напугать рынок размером заявки, производил интервенции лимитированными заявками (рис. 6). Если посмотреть график интервенций по дням в табл. 7, то действительно можно увидеть, что ЦБ выходил с интервенциями в размере 866 млн. долл.

Таблица 5

Данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке (млн. долл. США) [4]

Данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке (млн. долл. США)			
Дата расчетов	Фактический объем операций Банка России по покупке и продаже иностранной валюты на внутреннем валютном рынке	в том числе	
		Объем интервенций, направленных на сглаживание волатильности обменного курса рубля («+» - покупка, «−» - продажа)	Объем операций, связанных с пополнением или расходованием Федеральным казначейством средств суверенных фондов в иностранных валютах («+» - покупка, «−» - продажа)
18.11.2014	—	—	—
17.11.2014	—	—	—
14.11.2014	—	—	—
13.11.2014	—	—	—
12.11.2014	—	—	—
11.11.2014	—	—	—
10.11.2014	-350	-350	—
07.11.2014	-350	-350	—
06.11.2014	-350	-350	—
05.11.2014	—	—	—
31.10.2014	-2 531	-2 531	—
30.10.2014	-2 928	-2 928	—
29.10.2014	-2 760	-2 760	—
28.10.2014	-2 490	-2 490	—
27.10.2014	-2 444	-2 444	—
24.10.2014	-2 736	-2 736	—
23.10.2014	—	—	—
22.10.2014	-13	-13	—
21.10.2014	—	—	—
20.10.2014	-210	-210	—
17.10.2014	-2 118	-2 118	—
16.10.2014	-1 768	-1 768	—
15.10.2014	-2 286	-2 286	—
14.10.2014	-2 720	-2 720	—
13.10.2014	-43	-43	—
10.10.2014	-866	-866	—
09.10.2014	-1 501	-1 501	—
08.10.2014	-442	-442	—
07.10.2014	-420	-420	—
06.10.2014	-980	-980	—
03.10.2014	—	—	—
02.10.2014	-4	-4	—
01.10.2014	—	—	—

До этого, когда ЦБ производил интервенции, это происходило незаметно для рынка, заявки проходили маленькими лотами, из комбинации рыночных и лимитированных заявок. Направление, а тем более объем операции, оценить было практически невозможно. В этот раз ЦБ не скрывал свои намерения, а наоборот всеми силами пытался продемонстрировать свои действия. Рынок воспринял это как слабость и с радостью забрал весь предлагаемый объем – «запахло жареным».

Если проанализировать табл. 5, где представлены данные по дневным интервенциям ЦБ, то можно оценить размер интервенций за октябрь-ноябрь 2014 г., которые составляют $ 29,3 млрд.

Однако, сравнивая размер произведенных интервенций за последние четыре года (табл. 6), в защиту действий ЦБ можно сказать, что аналогичные интервенции на сумму 22 296,84 млн. долл. США ЦБ уже производил в марте 2014 г. и это сдержало рынок.

Анализируя, данные табл. 6, можно сказать, что самые крупные интервенции за 4 года [4] были в октябре 2014 г., ЦБ произвел продажи на сумму $ 27 207,52 млн. долл. США. Положительным фактом является, то, что размер интервенций не сильно превысил возможности ЦБ и, что самое главное, не были использованы золотовалютные резервы. С другой стороны, эти средства могли быть использованы, когда курс рубля стал свободно плавающим, а так они были потрачены с меньшей эффективностью. Главное, в условиях санкций запада, и закрытия доступа к иностранным заемным валютным ресурсам, насытить валютной ликвидностью системообразующие институты, такие как: банки, импортирующие компании, работающие с валютой. ЦБ, продавая валюту в октябре 2014 г., еще при режиме регулируемого валютного курса, наряду с действительно нуждающимися в валюте участниками, позволил огромному количеству спекулянтов открыть большую позицию по доллару. Считаю, это была, несомненно, ошибка ЦБ, следовало, сначала изменить регулируемый курс на плавающий, а уже после этого произвести комплекс мер в виде резкого повышения ключевой ставки, и агрессивной интервенции, использовав эти 29 млрд. долл. США, это стало бы «холодным душем» для всех любителей играть против рубля.

Таблица 6

Данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке (ежемесячно)

Данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке (ежемесячно)								
Отчетный период	Объёмы операций с долларами США, всего за период, млн. долл. США				Объёмы операций с евро, всего за период, млн. евро			
	Покупка		Продажа		Покупка		Продажа	
	Всего	Целевые	Всего	Целевые	Всего	Целевые	Всего	Целевые
окт.14	0	0	27 207,52	0	0	0	1 616,21	0
сен.14	0	0	0	0	0	0	0	0
авг.14	0	0	0	0	0	0	0	0
июл.14	0	0	0	0	0	0	0	0
июн.14	1 356,52	0	0	0	113,7	0	0	0
май.14	1 437,64	0	365,6	0	123,29	0	28,29	0
апр.14	0	0	2 401,86	0	0	0	247,87	0
мар.14	0	0	22 296,84	0	0	0	2 268,29	0
фев.14	0	0	6 158,34	0	0	0	678,69	0
янв.14	0	0	7 816,77	216,2	0	0	586,32	17,5
дек.13	0	0	3 569,93	1 117,34	0	0	326,44	104,12
ноя.13	0	0	3 328,13	1 023,66	0	0	284,06	86,89
окт.13	255,42	0	1 909,30	1 280,63	38,48	0	171,84	113,51
сен.13	0	0	3 178,40	2 190,95	0	0	214,96	147,76
авг.13	0	0	5 455,92	3 054,57	0	0	475,63	296,47
июл.13	0	0	4 182,51	3 074,66	0	0	376,47	286,7
июн.13	0	0	2 707,63	2 125,89	0	0	245,73	199,59
май.13	0	0	236,81	236,81	0	0	18,65	18,65
апр.13	0	0	663,06	663,06	0	0	45,05	45,05
мар.13	0	0	0	0	0	0	0	0
фев.13	118,96	118,96	0	0	24,68	24,68	0	0
янв.13	595,96	595,96	0	0	47,89	47,89	0	0
дек.12	0	0	0	0	0	0	0	0
ноя.12	0	0	48,59	48,59	0	0	4,17	4,17
окт.12	0	0	22,45	22,45	0	0	0,92	0,92
сен.12	0	0	453,81	453,81	0	0	43,99	43,99
авг.12	0	0	385,47	385,47	0	0	47,51	47,51

Продолжение табл. 6

Данные по интервенциям Банка России на внутреннем валютном рынке (ежемесячно)								
Отчетный период	Объёмы операций с долларами США, всего за период, млн. долл. США				Объёмы операций с евро, всего за период, млн. евро			
	Покупка		Продажа		Покупка		Продажа	
	Всего	Целевые	Всего	Целевые	Всего	Целевые	Всего	Целевые
июл.12	0	0	1 044,84	1 044,84	0	0	69,41	69,41
июн.12	0	0	2 207,29	1 894,06	0	0	173,11	161,56
май.12	1 516,07	1 469,36	276,35	276,35	116,62	114,12	17,17	17,17
апр.12	3 592,57	3 489,48	0	0	304,84	283,21	0	0
мар.12	3 927,76	3 423,97	0	0	262,47	217,77	0	0
фев.12	2 595,61	2 445,61	0	0	147,19	147,19	0	0
янв.12	427,72	427,72	635,26	635,26	24,27	24,27	42,5	42,5
дек.11	0	0	1 773,14	1 773,14	0	0	191,7	191,7
ноя.11	0	0	1 386,70	1 386,70	0	0	130,64	130,64
окт.11	0	0	4 372,64	2 550,50	0	0	500,48	331,89
сен.11	0	0	6 765,68	2 017,40	0	0	590,91	275,34
авг.11	961,64	767,39	700,88	297,01	167,32	163,31	7,55	7,55
июл.11	3 706,60	2 855,52	0	0	1 003,80	899,52	0	0
июн.11	3 230,70	2 799,78	0	0	541,49	497,21	0	0
май.11	3 915,98	3 267,58	0	0	433,95	334,94	0	0
апр.11	3 284,71	3 002,67	0	0	260,86	239,9	0	0
мар.11	4 491,48	3 434,62	0	0	636,36	439,38	0	0
фев.11	3 481,82	2 146,00	0	0	796,42	405,73	0	0
янв.11	645,67	645,67	0	0	124,2	124,2	0	0
дек.10	0	0	720,32	720,32	0	0	167,49	167,49
ноя.10	0	0	4 759,77	2 635,63	0	0	626,85	376,58
окт.10	0	0	3 230,28	2 119,40	0	0	437,55	280,67
сен.10	0	0	1 172,47	1 172,47	0	0	207,67	207,67
авг.10	1 078,35	1 078,35	0	0	135,64	135,64	0	0
июл.10	464,27	464,27	0	0	29,3	29,3	0	0
июн.10	1 660,64	1 660,64	0	0	416,99	416,99	0	0
май.10	4 317,16	3 445,46	0	0	1 063,96	698,76	0	0
апр.10	11 336,70	4 172,65	0	0	411,84	169,65	0	0
мар.10	14 483,51	3 064,99	0	0	442,91	173,81	0	0

Подводя итоги, у ЦБ отлично получалось спекулировать на спокойном рынке, а когда понадобилось реагировать на ухудшающуюся ситуацию, ничего лучше, чем потратить на интервенции более $ 29 млрд., объявить о том, что теперь рубль в свободном плавании, центральный банк не смог. Если изменение политики было запланированным, тогда возникает вопрос – почему эти меры не были предприняты год назад, когда рынок нефти был относительно стабильным (рис. 7).

Рис. 7. График цены OIL Crude Brent
за период 2013-2014 гг.

Действия игроков

После того, как ЦБ отпустил рубль в свободное плавание, это сыграло на руку крупным спекулянтам. «Кот из дома мыши в пляс».

Давайте проанализируем текст[5] постановления ЦБ более детально. С одной стороны, ЦБ напугал участников, потому что отдал валютный рынок на съедение спекулянтам, с другой стороны, оставил за собой возможность неограниченных спекуляций.

---

[5] Информация Банка России от 10 ноября 2014 г. «О параметрах курсовой политики Банка России»

Банк России с 10 ноября 2014 г. упразднил действовавший механизм курсовой политики, отменив интервал допустимых значений стоимости бивалютной корзины (операционный интервал) и регулярные интервенции на границах указанного интервала и за его пределами. При этом новый подход Банка России к проведению операций на внутреннем рынке не предполагает полного отказа от валютных интервенций, их проведение возможно в случае возникновения угроз для финансовой стабильности. В то же время в рамках нового режима валютного курса операции на внутреннем валютном рынке будут преимущественно осуществляться на возвратной основе.

В результате реализации принятого решения формирование курса рубля будет происходить под влиянием рыночных факторов, что должно способствовать усилению действенности денежно-кредитной политики Банка России и обеспечению ценовой стабильности. Кроме того, новый подход к проведению операций на внутреннем валютном рынке будет способствовать более быстрой адаптации экономики к изменениям внешних условий и увеличит ее устойчивость к негативным шокам. [5]

В какой-то момент валютный рынок секции рубль/доллар стал абсолютно диким: то расстояние, которое ранее рынок преодолевал за несколько лет, в этот период проходило за 3-5 дней. Огромная волатильность по валюте приводила к тому, что в расчетном фьючерсе на рубль/доллар Si-12.14[6], достигались верхние лимиты, установленные биржей, так называемые «планки», ситуации, когда остаются одни покупатели, а продавцы по текущим ценам продавать отказываются. Настоящий кошмар для трейдеров, играющих на понижение. Без расширения лимитов со стороны биржи ситуацию не разрешить (рис. 8).

Рис. 8. Достижение верхнего лимита на фьючерсе Si-12.14 в ходе торгов от 07.11.14 г. за 1 день до введения плавающего валютного курса

Рис. 9. Достижение нижнего лимита на фьючерсе Si-12.14 в ходе торгов от 10.11.14 г. после введения плавающего валютного курса

[6] Si-12.14-расчетный фьючерс на курс рубль-доллар США, экспирация декабрь 2014 г.

С другой стороны, удерживать длинные позиции по рубль/доллару стало гораздо более рискованным делом, так как теперь действия ЦБ стали непредсказуемыми для участников рынка, размер интервенций так же остается загадкой, поэтому мы видим столь сильные падения внутри дня, когда падения вызваны фиксацией прибыли участниками, рискующие перерасти в панические падения, и уже на следующий день торгов, мы видим достижение нижних лимитов по фьючерсу Si-12.14 (рис. 9).

Ближайшее будущее

На текущий момент у нас есть Центральный Банк Российской Федерации, который принимает по сути верные, но запаздывающие решения и валютный рынок, который перешел от режима регулируемого валютного курса к плавающему курсу, что означает, что мы, с большой вероятностью увидим еще одну атаку спекулянтов на рубль, и как следствие торги за отметкой 50 руб. за доллар. Предсказать насколько сильным будет движение невозможно, потому что этот рынок сейчас во власти эмоций, но этот процесс необходим, чтобы все спекулянты убедились в «плавучести» рубля. Важным отличием будет то, что в этом валютном скачке принимает участие огромное количество спекулянтов, действия которых могут стать саморазрушительными. Будут действовать два основных драйвера – жадность для роста и резкая смена настроений на страх потерь, и последующее падение.

Что гораздо важнее, так это ответ ЦБ на неминуемую попытку спекулянтов сыграть против рубля, но уже в условиях плавающего валютного курса, и есть ли на это достаточные средства. Главное, чтобы это был комплекс мер: резких и адекватных.

Реальностью остается тот факт, что котировки рубль/доллар переставлены на новые ценовые уровни, благодаря проблемам российской экономики. Произошли кардинальные перемены, своего рода тектонический сдвиг на российском валютном рынке, сопровождаемый землетрясением, после которого остается только адаптироваться к изменившимся условиям. Про доллар по 32 рубля придется забыть на очень длительный срок. Отделить фундаментальную стоимость от эмоциональной надбавки очень сложно, но на момент написания статьи 01.12.2014 г., ориентиром бы послужил следующее предположение, что, как только эмоциональная составляющая торгов от перехода к плавающему валютному курсу спадет, рубль стабилизируется на отметке 47-50 руб. при умеренном сценарии развития российской экономики: не ухудшающиеся ключевые макропоказатели, 50-53 руб. при негативном сценарии, когда либо рост экономики прекратится, либо ухудшится ситуация с уровнем безработицы.

Список литературы

1. Информационно-аналитический отдел министерства финансов Российской Федерации. Режим доступа: http://info.minfin.ru/gdp.php. (Дата обращения - 25.11.2014).
2. Федеральная служба государственной статистики. Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d03/36.htm. (Дата обращения - 25.11.2014).

3. Федеральная таможенная служба. Режим доступа: http://www.customs.ru/index.php?option=com_content&view=article&id=13858&Itemid=2095. (Дата обращения - 25.11.2014).
4. Центральный банк России. Режим доступа: http://www.cbr.ru/DKP/?PrtId=e-r_policy. (Дата обращения - 25.11.2014).
5. Лиховидов В.Н. Фундаментальный анализ мировых валютных рынков. Владивосток - 1999 г.
6. Фридрих А. Хайек. Частные деньги. KOLONNA Publications – 1996 г.
7. Кейнс Д.М. Общая теория занятости, процента и денег.
8. Р. Строуп, Дж. Гвартни. Азбука экономики. ISBN 5-88662-032-X.
9. Джеймс К. Ван-Хорн. Основы финансового менеджмента. И.Д. Вильямс 2008.
10. Сорос Дж. Алхимия финансов. – М.: Инфра-М, 1996.
11. Niemira M.P., Zukovski G.F. Trading the Fundamentals (The trader's complete guide to interpreting economic indicators & monetary policy). - IRWIN, Chicago e.a., 1994.
12. Rothstein N.H. The Handbook of Financial Futures. A Guide for Investors and Professional Financial Managers. – McGraw-Hill Book Company, New York,1984.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Жарков А.В. Тектонические сдвиги на российском валютном рынке // Пермский финансовый журнал. 2014. № 2 (11). С. 4 – 20

Anton V. Zharkov

Director "Financial Laboratory JD Finance",
Senior Lecturer
Perm State University, Department of Finance, Credit and Stock Business
Perm, Russia

"Tectonic shift" in Russian currency market

Abstract. In this article author studies the dynamic of exchange rate Russian ruble-US Dollar during the period from June 2014 to November 2014. There are elements of technical analysis of exchange trades in section RUB/USD, main historically important points are outlined, levels of support and resistance are mentioned.

There is an attempt to analyze the nature of passed impetuous movement of Russian ruble with respect to US dollar, actions of speculators and central bank of Russia. Such instruments as USDRUB_TOD, USDRUB_TOM on currency spot section, and future contract Si-12.14 are shown to see full perspective of taking place process.

Conditions that led to a birth of a strong bull market in section RUB/USD are shown, also some macro indexes, that are capable to influence currency rate such as: inflation rate, economic growth, unemployment rate-are analyzed. There is a comparison of Russian stock market, represented by RTS index with American stock market, represented by S&P500 index and German stock market, represented by DAX index.

There is an appraisal of Central Bank actions in terms of amount and timing of currency interventions, and following reaction of market participants, character of currency and futures trades. Also the structure of currency basket and parameters of its regulation are studied.

The conditions in which the transition from policy of regulated currency rate to floating currency rate such as: oil prices, are also subjects of study. The text of resolution of Russian Central Bank is studied in details in order to understand the nature of significant fluctuation on currency market and probably find some basement for future ruble rate.

Key words: currency rate, Ruble, USD, currency market, stock market, Central Bank, speculators, interventions, floating currency rate, futures, RTS, S&P500, DAX.

References

1. Information and analytics of ministry of finance of Russian Federation, available at: http://info.minfin.ru/gdp.php (Accessed 25 November 2014).
2. Federal service of state statistics of Russian Federation, available at: http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d03/36.htm (Accessed 25 November 2014).
3. Federal custom service of Russian Federation, available at: http://www.customs.ru/index.php?option=com_content&view=article&id=13858&Itemid=2095 (Accessed 25 November 2014).
4. Central Bank of Russian Federation, available at: http://www.cbr.ru/DKP/?PrtId=e-r_policy (Accessed 25 November 2014).
5. Lihovidov, V.N. (1999), Fundamental'ni analiz mirovih valutnih rinkov [Fundamental analyses of currency markets], Vladivostok, Russia.
6. Hayek, F.A. (1996), Chastnie den'gi [Private money], University of National Model Economy.
7. Keynes, John Maynard (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, London: Macmillan (reprinted 2007).
8. James, D. Gwartney and Richard, L. Stroup (1993), What Everyone Should Know About Economics And Prosperty.
9. James Van-Horn (2008), The basics of financial management. Williams.
10. Soros, G. (1988), The Alchemy of Finance. Simon & Schuster, (paperback: 2003, Wiley).
11. Niemira, M.P., Zukovski, G.F. (1994), Trading the Fundamentals (The trader's complete guide to interpreting economic indicators & monetary policy). - IRWIN, Chicago e.a.
12. Rothstein, N.H. (1984), The Handbook of Financial Futures. A Guide for Investors and Professional Financial Managers. – McGraw-Hill Book Company, New York e.a.

Please cite this article in English as:

Zharkov, A.V. (2014), “Tectonic shift” in Russian currency market”, *Perm Financial Review*, no. 2 (11), pp. 4 – 20.

УДК 336.74(07)

Осколкова Наталья Сергеевна

старший преподаватель кафедры «Финансы»,
ФГАОУ ВПО «Сибирский федеральный университет»,
Институт экономики, управления
и природопользования, г. Красноярск

ONS24@mail.ru

Транспарентность центральных банков – необходимое условие успешной реализации монетарного регулирования

Аннотация. В рыночных условиях вопросам, касающимся статуса центральных банков, придается очень важное значение. Наряду с независимостью важной характеристикой деятельности центрального банка является его транспарентность. Степень независимости и транспарентности центрального банка во многом определяет его роль в экономических процессах, происходящих в стране. Сегодня представители центральных банков мира все больше понимают важность прозрачности денежно-кредитной политики и предпринимают действия по повышению транспарентности регулятора. Проблема повышения транспарентности особо актуальна для Банка России. Если по уровню независимости Банк России входит в группу стран с высоким показателем, то по степени транспарентности – в группу с наименьшей информационной открытостью. Повышение транспарентности центрального банка является, с одной стороны, самостоятельной задачей, в то же время она должна решаться совместно с задачей повышения уровня независимости регулятора. В связи с этим целесообразно рассмотреть основные аспекты транспарентности центральных банков. В статье отражены характеристики, направления, способы оценки, сильные и слабые стороны информационной открытости денежных властей. Приведены примеры реализации инструментов информационной политики центральными банками различных стран. Проанализирована транспарентность Банка России в условиях перехода к режиму инфляционного таргетирования, выявлены используемые инструменты информационной политики и направления улучшения взаимодействия регулятора и общества. Банк России успешно пользуется традиционными методами коммуникации с общественностью и рынками путем публикации оценок и аналитических обзоров, но сильно отстает в использовании современных методов – таких как разъяснение своих прогнозов.

Ключевые слова: независимость, транспарентность, центральный банк, монетарная политика, информационная политика, информационная открытость, инфляционное таргетирование.

Одним из самых актуальных направлений теории денежно-кредитного регулирования является исследование институциональных аспектов деятельности центральных банков. Его сторонники утверждают, что обеспечение стабильных и низких темпов инфляции напрямую зависит от степени независимости и транспарентности деятельности денежных властей.

Главным звеном современной банковской системы любого государства является центральный банк (далее - ЦБ) страны, играющий важнейшую роль в защите и обеспечении устойчивости национальной денежной единицы,

© Осколкова Н.С., 2014

проведении денежно-кредитной политики. Как правило, основным правовым актом, регулирующим деятельность ЦБ (национального банка, государственного банка) страны, является закон о ЦБ.

Именно им устанавливается организационно - правовой статус ЦБ, процедура назначения или выборов его руководящего состава, порядок взаимоотношений с правительством, закрепляются цели деятельности, основные функции и задачи, а также определяются инструменты и методы проведения денежно-кредитной политики.

Известно, что для большей эффективности проведения денежно-кредитной политики, ее необходимым условием является определенный уровень независимости ЦБ от других органов государственной власти. Но не менее важное место в последних исследованиях функционирования ЦБ занимает проблема обеспечения транспарентности его деятельности.

В условиях развития финансовых рынков и возрастающей глобализации изучение категории «транспарентность» является чрезвычайно важным для понимания ее сущности и требований, предъявляемых к институтам, функционирующим в финансовом секторе экономики, в первую очередь, к ЦБ.

В последнее десятилетие не только в России, но и во всем мире вопрос статуса ЦБ является одним из наиболее обсуждаемых и противоречивых. В частности, противники независимого статуса ЦБ ссылаются на разрушительные последствия финансовых кризисов, обусловленных в немалой степени действиями самоуверенных, непрофессиональных, находящихся вне общественного контроля руководителей ЦБ. Итогом дискуссии стало признание независимости качеством, присущим современному цивилизованному ЦБ. Но столь же универсальным и бесспорным стал постулат о прозрачности не только отчетности, но и действий ЦБ в области денежно-кредитной и валютной политики.

Отражением этого компромисса является подготовленный МВФ в 1999 – 2000 гг. «Кодекс надлежащей практики обеспечения прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике». В нем закрепляется целесообразная практика обеспечения прозрачности, которой следует придерживаться ЦБ в проведении денежно-кредитной политики:

1) ясность функций, обязанностей и задач ЦБ;

2) процедуры принятия и доведения до сведения общественности решений ЦБ о проводимой политике;

3) доступность для общественности информации о денежно-кредитной политике;

4) подотчетность и гарантии добросовестности ЦБ.

Первым концепцию транспарентности денежной политики выдвинул экономист Федерального резервного банка Ричмонда (США) Марвин Гудфренд. Открытость и транспарентность, которые он рассматривал, были политическими и процедурными. Представленные М. Гудфрендом аргументы начали

использоваться с конца 1980-х гг. ФРС США для обоснования публикации протоколов и директив Федерального комитета по открытому рынку. [5]

Интерес к проблеме транспарентности деятельности ЦБ вызван следующими проблемами:

- во-первых, повышение независимости ЦБ влечет за собой увеличение требований к подотчетности денежных властей;

- во-вторых, обострение проблемы ожиданий экономических агентов, в частности, на финансовых рынках. Даже незначительные колебания в ожиданиях могут препятствовать проведению оптимальной денежно-кредитной политики, и считается, что повышенная транспарентность ЦБ придаст больше доверия к его политике и позволит сделать ее более эффективной. [3]

В современной истории можно назвать, по меньшей мере, два события, в которых управление ожиданиями сыграло ключевую роль в макроэкономической стабилизации: валютная интеграция Восточной и Западной Германии в начале 1990-х гг. и формирование еврозоны в начале 2000-х гг.

Транспарентность стала существенной нормой деятельности ЦБ. В наибольшей степени транспарентности придерживаются ЦБ – приверженцы инфляционного таргетирования.

Транспарентность имеет четыре характеристики:

- доступность (открытость) информации - регулятор должен в открытом доступе или по первому запросу предоставлять информацию о своей деятельности;

- полнота охвата информации - необходимо предоставлять достаточный объем информации, чтобы объяснить как прошлые, так и будущие меры денежно-кредитной политики;

- своевременность информации - информация должна предоставляться с минимальным запаздыванием во времени, она должна включать прогнозы будущего состояния экономики и действий властей;

- целостность информации - инструменты и каналы информационной политики должны быть совместимы друг с другом и скоординированы: в противном случае меньшая транспарентность оказывается более предпочтительной.

Публичным раскрытием информации называется акт представления информации или данных всем заинтересованным лицам в удобной и легко доступной форме. Примерами форм публичного раскрытия информации являются устные или письменные заявления представителей ЦБ, публикации в официальном бюллетене, газете, отчете или отдельном документе, а также информация, размещенная на сайте.

Публичное раскрытие информации происходит определенным способом, называемым инструментом информационной политики ЦБ.

К инструментам относятся такие способы как пресс-релиз, пресс-конференция, стенограмма пресс-конференции, протокол собраний совета директоров или комитета по денежно-кредитной политике, сведения о голосовании на совете, отчеты, публикации: прогнозов, статистических данных, рыночных обзоров.

Кроме того, практикуются общественные слушания, публичное выступление, брифинг, интервью руководителя ЦБ и ведущих специалистов, а также исследовательские публикации и конференции, информационные листки, видео и компьютерные игры, организация и проведение школьных и студенческих олимпиад, приглашения посетить ЦБ.

Инструменты используются по различным информационным каналам, к которым относятся телевидение, радио, и/или печатные и электронные СМИ, интернет-сайт, собственные бумажные и электронные издания и прямое взаимодействие.

Для исследования степени применения инструментов информационной политики используется оценка реализации ее возможностей. Результат оценки определяется следующим образом: каждый из инструментов представляет собой бинарную переменную с возможным ответом «да» или «нет». В итоге подсчитывается процент положительных ответов, что и составляет оценку степени использования инструментов информационной политики.

Если сравнивать ведущие ЦБ по степени использования инструментов информационной политики, то можно заметить, что все они стараются задействовать их как можно больше. Лидером в этом отношении является ФРС США, используя почти 90% всех возможных инструментов. В ЕЦБ, Банке Англии, Банке Канады, Банке Японии этот показатель имеет высокое значение – не менее 74%. Еще десятилетие назад исследования показывали, что данный показатель Банка России составлял всего 42%. [6]

Транспарентность и ответственность ЦБ, как и его независимость, должны институционально закрепляться (оформляться в законодательстве). Денежные власти должны раскрывать информацию в следующих направлениях (виды транспарентности):

- транспарентность целей денежно-кредитной политики: раскрытие информации о целях и количественных ориентирах денежно-кредитной политики (политическая открытость);

- транспарентность экономических данных: раскрытие макроэкономических данных, моделей и прогнозов, используемых при принятии решений (экономическая открытость);

- транспарентность процедур денежно-кредитной политики: раскрытие информации о внутреннем процессе принятия решений, включая стенограммы, протоколы или отчеты комитета по денежно-кредитной политике (процедурная открытость);

- транспарентность реализации денежно-кредитной политики: раскрытие информации о мерах по достижению целей денежно-кредитной политики, мотивах принятия решений, возможных будущих действиях (стратегическая открытость);

- операционная (или рыночная) транспарентность: раскрытие информации о результатах и эффектах политики, а также ошибках и издержках регулирования, включая точность прогнозов.

Виды транспарентности являлись объектами глубоких научных исследований экономистов – практиков, особенно на этапе становления института транспарентности ЦБ.

Политическая открытость была проанализирована экономистами Банка Англии К. Ноланом и Э. Шалингом (1996 г.) Они показывали, что снижение неопределенности о предпочтениях ЦБ уменьшает инфляционное смещение, т. е. ценовую инерцию.

О. Иссинг (1999 г.), входящий в правление ЕЦБ, изучал процедурную открытость, в частности обнародование стенограмм заседаний комитетов ЕЦБ. Это и аналогичные исследования говорят в пользу транспарентности денежной политики, поскольку она снижает изменчивость инфляции, безработицы и, в конечном счете, увеличивает благосостояние общества.

Шведские экономисты Дж. Фауст и Л. Свенсон занимались изучением рыночной открытости. Проведенный анализ показывает, что транспарентность, по их выражению, «почти всегда» выгодна обществу, однако она часто не выгодна центральному банку, который предпочитает действовать по собственному усмотрению, стремясь к неизвестным обществу специфическим целям денежной политики.

Экономисты финского ЦБ Дж. Таркка и Д. Майерс рассматривали различные типы экономической открытости и акцентировали свое внимание на неопределенности ожиданий. В их модели общество не только не осведомлено о предпочтениях ЦБ, но также ничего не знает об оценке ЦБ инфляционных ожиданий самого общества. Публикация прогнозов денежных властей служит средством коммуникации, устраняет неопределенность и повышает предсказуемость денежной политики.

Таким образом, теоретически транспарентность деятельности ЦБ приносит целый ряд выгод:

- снижение неопределенности и информационной асимметрии;
- повышение предсказуемости денежно-кредитной политики;
- увеличение экономического благосостояния общества благодаря точному прогнозированию и планированию;
- уменьшение инфляционной инерции;
- повышение гибкости реакции экономики на шоки;
- повышение подотчетности ЦБ обществу;
- улучшение репутации ЦБ и повышение доверия к его политике.

Среди наиболее важных эффектов транспарентности следует отметить повышение подотчетности ЦБ обществу. Она является важным противовесом независимости денежных властей. Раскрытие информации стимулирует регулятора действовать в интересах общества и нести ответственность за принятые обязательства. В свою очередь, при улучшении практики раскрытия информации регулятор может рассчитывать на поддержку своей независимости со стороны общества.

Вторым немаловажным эффектом транспарентности является повышение экономической эффективности. Предсказуемость денежно-кредитной политики, публикация прогнозов и разъяснения текущей конъюнктуры позволяют участникам рынка принять более взвешенные и верные экономические решения. Хорошо информированные игроки финансового рынка могут точнее предсказывать будущие меры денежно-кредитной политики и минимизировать риски. В результате эффективность рынка на макроэкономическом уровне повышается. [4]

Ведущие ЦБ: Новой Зеландии, Швеции, Великобритании, Канады, еврозоны и ряда др. стран в большей степени уделяют внимание транспарентности целей и процедур денежно-кредитной политики, а также экономических данных. В меньшей степени – разъяснению текущих решений и их результатов (табл. 1). Однако во всех случаях уровень транспарентности достигает не менее 60% от потенциального значения. [6]

Таблица 1

Раскрытие информации ведущими центральными банками

Направление транспарентности	Значение
Транспарентность целей	0,9
Транспарентность экономических данных	0,85
Транспарентность процедур денежно-кредитной политики	0,7
Транспарентность реализации денежно-кредитной политики	0,6
Операционная транспарентность	0,6

Если сравнить с ситуацией в России, то можно сказать, что ЦБ РФ беспрецедентно выглядит в плане обнародования экономических данных и довольно слабо в части раскрытия принятия решений (табл. 2). [5]

Таблица 2

Раскрытие информации ЦБ РФ

Направление транспарентности	Значение
Транспарентность целей	1,0
Транспарентность экономических данных	1,0
Транспарентность процедур денежно-кредитной политики	0
Транспарентность реализации денежно-кредитной политики	1,0
Операционная транспарентность	0,3

Разъяснения политики регулятора в той или иной форме существует во всех странах. Например, в США принято публиковать протоколы заседания Федерального комитета по операциям на открытом рынке, который, в частности, принимает решения об изменении краткосрочной процентной ставки. Кроме того, глава ФРС США регулярно выступает с отчётом перед Конгрессом. [6]

Доводы против транспарентности обоснованы, когда конечной целью денежно-кредитной политики является экономический рост или занятость, а не стабильность цен. Достижение максимально возможного ВВП и занятости ввиду краткосрочности влияния ЦБ на обе переменные заставляет его поощрять неожиданную инфляцию. [3]

С ее помощью денежные власти могут подстегивать экономический рост на непродолжительном периоде времени, пока он не будет нивелирован инфляцией. В таком случае ЦБ не заинтересован в обнародовании своих действий, иначе он будет не в состоянии провоцировать неожиданную инфляцию.

Кроме того, теоретические доводы против транспарентности возникают при моделировании информационного обмена. Как известно, на рынке действуют различные поставщики информации. Наряду с денежными властями информацию поставляют также представители частного сектора. В результате между регулятором и частным сектором возникает своеобразная информационная игра. Каждый из рыночных участников опирается на собственную модель при принятии решений и формировании ожиданий. Они понимают, что другие участники используют различные модели и данные. Если принять во внимание, что решения других участников влияют на экономическую конъюнктуру, все игроки вынуждены в дополнение к своим частным выводам принимать в расчет некоторое «среднее мнение».

В результате учета всего разброса мнений консенсус-прогноз, как правило, оказывается завышенным. Смещение в пользу пессимистических прогнозов возникает из-за более высокого неприятия частным сектором рисков в сравнении с государственным сектором или другими игроками информационного рынка, не занимающихся извлечением прибыли. Кроме того, отслеживание мнений привносит инерционный элемент в формирование ожиданий, что препятствует быстрой реакции рынка. ЦБ приходится участвовать в своеобразном «конкурсе», где представлены разнообразные мнения, оценки и прогнозы.

Некоторые экономисты полагают, что в таких условиях более точная информация регулятора может быть даже излишней. Возрождения против большей транспарентности властей появляются, если в расчет принимать издержки информационной политики. ЦБ необходимо иметь квалифицированный штат экспертов и нести расходы на обнародование информации. Издержки оправданы, если прогнозы и оценки регулятора оказываются более точными, нежели мнения частного сектора. С другой стороны, денежные власти могут быть заинтересованы в заниженных прогнозах, поскольку они стремятся оказать давление на рыночные ожидания или просто заботятся о своей консервативной репутации. [6]

Предметом изучения А. Цукермана (1999 г.) была публикация прогнозов ЦБ, т. е. экономическая открытость. Он пришел к выводу, что обнародование

прогнозных данных видоизменяет асимметрию информации о шоках и снижает благосостояние. Прогнозы включаются агентами в инфляционные ожидания, что уменьшает способность денежных властей стабилизировать ВВП и шоки предложения. [7]

Более поздние исследования П. Гераатц (2001 г.) эффектов открытости экономических прогнозов с использованием гипотезы рациональных ожиданий позволили сделать противоположные выводы по сравнению с А. Цукерманом: открытость позволяет улучшить репутацию ЦБ, снизить инфляционное смещение и повысить гибкость реакции на шоки. [8]

Аргументы против транспарентности зависят, в основном, от используемого типа моделей. Такое положение дел, к сожалению, не позволяет однозначно сказать «да» или «нет» открытости и транспарентности.

В конечном счете, руководство ЦБ останавливается на варианте умеренной информационной политики, не сильно увеличивающей его административно-хозяйственные издержки. Кроме того, оптимальной становится информационная политика, где предельные издержки по анализу и обработке информации сопоставимы с аналогичными издержками частного сектора. В таком случае распространение регулятором информации, - по качеству не хуже частной, - сокращает стимулы приобретения частной информации, что склоняет рынок к использованию оценок и прогнозов властей и оказывается выгодным для общества в целом.

Как и в случае с индексами независимости ЦБ, методы оценки индекса транспарентности в значительной мере субъективны.

Кроме того, если индексы независимости уже приобрели международное признание, то индексы транспарентности пока остаются фактически экспериментальными. В то же время это не означает низкой важности транспарентности, а, скорее, свидетельствует о сложности ее измерения.

На основе классификации видов транспарентности С. Эйффингером (Eijffinger S.C.W.) и П. Гераатц (Geraats P. M.) был построен индекс транспарентности ЦБ. Каждый из видов транспарентности представляет собой отдельный подиндекс и оценивается по трехбалльной шкале. Итоговое значение данного индекса является суммой полученных подиндексов. Максимально возможное значение (15) соответствует наивысшей степени транспарентности. [2]

Проведенные исследования показывают, что разброс значений индексов транспарентности ЦБ в различных странах и регионах мира достаточно велик (табл. 3 и 4).

В настоящее время по степени транспарентности лидируют Западная Европа и Океания, а отстают Северная Африка и Южная Азия. В десятке стран с наиболее транспарентными денежными властями на первые места вышли Резервный банк Новой Зеландии, шведский Риксбанк и Банк Англии. Примечательно, что в списке лучших оказались Чешская Республика, Филиппины и Венгрия.

Таблица 3

Средняя транспарентность центральных банков в регионах мира [6]

Регион	Индекс
Западная Европа	10,9
Океания	9,5
Северная Америка	8,65
Азия	7,5
Восточная Европа	6,0
Латинская Америка	5,8
Африка	5,4
Россия	2,5

Банк России входит в группу с наименьшей информационной транспарентностью и находится в одном ряду с центральными банками Сальвадора, Бахрейна, Украины и Катара. По транспарентности он уступает даже странам Африки, где среднее значение индекса составляет 5,4 балла, и тем более Европе, где оно достигает свыше 10 баллов. [2]

Таблица 4

Страны с наибольшей и наименьшей транспарентностью деятельности центрального банка [3,6]

№	Наибольшая транспарентность		Наименьшая транспарентность	
	Страна	Индекс	Страна	Индекс
1	Швеция	13,5	Саудовская Аравия	0,0
2	Новая Зеландия	13,0	Аруба	0,5
3	Великобритания	12,0	Эфиопия	1,0
4	Чешская республика	11,5	Ливия	1,0
5	Канада	10,5	Бермуды	1,0
6	Еврозона	10,5	Кувейт	1,0
7	Филиппины	10,0	Йемен	1,0
8	Япония	9,5	Замбия	1,5
9	Венгрия	9,5	Сьерра-Леоне	1,5
10	Швейцария	9,5	Гайана	1,5

С точки зрения международных норм, нормативно-правовые требования к раскрытию информации Банком России невысоки. Федеральный закон от 10 июля 2002 г. № 86 «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» предусматривает всего пять форм подотчетности перед Государственной Думой и раскрытия информации о деятельности регулятора: годовой отчет Банка России; ежегодный правовой акт «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики» на текущий год и среднесрочную перспективу; проверка Счетной палатой финансово-хозяйственной деятельности Банка России; парламентские слушания о деятельности ЦБ; доклады председателя Банка России о деятельности возглавляемого им ведомства при предоставлении годового отчета и «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики». [1]

За последние годы Банком России был достигнут определенный прогресс в раскрытии информации о своей деятельности, а также о состоянии банковского сектора. Это обусловлено, в том числе, переходом к режиму инфляционного таргетирования, декларируемого в качестве стратегического направления денежной политики Банком России еще с 2000 г.

С целью увеличения открытости и прозрачности своих действий и повышения доверия общества к проводимой политике Банк России регулярно публикует на своем сайте информационные материалы, нормативно-правовые акты, а также текущую макроэкономическую и финансовую статистику. Есть практика обсуждения проектов нормативных актов и достаточно широкое сотрудничество с банковскими ассоциациями. Представители Банка России часто выступают на конференциях. [9]

Это обеспечивает рост информационной открытости только по одному из направлений. Информация о процессе принятия решений Банком России по вопросам денежной политики остается недоступной. [2]

С 2009 г. Банк России начал сопровождать комментариями решения по поводу изменения процентных ставок и других предпринимаемых мероприятиях денежной политики. С 2013 г. выступления в СМИ председателя Банка России стали более частыми, подробными и содержательными. Особенно стоит отметить разъяснения о действиях регулятора в период нестабильного курса рубля осенью 2014 г., направленные на повышение предсказуемости реакции финансовых рынков.

Финансовые аналитики едины во мнении, что у Банка России с годами возросли информационная открытость и доступность экономико-статистических данных, готовность руководства Банка России поддерживать диалог с профессиональным сообществом и предпринимать шаги по разъяснению денежно-кредитной политики.

По мнению автора, низкий показатель у Банка России обусловлен недостаточностью использования таких инструментов информационной политики, как: проведение пресс-конференций с публикацией ее стенограммы, публикацией протоколов собрания совета директоров по вопросам денежно-кредитной политики со сведениями о голосовании, а также участие в образовательной деятельности: в экономическом образовании и общественном понимании политики банка. Большинство мероприятий информационной политики не имеет системной основы и носит эпизодический характер.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что информационная открытость центрального банка является неотъемлемым условием эффективной денежно-кредитной политики. Не подлежит сомнению то, что именно открытость, транспарентность политики регулятора может иметь перспективу в долгосрочном периоде и стать тем самым стратегическим ориентиром в деятельности любого ЦБ. Банку России необходимо продолжать начатое на протяжении последних лет повышение транспарентности своей деятельности в рамках перехода к режиму инфляционного таргетирования.

Список литературы

1. Федеральный закон от 10.07.2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».
2. Ахметчина А.В. Независимость центрального банка в системе факторов долгосрочного экономического роста // Экономические науки. 2011, № 1(74), с. 280 - 283.
3. Восканян М.А. Институциональные аспекты монетарной политики: иллюзия или необходимость? // Банковское дело. 2012, № 4, с. 43-48.
4. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие. - М.: Экономистъ. 2005. – 652 с.
5. http://economics.ru. (Дата обращения 10.09.2014).
6. Транспарентность денежно-кредитной политики и повышение требований к раскрытию информации Банком России: аналитический отчет / авторский коллектив, научн. рук. С. Р. Моисеев // Центр экономических исследований Московской финансово-промышленной академии. Москва, 2008. – 28 с.
7. Cukeirman, A. Accountabiliti, Credibiliti, Transparency and Stabilizaition Policy in Eurosystem. Mimeo, Tel-Aviv University, 1999.
8. Geraats, P. Why Adopt Transparency? The Publicaition of Central Bank Forecasts. ECB Working Paper. 2001. № 41.
9. Центральный банк Российской Федерации. Режим доступа: http://www.cbr.ru/today. (Дата обращения 25.10.2014).

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Осколкова Н.С. Транспарентность центральных банков – необходимое условие успешной реализации монетарного регулирования // Пермский финансовый журнал. 2014. № 2(11). С. 21 – 32

Natalya S. Oskolkova

Senior lecturer,
Siberian Federal University, Institute of Economics, Management and Environmental Studies, Finance Department
Krasnoyarsk, Russia

The Transparency of a Central Bank as a Requisite for an Effective Monetary Regulation

---

Abstract. In the market environment the issues about central banks' status are valued greatly. Along with central bank's independence, transparency is a significant feature of a central bank functioning. The degree of central bank's independence and transparency identifies its role in a country's economic processes to a large extent. Nowadays members of central banks have a clear understanding of the

monetary management's importance and they initiate the increase of the regulating element's transparency. For The Bank of Russia the issue of the growth of the central bank transparency is particularly urgent. While The Bank of Russia is a peer to the countries with a high indicator of independence, it is a member of the group of the countries with the lowest informational transparency. On the one hand, the increase of the central bank transparency is of its own significance. On the other hand, the issue is determined by solving the problem of the growth of the regulating element's independence simultaneously. So, there a sufficient reasons for analyzing the basic constituents of a central bank transparency. The article covers characteristics, areas of activity, ways of rating, strengths and weaknesses of the financial authorities' informational openness. The implementation of different transparency instruments used by central banks of many countries is exemplified. The research paper focuses on the analysis of The Bank of Russia's transparency under the circumstances of moving to the mode of inflation targeting. Informational policy tools applied and ways of improving the regulating element and the society interaction are identified. The Bank of Russia makes a successful use of such traditional methods of communication with the society and markets as manifestations of rates and analytic surveys, but it is behindhand in exploitation of some modern techniques like clarification of The Bank of Russia's predictions.

Keywords: transparency, independence, central bank, monetary policy, informational openness, informational policy, inflation targeting.

References

1. O Central'nom banke Rossijskoj Federacii [About the Central Bank of Russian Federation]: Federal'nyj zakon [Federal Law] ot 10.07.2002 № 86 - FZ.
2. Ahmetchina, A.V. (2011), "Independence of a central bank in the system of factors of long-term economic growth", *Economicheskie nauki* [Economic science], no. 1(74), pp. 280-283.
3. Voskanyan, M.A. (2012), "Institutional aspects of monetary policy: are they an illusion or need?", *Bankovskoe delo* [Banking], no. 4, pp. 43 – 48.
4. Moiseev, S.R. (2005), *Denezhno-kreditnaja politika: teorija i praktika: ucheb. posobie* [Money and credit policy: theory and practice: study quid], Economist, Moscow, Russia.
5. http:// economics.ru, (Accessed 10 September 2014).
6. Moiseev, S.R. (ed.) (2008), Transparentnost' denezhno-kreditnoj politiki i povyshenie trebovanij k raskrytiju informacii Bankom Rossii: analiticheskij otchet / avtorskij kollektiv, nauchn. ruk. S.R. Moiseev [Transparency of monetary policy and the increasing reguirement for information disclosure of Central Bank of Russia: analytical report], Center for economic research of the Moscow financial-industrial Academy, Moscow, Russia.
7. Cukeirman, A. (1999), *Accountabiliti, Credibiliti, Transparency and Stabilizaition Policy in Eurosystem,* Mimeo, Tel-Aviv.
8. Geraats, P. (2001), "Why Adopt Transparency? The Publicaition of Central Bank Forecasts", *ECB Working Paper*, no. 41, pp. 7 – 35.
9. http://www.cbr.ru/today, (Accessed 25 October 2014).

Please cite this article in English as:

Oskolkova, N.S. (2014), "The Transparency of a Central Bank as a Requisite for an Effective Monetary Regulation", *Perm Financial Review,* no. 2(11), pp. 21 – 32.

УДК 336.7

Шапошников Иван Григорьевич

к.э.н., доцент кафедры финансов, кредита и биржевого дела, ФГБОУ ВПО «Пермский государственный национальный исследовательский университет», г. Пермь

IGS2008@yandex.ru

Категория «инвестиционная банковская деятельность» и ее правовое регулирование в России

Аннотация. В статье рассматриваются методологические и правовые аспекты инвестиционной банковской деятельности в России. Автором выявляется зависимость между стадией жизненного цикла компании и потребностями в банковских услугах (в том числе инвестиционного характера). Предлагается особенный подход к понятию категории инвестиционной банковской деятельности, под которой понимается совокупность определенных банковских операций в инвестиционной сфере в интересах банка, либо клиента.

Автором приводится детальный перечень инвестиционных банковских операций, для каждой из которых формулируется своя дефиниция. Ключевыми из них являются привлечение и размещение капитала, документарные операции, хеджирование рисков, торговые операции на финансовых рынках, структурные преобразования, консалтинг. Правовое регулирование рассматриваемых отношений в России представлено совокупностью отдельных норм в области инвестиционной, кредитной, фондовой, банковской деятельности. Автором систематизируются основные положения наиболее крупных законодательных актов: выявляется область, объект, субъект регулирования, права и обязанности участников отношений и пр.

В результате формируется вывод о характере и степени возможного участия банков в инвестиционных процессах отечественной экономики. Банк может выступать самостоятельным субъектом инвестиционной деятельности, сочетать операции коммерческого и инвестиционного характера, участвовать в деятельности фондового рынка. Указывается, что регулирование инвестиционной банковской деятельности в России носит фрагментарный характер и требует систематизации норм на законодательном уровне. Автором предпринимается попытка выявить причины и условия возникновения такого положения и предложить некоторые мероприятия для развития инвестиционных процессов.

Ключевые слова: банковская деятельность, коммерческие и инвестиционные банки, инвестирование, кредитование, ценные бумаги.

Эффективное развитие современной рыночной экономики возможно при условии надлежащего взаимодействия финансового и реального сектора. Одной из важнейших форм такого взаимодействия является инвестиционная банковская деятельность. На Западе, особенно в США, инвестиционные банки являются крайне крупными и влиятельными экономическими субъектами. Они предоставляют долгосрочное финансирование, организуют размещение ценных бумаг, способствуют слияниям и поглощениям и пр. В нашей стране банковские услуги пока носят преимущественно традиционный, коммерческий характер.

© Шапошников И.Г., 2014

Представляется, что в силу объективных причин инвестиционная банковская деятельность в России будет развиваться. В этой связи изучение ее методологических и правовых аспектов представляется актуальным.

Содержание категории «инвестиционная банковская деятельность»

Наиболее общим образом данная категория может быть охарактеризована как деятельность банковских структур в инвестиционной сфере. Инвестиционная деятельность реализуется двумя видами банковских институтов:

1. Коммерческие банки – занимаются традиционными услугами, некоторая часть которых прямо или косвенно связана с инвестированием;
2. Инвестиционные банки – предоставляют исключительно инвестиционные банковские услуги и не занимаются традиционными услугами.

Выбор между услугами коммерческих и инвестиционных банков зависит от стадии жизненного цикла компании. Обратимся к рис.1.

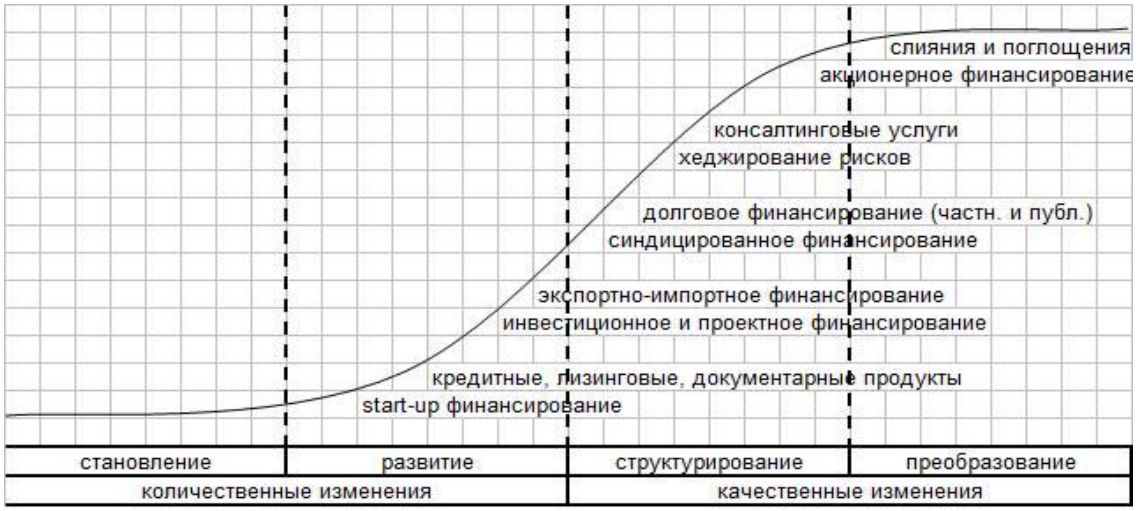

Рис. 1. Жизненный цикл компании и банковские услуги

Развитие компании может быть условно структурировано на два крупных этапа: количественные и качественные изменения.

Первый этап имеет целью достижение высоких объемных показателей: выручка, прибыль, доля рынка, капитализация, доходы инвестора. Основными задачами являются расширение ассортимента, увеличение товарооборота, наращивание персонала, развитие сети обслуживания, усиление маркетинга и пр. Компания опирается в основном на внутренние источники (технологии, компетенции, потенциал). Из внешней среды требуется привлечение ресурсов для финансирования роста. Поэтому компания использует традиционные коммерческие банковские услуги: расчетные продукты, простые формы финансирования.

Второй этап имеет целью достижение высоких показателей эффективности: диверсификация, рентабельность, устойчивость, оптимальное соотношение доходности и риска инвестора. Основными задачами являются оптимизация управления, сокращение издержек, защита технологий, глобализация

присутствия, слияния и поглощения и пр. Компания в полной мере реализовала внутренние источники, поэтому из внешней среды требуется не только привлечение не только ресурсов, но и поддержки в развитии бизнеса. Поэтому необходимы инвестиционные банковские услуги: сложные формы финансирования, хеджирование, консалтинг и пр.

Таким образом, инвестиционная банковская деятельность имеет целью удовлетворение качественно сложных потребностей компаний сегмента среднего и крупного бизнеса на поздних стадиях жизненного цикла. Это достаточно специфичный и разнородный сегмент, поэтому отсутствует единообразный подход к содержанию такой деятельности. Категория инвестиционной банковской деятельности может быть охарактеризована с помощью трех различных подходов:

1. Теоретический аспект. В научной литературе не сформирован единый подход к рассматриваемой категории. Обычно к ней относят операции инвестиционных банков, особенно выделяя их часть, связанную с фондовым рынком (андеррайтинг, брокеридж и дилинг, слияния и поглощения).

2. Практический аспект. Индуктивным образом данную категорию можно охарактеризовать как совокупность определенных операций коммерческих и инвестиционных банков (привлечение и размещение капитала, некоторые расчетные услуги, операции на финансовых рынках).

3. Правовой аспект. В российском праве не закреплено понятие банковской деятельности в принципе. Однако законом установлены понятия инвестиций и инвестиционной деятельности, а отдельные банковские операции в этой среде регулируются подзаконными актами Банка России.

Мы предлагаем свой подход, графически представленный на рис.2.

По нашему мнению, инвестиционная банковская деятельность – совокупность операций коммерческих и инвестиционных банков, связанных с организацией инвестиционных процессов и непосредственным инвестированием, выполняемых банками в своем либо клиентском интересе. К основным ее направлениям мы относим:

1. Деятельность коммерческих банков:

1.1. Традиционные банковские продукты:
1.1.1. Лизинговое финансирование – приобретение дорогостоящего имущества в интересах клиента и передача его в пользование на срочной и платной основе, с переходом права собственности или без него.
1.1.2. Документарные операции – группа банковских услуг, предназначенных для обеспечения исполнения обязательств и минимизации рисков в области торговых отношений.
1.2. Специализированное финансирование:
1.2.1. Инвестиционное и проектное финансирование – совокупность продуктов по ресурсному обеспечению капитальных вложений (развитие текущих и создание новых объектов производства, недвижимости, инфраструктуры).

Рис. 2. Инвестиционная банковская деятельность

1.2.2. Экспортно-импортное финансирование – совокупность банковских продуктов по ресурсному обеспечению внешнеэкономической деятельности предприятий.

2. Деятельность инвестиционных банков:

2.1. Привлечение капитала:

2.1.1. Синдицированное кредитование – разновидность кредитных отношений, где на стороне кредитора выступает организованная совокупность лиц на паритетной основе, предлагающая заемщику целостный кредитный продукт.

2.1.2. Прямые инвестиции – привлечение к участию в капитале и управлении квалифицированного инвестора, характеризующееся своеобразием инвестиционных условий.

2.1.3. Привлечение капитала на фондовом рынке – финансирование компании путем выпуска ценных бумаг.

2.2. Размещение капитала:

2.2.1. Управление частным капиталом – совокупность банковских услуг консультационного и операционного характера по наиболее эффективному размещению временно свободного капитала за счет и в интересах клиента.

2.3. Прочие продукты и услуги:

2.3.1. Торговые операции на финансовых рынках – совокупность мероприятий по осуществлению купли-продажи финансовых активов в своем либо клиентском интересе
2.3.2. Хеджирование рисков – деятельность по минимизации негативных последствий рыночных колебаний с помощью производных финансовых инструментов.
2.3.3. Структурные преобразования – комплекс услуг, направленных на обеспечение в компании изменений интеграционного и дезинтеграционного характера.
2.3.4. Консалтинг – информационно-аналитическое сопровождение, реализуемое внешними консультантами для повышения эффективности деятельности компании.

Таким образом, на практике инвестиционная банковская деятельность является комплексным образованием на стыке инвестиционной, кредитной, фондовой, банковской деятельности. В этой связи характеристику ее правового регулирования в России мы приводим по каждой компоненте.

Регулирование инвестиционной деятельности

Основу законодательства составляют ФЗ «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» [7] и «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» [8]. Далее мы будем говорить о них в совокупности, применяя собирательное понятие Закон.

Закон определяет область регулирования таким образом:

- Инвестиции – имущество и права с денежной оценкой, вкладываемые в объекты предпринимательской деятельности для получения прибыли и (или) иного полезного эффекта.

- Инвестиционная деятельность – совокупность практических действий по реализации инвестиций.

- Капитальные вложения – инвестиции в основной капитал (создание и воспроизводство основных фондов).

Центральным субъектом является инвестор – лицо, осуществляющее вложение средств в форме инвестиций и обеспечивающее их целевое использование. Закон предусматривает следующую классификацию инвесторов: по территориальной принадлежности – российские и иностранные, по организационно-правовой форме – физические и юридические лица, государственные и муниципальные органы. Другими субъектами могут быть заказчик, подрядчик, кредитор, пользователь, иные лица; они могут совпадать с инвестором либо быть самостоятельными. Закон предусматривает классификацию источников финансирования инвестиций: по территориальному признаку – российские и иностранные, по принадлежности – собственные и другие (заемные, привлеченные, бюджетные).

Закрепляются права инвесторов: осуществлять инвестиционную деятельность, определять объемы и направления инвестиций, собственность на

результаты (владеть, пользоваться, распоряжаться ими), передавать свои права третьим лицам, объединять средства с иными инвесторами, контролировать целевое использование средств. Законом устанавливаются обязанности инвесторов: соблюдать законы и иные правовые акты (в том числе о лицензировании), выполнять законные требований органов власти и должностных лиц.

Государственное регулирование инвестиционной деятельности включает два направления: создание благоприятных условий и непосредственное участие. Первое включает политику налогообложения, финансирования, кредитования, амортизации инвестиций, установление правил пользования землей и природными ресурсами, техническое регулирование, антимонопольные мероприятия и пр. Второе предполагает финансирование инвестиционных проектов, защиту экономики от устаревших технологий, вовлечение в инвестиции объектов государственной собственности, предоставление концессий на конкурсной основе и пр.

Гарантии и защита прав со стороны государства предусматривают в отношении инвесторов и реализуемых инвестиций: равноправие и запрет дискриминации, невозможность безвозмездной национализации, реквизицию строго на законных условиях, возмещение ущерба от действий государственных органов, возможность защиты путем страхования, судебный порядок урегулирования споров, отлагательный характер вступления в силу правовых актов, ограничивающих права инвесторов.

Регулирование кредитной деятельности

Основу законодательства составляет Гражданский кодекс РФ [1], [2] – часть I раздел III «Общая часть обязательственного права», часть II глава 42 «Заем и кредит». Далее мы будем говорить о них в совокупности, применяя общее понятие Закон.

Основные положения об обязательствах:

1. В силу обязательства должник обязан совершить в пользу кредитора, а кредитор имеет право требовать определенное действие: передать имущество, выполнить работу, уплатить деньги и пр., либо воздержаться от него. Обязательства возникают из договора, причинения вреда, иных оснований.

2. Исполнение обязательства может обеспечиваться залогом, поручительством, неустойкой, удержанием имущества должника, банковской гарантией, задатком и другими способами, предусмотренными законом или договором. Обеспечение производно по отношению к обязательству.

3. Перемена лиц в обязательстве возможна на стороне кредитора – переход к другому лицу по закону или уступка права по договору, при этом по общему правилу не требуется согласие должника; на стороне заемщика – уступка долга, при этом обязательно согласие кредитора.

4. Обязательство прекращается по основаниям, предусмотренным законом или договором, в том числе: исполнение, отступное, зачет, совпадение должника и кредитора, новация, прощение долга, невозможность исполнения, прощение в силу акта госоргана, смерть гражданина, ликвидация юридического лица.

5. В случае неисполнения или ненадлежащего исполнения обязательства должник обязан возместить кредитору убытки, включающие реальный ущерб – расходы для восстановления нарушенного права, утрата или повреждение имущества, и упущенную выгоду – неполученные доходы.

Закон различает виды кредитных обязательств:

- Кредит – по кредитному договору банк или иная кредитная организация (кредитор) обязуются предоставить денежные средства (кредит) заемщику в размере и на условиях, предусмотренных договором, а заемщик обязуется возвратить полученную денежную сумму и уплатить проценты.

- Заем – по договору займа одна сторона (займодавец) передает в собственность другой стороне (заемщику) деньги или другие вещи, определенные родовыми признаками, а заемщик обязуется возвратить займодавцу такую же сумму денег (сумму займа) или равное количество других полученных им вещей того же рода и качества.

Наблюдаются следующие отличия данных категорий:

- Объект – только денежные средства (кредит), деньги и другие вещи, определенные родовыми признаками (заем).

- Субъекты – кредитор (банк или иная кредитная организация) и заемщик (кредит), займодавец и заемщик (заем).

- Оформление – письменная форма во всех случаях (кредит), некоторые отступления от письменной формы (заем).

Применимыми способами обеспечения исполнения кредитных обязательств являются залог, поручительство, банковская гарантия, неустойка. Общим для них является производный характер по отношению к обязательству, необходимость заключения в письменной форме.

Перечислим основные положения:

1. Залог предоставляет залогодержателю право преимущественного удовлетворения требований за счет заложенного имущества при неисполнении обязательств должником, в том числе за счет страхового возмещения.

2. Поручитель обязан отвечать перед кредитором за исполнение обязательства должником; должник и поручитель отвечают перед кредитором солидарно, если законом или договором не предусмотрено иное.

3. В силу гарантии кредитная или страховая организация (гарант) по просьбе другого лица (принципала) дает письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару) денежную сумму по представлении письменного требования.

4. Неустойкой признается определенная законом или договором денежная сумма, которую должник обязан уплатить кредитору при неисполнении или ненадлежащем исполнении обязательства; кредитор не обязан доказывать причинение убытков.

Регулирование фондовой деятельности

Основу законодательства составляют ГК РФ часть I глава 7 «Ценные бумаги» [1], ФЗ «О рынке ценных бумаг» [5] и «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» [4]. Далее мы будем говорить о них в совокупности, применяя собирательное понятие Закон.

Закон регулирует отношения, связанные с эмиссией и обращением ценных бумаг и производных финансовых инструментов, деятельностью профессиональных участников рынка.

Ценная бумага отождествляется с совокупностью обязательственных и иных прав. Различают следующие виды бумаг: по форме - документарные, бездокументарные, по владельцу - именные, ордерные, на предъявителя, по выпуску - эмиссионные и прочие. По документарным бумагам владелец устанавливается сертификатом либо записью по счету депо, а состав прав закрепляется в сертификате и решении о выпуске. По бездокументарным бумагам владелец определяется записью в реестре владельцев либо по счету депо, а состав прав указывается в решении о выпуске. По смыслу Закона следует разделение бумаг по характеру прав: удостоверяющие права собственника, права кредитора, права залогодержателя, прочие права. К ценным бумагам относятся: акция, облигация, вексель, чек, коносамент, закладная, инвестиционный пай и другие бумаги, предусмотренные законом. Под производным финансовым инструментом понимается договор, предусматривающий для одной либо обеих сторон одну или несколько обязанностей: уплатить денежные средства в зависимости от изменения определенного показателя; в будущем купить или продать актив, или финансовый инструмент по заранее согласованной цене.

Субъектами отношений на рынке ценных бумаг являются: инвесторы, эмитенты, профессиональные участники.

Закон не содержит отдельного от иных законов определения инвестора, но разделяет их на квалифицированных и прочих. Квалифицированными считаются профессиональные участники, институциональные инвесторы (в том числе кредитные организации), некоторые госструктуры, международные финансовые институты. Это позволяет приобретать ценные бумаги, ограниченные в обороте (в основном из-за повышенного риска), также данный признак может использоваться профессиональными участниками как условие оказания некоторых услуг.

Под эмитентом понимается юридическое лицо, орган исполнительной власти либо местного самоуправления, несущие обязательства перед владельцами по осуществлению прав, закрепляемых ценными бумагами. Специфической обязанностью является раскрытие информации в форме ежеквартального отчета, консолидированной финансовой отчетности, сведений о существенных фактах (вероятно влияющих на стоимость бумаг).

Закон разграничивает виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (подлежат лицензированию):

- Брокерская – совершение сделок с ценными бумагами и (или) производными финансовыми инструментами по поручению клиента, за счет его счет, от его или своего имени.

- Дилерская – совершение купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен с обязательством совершения сделок.

- Управление – доверительное управление ценными бумагами, денежными средствами для совершения сделок с ценными бумагами или производными финансовыми инструментами.

- Ведение реестра владельцев – сбор, фиксация, обработка, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из него.

- Депозитарная – оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету и переходу прав на бумаги.

Под эмиссией понимается последовательность действий эмитента по размещению ценных бумаг, то есть отчуждению в пользу первых владельцев путем гражданско-правовых сделок. Процедура включает в себя: принятие решения о размещении, утверждение решения, государственная регистрация выпуска, размещение бумаг, регистрация отчета или уведомление об итогах. При наличии определенных в Законе нарушений, эмиссия может быть приостановлена, а выпуск – признан несостоявшимся либо недействительным. После размещения ценные бумаги поступают в обращение – заключение сделок, влекущих переход прав собственности. Размещение и обращение могут быть публичными и непубличными, а торги – организованными и неорганизованными. Российские эмитенты вправе размещать бумаги за границей и организовывать их обращение по специальному разрешению Банка России. Иностранные эмитенты могут размещать финансовые инструменты в России после их квалификации в качестве ценных бумаг по законодательству России.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем установления требований и лицензирования деятельности профессиональных участников, государственной регистрации выпусков и проспектов эмиссии ценных бумаг, организации системы защиты прав владельцев бумаг и контроля за их соблюдением эмитентами и профессиональными участниками. Органом регулирования выступает Банк России, наделенный широким составом функций и полномочий (в частности, он обязан защищать права инвесторов и наделен

правом выдачи предписаний, обязательных для участников фондового рынка); также предусмотрен порядок саморегулирования.

Регулирование банковской деятельности

Основу законодательства составляют ФЗ «О банках и банковской деятельности» [3] и «О Центральном банке РФ (Банке России)» [6]. Далее мы будем говорить о них в совокупности, применяя собирательное понятие Закон.

Закон не закрепляет понятие банковской деятельности, по смыслу она заключается в совершении банковских операций и обеспечении их выполнения. Право такой деятельности предоставлено специальным субъектам – кредитным организациям, имеющим целью получение прибыли и действующим на основании лицензии Банка России. Закон предъявляет требования к размеру уставного капитала и источникам его формирования, структуре органов управления и репутации должностных лиц.

В зависимости от состава разрешенных операций различают следующие виды кредитных организаций:

- Банк – имеет право осуществлять в совокупности: привлечение во вклады денежных средств, размещение их от своего имени и за свой счет, открытие и ведение банковских счетов.

- Небанковская кредитная организация (НКО) – имеет право осуществлять отдельные банковские операции, допустимые сочетания которых устанавливаются Банком России.

Закон разделяет следующие виды операций:

- Банковские операции – только для кредитных организаций, регулируются актами Банка России: привлечение во вклады и размещение денежных средств и драгметаллов, открытие и ведение банковских счетов, денежные переводы, инкассация денежных средств, купля-продажа иностранной валюты, выдача банковских гарантий и пр. (закрытый перечень).

- Сделки – для кредитных организаций и других юридических лиц, регулируются общим гражданским законодательством: выдача поручительств, приобретение прав требования, доверительное управление, операции с драгметаллами и камнями, предоставление сейфов, лизинговые операции, консультационные и информационные услуги (открытый перечень).

Закон запрещает кредитным организациям вести производственную, торговую и страховую деятельность. Банкам предоставлено право участвовать в деятельности фондового рынка с соблюдением установленных требований о лицензировании.

Регулирующее воздействие достигается благодаря функционированию Банка России – особого института, сочетающего признаки юридического лица и органа государства. Перед ним поставлены цели макроэкономического характера:

обеспечение стабильности и развитие денежной, банковской, платежной системы, финансового рынка. Для их достижения Банк России выполняет широкую совокупность функций, которые можно структурировать по широте воздействия: в области макроэкономики, денежно-кредитной сферы, кредитных организаций, небанковских финансовых институтов. В рамках своей компетенции, Банк России осуществляет нормотворчество и обладает правом принуждения.

В отношении кредитных организаций деятельность Банка России можно структурировать в два крупных блока: установление границ деятельности и надзор за соблюдением правил. Первый включает регистрацию и лицензирование, установление правил банковских операций, учета и отчетности, обязательных нормативов деятельности и пр. Второй включает проверку соблюдения законодательства, выполнения установленных нормативов, анализ информации о деятельности и пр. В рамках надзора Банк России запрашивает отчетность, проводит проверки, выдает обязательные предписания, применяет санкции. Крайней формой санкций является отзыв лицензии кредитной организации, что служит основанием для дальнейшей ликвидации.

Таким образом, правовые нормы об инвестиционной банковской деятельности в России характеризуются высокой степенью разрозненности и фрагментарности (рассредоточены среди множества законодательных актов). Значительная часть инвестиционных отношений не описана в законе, а их существование на практике основано на принципе диспозитивности.

Такая ситуация сложилась под воздействием следующих обстоятельств:

1. Создание основ регулирования в период становления рыночной экономики и слабого развития инвестирования;

2. Становление и развитие банковской системы по европейскому образцу с преобладанием универсальных банков;

3. Недостаточное развитие фондового рынка, низкий уровень акционирования компаний, замедление темпов приватизации;

4. Низкий уровень интеграции в мировую экономику и правовую систему, государственная политика протекционизма;

5. Слабое распространение инвестиций, сырьевой характер развития экономики, замедление экономического роста.

В результате анализа приведенных выше положений законодательства усматриваются следующие выводы. Банк является наиболее развитой формой кредитной организации, благодаря чему может выполнять широкий спектр операций. Он может выступать в качестве самостоятельного субъекта инвестиционной деятельности – инвестора, кредитора, иного лица. Закон не разделяет инвестиционные и коммерческие банки, не требует ограничиваться отдельными видами операций. Банк может быть участником фондового рынка (в том числе выступать квалифицированным инвестором), осуществлять все виды гражданско-правовых сделок, прямо не запрещенные законом. При этом он попадает под наиболее сильное (в сравнении с другими субъектами

инвестиционной деятельности) регулирующее воздействие государства. Со стороны Банка России предъявляются требования к составу, структуре и качеству активов, что накладывает ограничения для инвестиционной деятельности.

Мы полагаем, что для эффективного развития инвестиционных процессов в нашей стране требуется выполнение широкой совокупности условий. С правовой точки зрения представляется необходимым выработать и закрепить в законе дефиницию инвестиционной банковской деятельности, а на подзаконном уровне - требования к основным видам таких операций. Однако более существенным является реальное изменение инвестиционного климата и отношения к инвестициям на уровне государства. Необходимо не декларативно, а действительно: устранить причины оттока капитала из страны; сократить коррупционную компоненту государственных инвестиций; создать налоговые стимулы для частных инвестиций; запустить механизмы образования долгосрочных пассивов внутри страны; нарастить конкуренцию в банковской системе.

Список литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации: часть 1: федер. закон №51-ФЗ от 30.11.1994 (ред. от 05.05.2014) // КонсультантПлюс. [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 14.10.2014).
2. Гражданский кодекс Российской Федерации: часть 2: федер. закон №14-ФЗ от 26.01.1996 (ред. от 21.07.2014) // КонсультантПлюс. [Электронный ресурс]. – Электрон.дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 14.10.2014).
3. О банках и банковской деятельности: [федер. закон №395-1 от 02.12.1990] (ред. от 28.06.2014) // КонсультантПлюс. [Электронный ресурс]. – Электрон.дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 17.10.2014).
4. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: [федер. закон №46-ФЗ от 05.03.1999] (ред. от 23.07.2013) // КонсультантПлюс. [Электронный ресурс]. – Электрон.дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 17.10.2014).
5. О рынке ценных бумаг: [федер. закон №39-ФЗ от 22.04.1996] (ред. от 28.12.2013) // КонсультантПлюс. [Электронный ресурс]. – Электрон.дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 14.10.2014).
6. О Центральном банке РФ (Банке России): [федер. закон №86-ФЗ от 10.07.2002] (ред. от 01.07.2014) // КонсультантПлюс. [Электронный ресурс]. – Электрон.дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 17.10.2014).
7. Об инвестиционной деятельности в РСФСР: [федер. закон №1488-1 от 26.06.1991] (ред. от 19.07.2011) // КонсультантПлюс. [Электронный ресурс]. – Электрон.дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 17.10.2014).
8. Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений: [федер. закон №39-ФЗ от 25.02.1999] (ред. от 28.12.2013) // КонсультантПлюс. [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 17.10.2014).

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Шапошников И.Г. Категория инвестиционная банковская деятельность и ее правовое регулирование в России // Пермский финансовый журнал. 2014. № 2(11). С. 33 – 46

Ivan G. Shaposhnikov

Associate Professor, Assistant Professor
Perm State University
Perm, Russia

The Category of Banking Investment and its Regulation by Russian Law

Abstract. This article describes methodological and juridical aspects of investment banking in Russia. The author has found out that the requirement for banking services (including investment products) depends on the stage of a company's development. A distinctive view on the category of banking investment as a set of banking services, demanded by client or made by bank for its own interests is proposed. A complete list of such services and products is compiled, with definitions of fund-raising and allocation of capital, documentary operations, hedging, finance trading, mergers & acquisitions, and consulting. This sphere in Russia is regulated by a set of different laws in the area of investment, crediting, stocks, banking.

The author has classified the basics of most important laws: the sphere of implementation, object and subject of regulation, rights and responsibilities of participants. This, in turn, has allowed for a classification of current positions of investment banking in today's Russian economy. So, the bank appears to be an independent subject of investments, combines commercial and investment services for its clients and could be a participant of stock market activities. It is mentioned, that the investment banking regulation in Russia is fragmented and there is a need for its systematization in one law. The article provides an attempt to reveal reasons for the existing situation and a proposal of measures to improve the investment development in Russia.

Key words: banking, commercial and investment banks, investment, crediting, stocks

References

1. Grazhdanskij kodeks Rossijskoj Federacii: chast' 1 [Civil codex of Russian Federation part one]: fed. law 30.11.1994 № 51-FZ (edit offed. law 05.05.2014) // ConsultantPlus. -M., 2014. (Accessed 14 October 2014).
2. Grazhdanskij kodeks Rossijskoj Federacii: chast' 2 [Civil codex of Russian Federation part two]: fed. law 26.01.1996 № 14-FZ (edit offed. law 21.07.2014) // ConsultantPlus. – M., 2014. (Accessed 14 October 2014).
3. O bankah i bankovskoj dejatel'nosti [About bank sand banking]: fed. law № 395-1 02.12.1990 (edit of fed. law 28.06.2014) // ConsultantPlus. – M., 2014. (Accessed 17 October 2014).
4. O zashhite prav i zakonnyh interesov investorov na rynke cennyh bumag [About protections of investor's rights and interests at stock market]: fed.

law 05.03.1999 № 46-FZ (edit of fed. law 23.07.2013) // ConsultantPlus. – M., 2014. (Accessed 17 October 2014).

5. O rynke cennyh bumag [About stock market]: fed. law 22.04.1996 № 39-FZ 22.04.1996 (edit offed. law 28.12.2013) // ConsultantPlus. – M., 2014. (Accessed 14 October 2014).
6. O Central'nom banke RF (Banke Rossii) [About the Central bank of Russian Federation]: fed. law 10.07.2002 № 86-FZ (edit offed. law 01.07.2014) // ConsultantPlus. – M., 2014. (Accessed 17 October 2014).
7. Ob investicionnoj dejatel'nosti v RSFSR [About investment activity in RSFSR]: fed. law 26.06.1991 № 1488-1 (edit of fed. law 19.07.2011) // ConsultantPlus. – M., 2014. (Accessed 17 October 2014).
8. Ob investicionnoj dejatel'nosti v RF, osushhestvljaemoj v forme kapital'nyh vlozhenij [About capital investments in Russian Federation]: fed. law 25.02.1999 № 39 - FZ (edit of fed. law 28.12.2013) // ConsultantPlus. – M., 2014. (Accessed 17 October 2014).

Please cite this article in English as:

Shaposhnikov, I.G. (2014), “The category of banking investment and its regulation by Russian law”, *Perm Financial Review*, no. 2(11), pp. 33 – 46.

УДК 338.4:658.14.012.22

Воронин Дмитрий Михайлович

экономист отдела инвестиционных проектов и программ ООО «Лукойл-Пермь» г. Пермь

Dima.PSU@gmail.com

К вопросу о применении реальных опционов в оценке инвестиционных проектов

Аннотация. Объектом исследования являются стратегические инвестиционные проекты предприятий реального сектора экономики.

Предметом исследования является процесс оценки экономической целесообразности финансирования указанных инвестиционных проектов.

Задача работы – предложить адекватный сложности оцениваемого проекта механизм увеличения потенциала роста компании за счёт оценки целесообразности реализации инвестиционных проектов с различным уровнем риска.

Область применения. Предлагаемую методику целесообразно применять при оценке инвестиционных проектов предприятиям реального сектора экономики в Российской Федерации с целью принятия максимально взвешенных управленческих решений о необходимости участия в инвестиционных проектах. Методика в зависимости от профиля портфеля проектов компании позволяет более взвешенно оценивать стратегические проекты, позволяя наращивать потенциал роста акционерной стоимости компании.

Научно-методической основой работы стали труды ученых-экономистов в области финансового менеджмента и по проблемам оценки эффективности инвестиций. Методология исследования базируется на диалектическом подходе, на единстве теории и практики. При решении теоретических и прикладных задач использованы общенаучные методы исследования, включая методы логического, сравнительного, системного, статистического и финансового анализа, а также методы группировки, экономико-математического моделирования и др.

В работе предлагается комплексный инструмент повышения эффективности принимаемых управленческих решений в области осуществления инвестиций по проектам с разной степенью риска и неопределённости. Предложены актуальные методические подходы оценки проектов на основе реальных опционов, позволяющие сместить акцент на поиск стратегически перспективных проектов. Рассмотренные проблемы помогут компаниям пересмотреть существующие подходы к оценке инвестиционных проектов, в том числе упростить процесс оценки проектов с применением логики реальных опционов.

Ключевые слова: оценка инвестиционных проектов, инвестиции, дисконтирование денежных потоков, дерево решений, метод Монте-Карло, метод реальных опционов

В настоящее время оценка экономической эффективности проектов, реализуемых в стабильных макроэкономических условиях с известными за весь

© Воронин Д.М., 2014

срок жизни значениями параметров, не вызывает затруднений у большинства профессионалов. Хорошо зарекомендовал себя метод DCF (discounted cash flow, дисконтирования денежных потоков), и расчёт величины NPV (net present value, чистой приведённой стоимости) – дело техники. Однако, в реальности зачастую приходится оценивать инвестиционные проекты с заведомо однозначно непрогнозируемыми денежными потоками, с высокими уровнями рисков – в таких случаях использование метода DCF не позволяет получить корректный и однозначный результат для принятия управленческого решения. При оценке проектов с высоким уровнем риска и неопределённости следует использовать релевантные инструменты оценки эффективности (рис. 1).

Рис. 1. Иерархия методов оценки экономической эффективности и условия их применения [1]

Дискретные риски, в том числе возможность принятия стратегических решений по ходу реализации проекта (существование точек бифуркации), ограничивают возможность применения традиционного метода DCF для расчёта NPV. Другими словами, если известно, что через определённое время случится событие, которое однозначно создаст несколько вариантов развития дальнейших событий, а быть уверенным в 100%-й вероятности одного из них невозможно, применять метод DCF в чистом виде в таком случае некорректно. Примером может служить оценка экономической эффективности строительства завода по производству масел и смазок для экспорта в соседние страны при условии, что существующий в настоящее время запрет на экспорт такой продукции будет пересмотрен правительством страны (отменён, либо продлён) через несколько лет. Кроме того, метод DCF не предполагает и не учитывает принятия решений по ходу реализации проекта (отсутствие управленческой гибкости), то есть, оценка экономической эффективности не учитывает тот факт, что, например, через несколько лет менеджмент сможет применить более экономичную технологию или найти дополнительные каналы сбыта продукции, возникшие именно после начала проекта (апостериорно).

Непрерывная неопределённость отражает стабильность внешней и внутренней среды проекта. Метод DCF предполагает, что анализ проекта проводится в стабильной среде, где все переменные на весь срок его жизни имеют единственно точное значение. Сложность внешней среды при анализе проекта может выражаться в ожидаемых значениях переменных, распределённых по некому закону, например, согласно нормальному закону распределения. Таким

образом, сложность среды инвестиционного проекта предполагает статистический подход к описанию его переменных для расчёта денежных потоков. Зачастую, примером в таком случае может служить любой стратегический проект, оцениваемый на долгий срок (несколько лет).

Использование методов оценки экономической эффективности проектов, отличных от метода DCF, в российской повседневной практике, на наш взгляд, не получило должного развития. Дерево решений, анализ по методу Монте-Карло, применение реальных опционов не кажутся популярными среди профессионалов, скорее всего это продиктовано кажущейся сложностью расчётов. В лучшем случае для стандартной DCF-модели проводится анализ чувствительности – простой, доступный и легко интерпретируемый инструмент. При помощи анализа чувствительности можно определить степень изменения NPV при изменении конкретной переменной во времени, что позволяет выявить ключевые (критические) параметры проекта, прогнозированию которых следует уделить особое внимание, а также в последующем осуществлять план-факт мониторинг по ходу проекта. Недостатком анализа чувствительности является невозможность оценить устойчивость NPV к одновременному изменению нескольких переменных во времени.

Метод дерева решений позволяет учесть при оценке инвестиционных проектов вероятные альтернативные варианты развития событий в будущем. Такой подход заставляет заранее продумывать ключевые точки развития проекта, планировать адаптацию стратегии и операционной деятельности под новые условия. Применять данный метод тем сложнее, чем больше точек принятия решений – вариантов развития событий в каждый момент времени.

Метод симуляций Монте-Карло – инструмент статистического анализа NPV проекта – позволяет получить исчерпывающий результат, учитывающий все возможные варианты развития событий. Для проведения такого анализа необходимо определить вид статистического распределения каждого параметра модели, а также параметры задающие данные распределения, провести генерацию достаточно большого числа вариантов случайных наборов значений всех переменных. Совокупность полученных значений NPV (для каждого набора значений переменных) образует статистическое распределение NPV. Заметим, что в случае использования такого метода анализа следует адаптировать традиционный критерий эффективности (NPV) под параметры статистической выборки и грамотно расшифровать сам статистический критерий эффективности, чтобы избежать неоднозначности результатов анализа. Также следует разумно и с осторожностью обосновывать допустимые распределения переменных или границы их значений. При этом метод априори не учитывает изменения в ходе реализации проекта при поступлении новой (значимой) информации (сценариев развития).

Методология реальных опционов позволяет найти выход в случае, если ограничения применения других методов существенны. Зачастую проекты с высокой непрерывной неопределённостью и большим количеством дискретных рисков – это большинство стратегических проектов, реализуемых в рыночной экономике на длительный срок (5, 10 и более лет).

Перед тем как перейти к рассмотрению понятия реальных опционов, рассмотрим базовое понятие, лежащее в их основе – опцион (или финансовый опцион). Финансовый опцион – это контракт, дающий право, но не обязывающий совершить покупку или продажу определённого актива по заранее известной цене в будущую дату или до её наступления. Выделяют следующие основные особенности опциона:

- срочный характер – исполнение обязательств произойдет в определенный момент в будущем, через определенный срок;
- ограниченный период существования (от нескольких минут до нескольких лет);
- цена основывается на цене базисного актива;
- возможность получать прибыль при относительно малых инвестиционных вложениях (опционная премия много ниже стоимости базисного актива).

Существуют основные классификации опционов:

- «колл» (опцион на покупку – дает его владельцу право купить базисный актив) и «пут» (опцион на продажу – дает его владельцу право продать базисный актив);
- американский (опцион можно исполнить в любой момент до истечения срока его действия), европейский (только в момент его истечения), квазиамериканский (исполнение в определённые периоды – окна);
- по типу базисного актива (опцион на): акции, облигации, валюта, фьючерсы, фондовые индексы и др.

Обратившись к современному финансовому рынку [2], рассмотрим следующий пример (рис. 2).

МОСКОВСКАЯ БИРЖА Инструменты срочного рынка FORTS

Краткий код	Полный код, где xxxxx - цена-страйк (цена исполнения) опциона	Расшифровка контракта	Последний день обращения	Последний день срока действия	Диапазон страйков	Код базового актива	Итоги торгов
LKxxxxxBJ4	LKOH-12.14M141014CA xxxxx	Маржируемый колл опцион на фьючерсный контракт на обыкновенные акции ОАО "НК "ЛУКойл". Исполнение фьючерса 16.12.2014г.	14.10.2014	14.10.2014	13500 - 27000	LKZ4	итоги

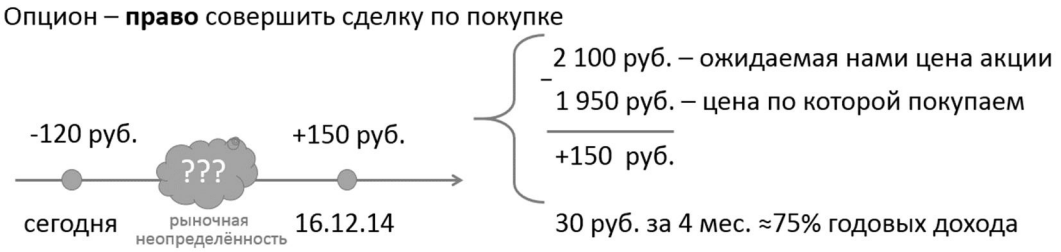

Рис. 2. Финансовые опционы в биржевой торговле

В секции срочного рынка FORTS Московской биржи можно приобрести опционный контракт на фьючерс на акции ОАО «ЛУКОЙЛ» (тикер – LKOH). Пусть по результатам построения модели аналитик предполагает, что ожидаемая цена акции на последний день действия опциона составит 2 100 руб. Аналитик видит, что на бирже торгуется опцион колл с ценой исполнения 1 950 руб. и премией в размере 120 руб. Тогда приобретая сейчас опцион за 120 руб., в будущем можно получить 150 руб. дохода, что составляет примерно 75% годовых доходности. Данная сделка прибыльна, но если цена акции составит в будущем, например, 1 900 руб., то исполнять опционный контракт не выгодно. Потери в таком случае ограничатся только опционной премией в размере 120 руб.

Со временем подходы к пониманию и применению опционов развивались и распространились с фондового рынка на рынок реальных активов. Существуют следующие современные подходы к пониманию уже реального опциона:

- это возможности, права, но не обязанности, совершить определенное действие в будущем [3];
- это право, но не обязательство, предпринять определённые действия в будущем в зависимости от того, как будут развиваться события в условиях неопределённости [4];
- это право, но не обязанность, совершить действие (отсрочку, расширение, сокращение или прекращение [проекта]) за определенную плату, называемую ценой исполнения, в течение оговоренного периода времени – срока жизни опциона [5].

Заметим, что реальные опционы являются не чисто финансовым инструментом, а включают элементы стратегического менеджмента как отражение возможности активного принятия решений по ходу проекта управленческой командой с целью минимизации возникающих рисков и поиска возможностей для роста. Подход сочетает управленческую модель принятия решений в зависимости от ситуации (управленческая гибкость) и методологический аппарат, относящийся к финансам. В западной практике концепция реальных опционов применяется для оценки стоимости перспективных проектов в области добычи нефти и газа, энергетики, медицины и др., например, для оценки проектов приобретения перспективных нефтегазовых месторождений или в целях проведения НИОКР. Цель применения реальных опционов схожа с финансовыми и заключается в минимизации рисков потерь компании и максимизации выгод (будущих доходов).

Рассмотрим проект приобретения нефтедобывающей компанией перспективного участка. На торги выставляется лот с целью геологического изучения, разведки и добычи углеводородного сырья, стоимость лицензии составляет 30 млн. руб. Запасы углеводородов на участке в настоящий момент времени не могут быть однозначно оценены, так как представлены перспективными категориями ресурсов, которые в последствии при изучении могут быть подтверждены в определённой доле. Другими словами, неопределённость величины запасов может быть снята за счёт геологического изучения участка (проведения сейсморазведки) после приобретения участка в пределах нескольких лет без авансирования основных инвестиций в освоение

участка за счёт небольших вложений в разведку. Кроме того, существует внешняя неопределённость, которая может влиять на эффективность проекта во времени, например, из-за колебания цен на углеводороды.

Расчёты аналитика по модели DCF показывают, что проект по NPV положителен – его следует принять к реализации (рис. 3). Однако, в случае, если проект сейчас имеет небольшой отрицательный NPV в текущих макроэкономических условиях и при той информации, которая известна аналитику, то в будущем он может оказаться положительным при подтверждении бо́льших запасов по результатам изучения, либо в результате, например, роста цен на нефть. В таком случае лицензия на участок является подобием опционного контракта. Существование управленческой гибкости, когда есть возможность менеджмента более лояльно оценивать проекты, находящиеся близко к критерию экономической эффективности, но не достигающих его в данный момент есть проявление опционного подхода применительно к оценке эффективности инвестиционного проекта.

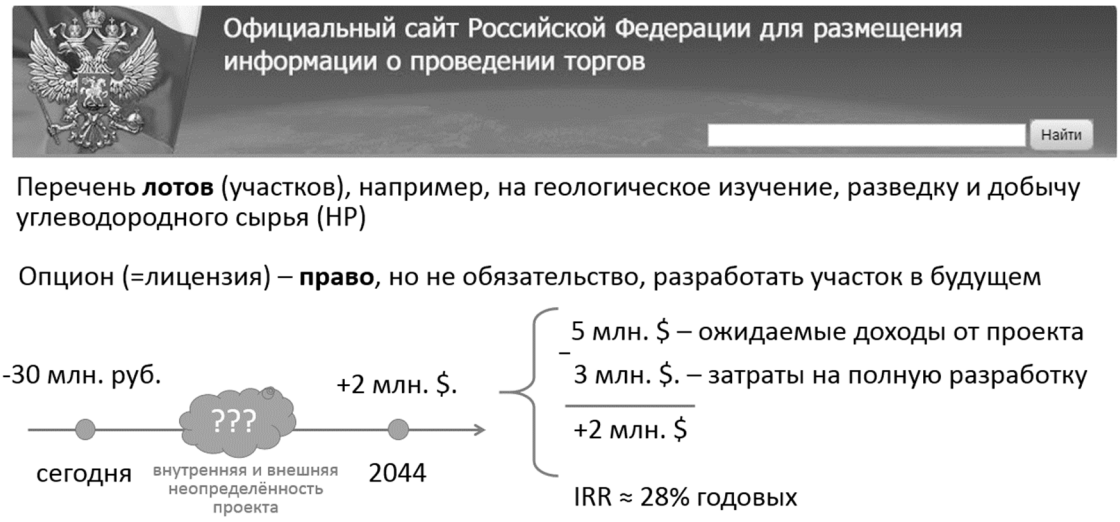

Рис. 3. Реальные опционы (управленческая гибкость) на практике

Рассмотрев два практических случая применения опционов, сформулируем основные различия между реальными и финансовыми опционами (табл. 1).

Таким образом, реальные опционы имеют важные особенности, продиктованные своей материальной природой и связью с реальным производством, отражением чего является классификация реальных опционов [5]:

- на отсрочку – право отложить начало реализации проекта (американский опцион колл);
- на отказ – право выхода из проекта по фиксированной стоимости (например, продажа активов) (американский опцион пут);
- на расширение – право увеличить масштаб деятельности (американский опцион колл);
- на переключение – право на изменение модели или метода работы (переключения между технологиями, способами функционирования) по фиксированной цене (американский колл или пут опцион);

- составной опцион – комбинация нескольких опционов за время жизни проекта;
- радужный опцион – опцион, образующийся в результате множества источников неопределённости.

Таблица 1

Сравнение реального и финансового опциона

Критерий	Финансовый опцион	Реальный опцион
Действия владельца до срока истечения	Пассивное ожидание	Активное управление (менеджерами бизнесом, проектом)
Применение	Хеджирование рисков, спекуляция	Принятие стратегических решений и инструмент операционного управления
Базисный актив	Акция, облигация, валюта, фьючерс, фондовый индекс и т. д. (ценная бумага или контракт, торгуемые на бирже)	Инвестиционный проект (реальный актив, генерирующий денежный поток)
Неопределённость	Рыночная цена базисного актива (стохастическая неопределённость)	Технико-экономические характеристики проекта в будущие даты или результаты исследований (зависящие в определённой степени от усилий компании)
Цена-страйк (цена исполнения)	Цена покупки (продажи базисного актива)	Объём инвестиций для осуществления проекта

Метод оценки реальных опционов (real options valuation, ROV) является одним из сравнительно новых подходов к оценке инвестиционных проектов. Изначально основой ROV служили модели оценки финансовых опционов, современный подход к оценке которых основан на модели Блэка–Шоулза (Black–Scholes, 1973) – модель используется для определения справедливой стоимости опционного биржевого контракта [6]. Позже данная модель была доработана Робертом Мертоном (Robert Merton) [7], а Стюартом Майерсом (Stewart Myers) из Массачусетского технологического института была обоснована целесообразность применения модели для оценки инвестиционных возможностей в реальном секторе [8], то есть на рынках товаров и нефинансовых услуг. В целом же выделяют две классические модели оценки – модель Блека-Шоулза (-Мертона) и Кокса-Роса-Рубинштейна (биномиальная) [9]. В 1997 г. Майрон Шоулз и Роберт Мертон были награждены Нобелевской премией по экономике за создание модели опционного ценообразования. Заслуги Фишера Блэка, скончавшегося в 1995 г., были отмечены в сообщении о награждении Шоулза и Мертона.

Применение классических методов оценки финансовых опционов для оценки реальных опционов (инвестиционных проектов) в России затруднено в силу слабого развития финансового рынка – классические модели требуют высокой ликвидности и капитализации рынка ценных бумаг для подбора

финансовых аналогов реальным проектам. Однако, относительно недавно появились принципиально иные подходы к оценке реальных опционов, не использующие сложный математический инструментарий и отталкивающиеся от реальных денежных потоков проектов – метод Датара–Метью [10] (Datar–Mathews Method, DMM), метод с применением нечёткой логики [11] (fuzzy pay-off method for ROV).

Принципы подхода Датара - Метью [12] представляются нам наиболее простыми в практической реализации и понимании. Согласно DMM по прогнозируемым сценариям развития (если их несколько, например, пессимистичный, оптимистичный, наиболее вероятный) проводится анализ по методу Монте - Карло с целью получения возможного распределение NPV проекта. Затем, согласно предположению о том, что менеджмент в случае неблагоприятного развития событий сможет отказаться от реализации проекта, а в случае удачного развития событий (произойдёт снятие неопределённости с благоприятным исходом) реализует проект, отсекается отрицательная часть распределения NPV (включая нулевое значение). Заметим, что такой подход более прозрачен и легче реализуем в условиях российской экономики (экономики, не имеющей развитого финансового рынка и длительного исторического периода рыночного функционирования), чем подход, основанный на оценке реальных опционов по аналогии с финансовыми – на основе поиска реплицирующих рыночных активов. Далее предложим модель оценки реальных опционов с учётом последних разработок в данной области (рис. 4).

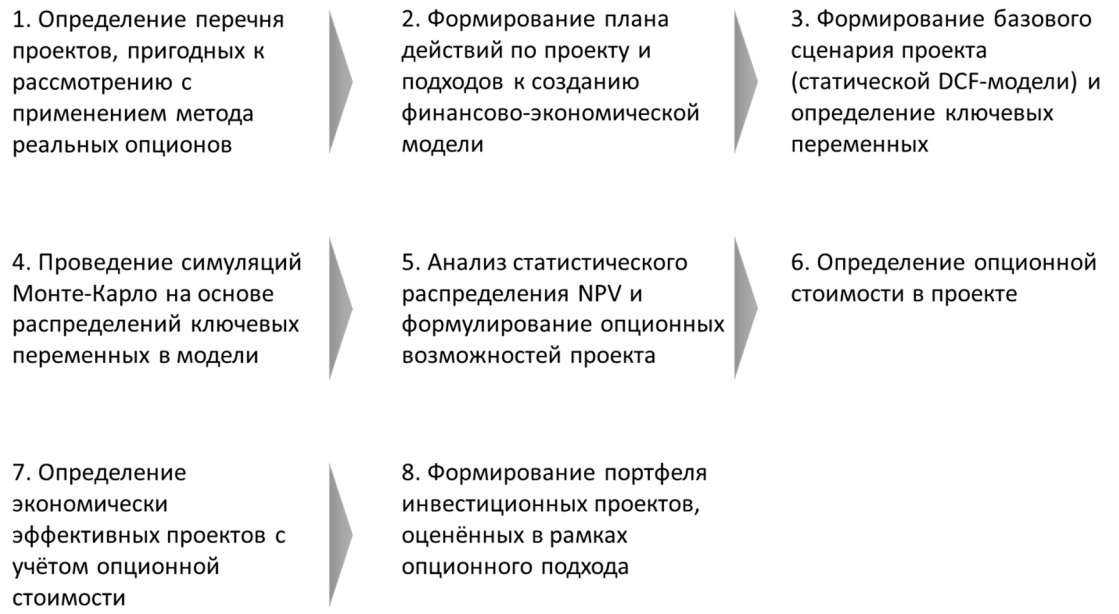

Рис. 4. Модель оценки реальных опционов

Как было обозначено ранее (рис. 1), к оценке с применением реальных опционов пригодны не все инвестиционные проекта, а только те, которые как минимум имеют значительные дискретные риски и высокую непрерывную неопределённость. В общем случае процесс оценки и экспертизы инвестиционных проектов в компании представляется несколькими последовательными этапами, рассмотрим далее ключевые этапы.

Инициация процесса оценки проектов может быть вызвана необходимостью планирования стратегии компании или продиктована необходимостью конкретного управленческого решения. В первую очередь, как и при других методах оценки инвестиционных проектов, необходимо формирование плана действий для каждого проекта и создание или актуализация статической финансово-экономической DCF-модели. Например, для проекта добычи углеводородов нефтегазовой компании в качестве ключевых переменных можно выбрать цену на углеводороды, величину операционных и капитальных затрат, объём добычи углеводородов. Далее для указанных ключевых показателей следует определить диапазоны допустимых значений в соответствии с законом распределения. Анализ по методу Монте-Карло (симуляции Монте-Карло, Monte-Carlo simulation, MCS). заключается в генерации большого числа возможных сценариев, в рассматриваемом случае, для четырёх показателей.

Стоит отметить, что для проведения расчетов с учетом вероятностей и различных сценариев реализации проекта возможно использовать специализированные программные продукты, например, DPL, Crystal Ball и т. д. При проведении расчётов в MS Excel приобретение дополнительного программного обеспечения не требуется, поскольку под конкретный частный случай оптимальным решением будет создание макроса в среде MS Excel. Для справки стоимость для одного пользователя Oracle Crystal Ball составляет 995.00 долл. [13]. В результате проведения анализа по методу Монте-Карло можно получить примерно следующее распределение NPV (рис. 5).

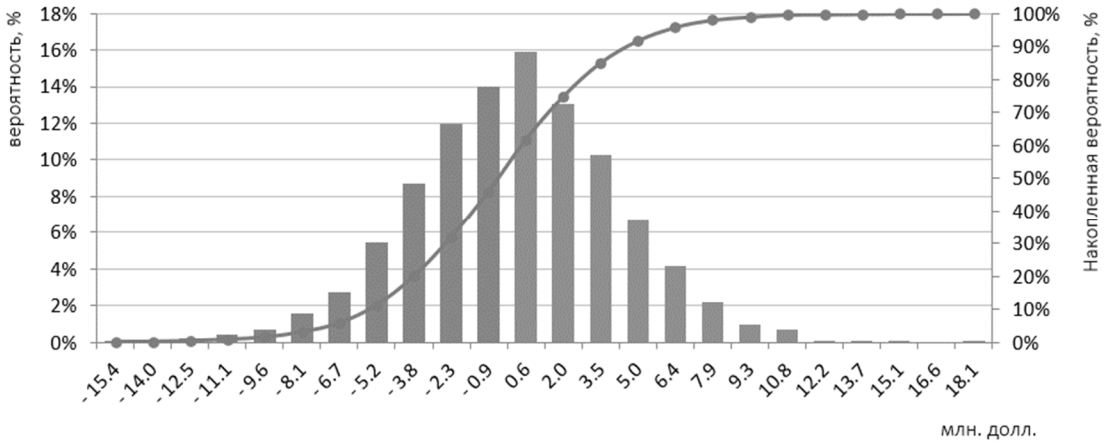

Рис. 5. Распределение NPV проекта по вероятности

Можно заметить, что примерено в половине возможных исходов NPV проекта будет отрицательной. Среднестатистическое значение NPV находится в небольшом плюсе – 0,22 млн. долл. В случае активного управления проектом можно постараться минимизировать негативные воздействия и учесть возникающие возможности.

Ожидаемая на данный момент времени стоимость проекта (NPV) с учётом реального опциона (наличия управленческой гибкости) определяется как среднее значения оставшейся положительной части распределения ожидаемого NPV (рис. 6). Целесообразно также уменьшить стоимость проекта с учётом реального опциона на понесённые прединвестиционные затраты, в результате чего

определяется итоговая ожидаемая стоимость проекта с реальным опционом – 3,21 млн. долл. Стоимость опциона можно получить как разность NPV проекта без опциона (расчёт по Монте-Карло) и NPV проекта по с учётом опциона. Причём такой опцион является составным – он учитывает влияние изменения большого количества факторов (ресурсы/запасы, цены и т. д.), которые были заложены изначально при построении логики расчётов по методу Монте-Карло (в соответствии с законом распределения).

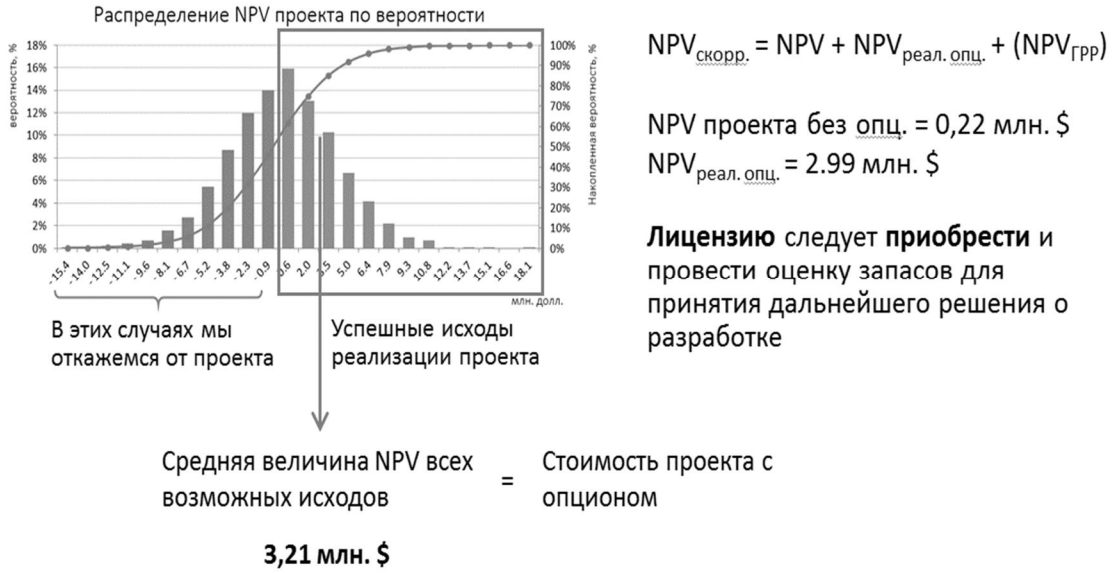

Рис. 6. Оценка стоимости проекта (NPV) с учётом реального опциона

Поскольку оценка стоимости проекта с учётом реального опциона проводится на основании среднего значения возможных положительных исходов проекта, то если статистически допускается получение положительных значений NPV, то проект будет иметь положительную стоимость с учётом реального опциона. Иначе – от проекта следует отказаться. Важно обратить внимание на тот факт, что, используя подход оценки на основе денежных потоков нет необходимости рассчитывать опционную стоимость для каждого типа опциона. Допустимые сценарии развития событий (или интервалы разброса переменных) покрывают возможные пути развития проекта с учётом всех вложенных в проект опционных возможностей. С другой стороны, для выстроения чёткого плана действия будет полезным структурирование опционных возможностей в соответствии с классификацией реальных опционов, рассмотренной ранее в статье.

Формула для определения скорректированной стоимости проекта с применением методологии реальных опционов ($NPV_{скорр.}$) при оценке экономической эффективности проекта выглядит следующим образом:

$$NPV_{скорр.} = NPV + NPV_{реального\ опциона} + (NPV_{ГРР}), \text{ где}$$

NPV – чистая приведённая стоимость проекта, полученная по стандартной модели расчёта (по симуляции Монте-Карло)

$NPV_{реального\ опциона}$ – стоимость реального опциона, рассчитанная в соответствии с рассмотренной логикой

$NPV_{ГРР}$ – чистая приведённая стоимость инвестиционных затрат на прединвестиционном этапе (отрицательная величина) на геологоразведку для нефтегазового проекта (или любые другие аналогичные по сути затраты).

Заметим, что $NPV_{ГРР}$ используется для учёта затрат, понесённых в связи с откладываем окончательного управленческого решения по проекту, например, в связи с ожиданием результатов сейсморазведки или ожидания более благоприятной ценовой конъюнктуры. Другим подходом к учёту указанных затрат может быть учёт их в совокупности по портфелю проектов, оцениваемых с учётом реальных опционов, в рамках утверждённого лимита расходов.

В целом же, по мнению автора, наиболее актуальна в условиях российской экономики следующая трактовка реального опциона – это право отложить реализацию инвестиционного проекта до тех пор, пока не будет снята неопределённость относительно возможных исходов (результатов) проекта. При этом не следует принимать окончательное управленческое решение о принятии или отклонении проекта. Неопределённость может быть продиктована внутренними особенностями проекта (присущими конкретно ему; на примере рассмотренного нефтегазового проекта) – ожидаемой величиной запасов и ресурсов углеводородов на участке, а также внешним окружением проекта (макроэкономическими факторами) – ценой на углеводороды, стоимостью товаров, работ и услуг, используемых в процессе реализации процесса.

Получив стоимость проекта с учётом реального опциона, следует указать на факторы, влияющие на эту стоимость. Стоимость будет расти при увеличении срока проекта, при росте неопределённости (переменных и соответственно денежных потоков), справедливо и обратное. Это происходит за счёт возникновения дополнительного потенциала роста стоимости проекта при отказе от получения убытков сверх опционной премии.

Также оценив стоимость проекта с учётом реального опциона, полезным будет проведение анализа чувствительности реального опциона по ключевым параметрам DCF-модели – цене на товар, сроку проекта, операционным и инвестиционным затратам, ставке дисконтирования. Другими словами, полезно оценить, при каких условиях проект не будет иметь вообще опционной стоимости.

Отметим границы применения метода оценки проектов с использованием реальных опционов (ROV). Необходимым условием является неопределённость (как было отмечено выше), но, кроме того, такой подход целесообразно применять для проектов, находящихся в диапазоне «около нуля» по чистой приведённой стоимости. Превратить глубоко отрицательный проект в положительный, таким способом, не получится, а и так положительные проекты не нуждаются в дополнительном обосновании возможности реализации. Схематично описанный подход на примере рассмотренного нефтегазового upstream-проекта приводится на рис. 7. Как можно заметить, величина запасов у поискового проекта может со временем уточняться и полностью неопределённость снимется после сейсморазведки и разведочного бурения, таким образом, только через несколько лет можно принять взвешенное решение о

целесообразности разработки участка. Возможность отложить принятие окончательного решения о судьбе участка как раз даёт менеджерам реальный опцион.

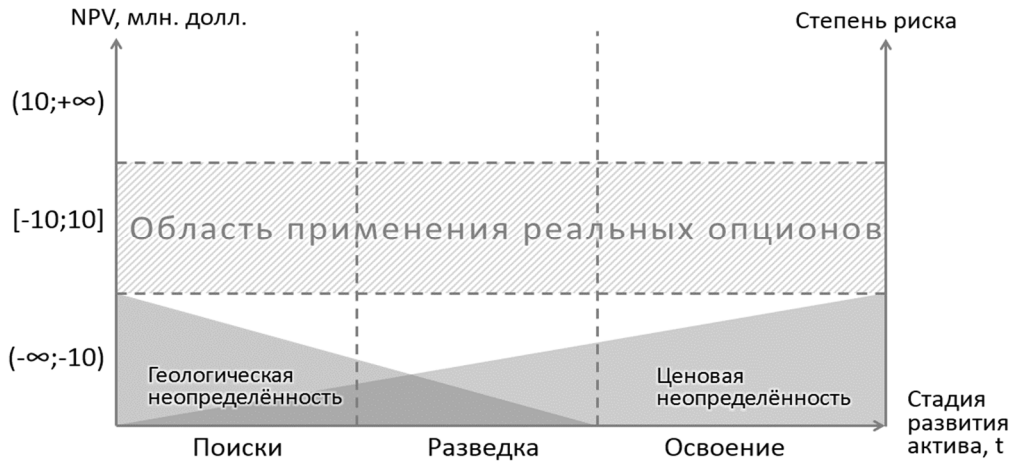

Рис. 7. Проекты, для которых применение реальных опционов оправдано

Помимо прочего, на возможность использовать подход к оценке проектов на основе реальных опционов влияет размер компании (её капитал) и существующий портфель проектов. Относительно большой портфель диверсифицированных проектов позволяет принимать проекты с большей вероятностью потерь (например, вероятность убытков – отрицательного NPV – 70% и более), в то время как относительно маленькая компания с небольшим портфелем проектов едва ли сможет принять проект с 30%-й вероятностью убытков. Другим определяющим фактором является риск-аппетит компании, например, фокус преимущественно на низкорисковых проектах (зрелые месторождения) не подразумевает участие в green-field проектах по различным причинам.

Для практического применения рассмотренные подходы к оценке инвестиционных проектов в рамках компании требуют закрепления в нормативных документах – методиках, политиках, рекомендациях и т. д. Следует чётко определить границы применения каждого способа оценки инвестиционных проектов и основные показатели эффективности, на основании которых следует принимать управленческие решения. В случае стандартного DCF-метода многие компании традиционно ориентируются на показатель NPV, что широко распространено на практике. Использование инструментов оценки, отличных от стандартного – деревьев решений, метода Монте-Карло, реальных опционов также требует наличия методической базы и подходов к количественному определению критериев эффективности. Важно, что все указанные методы в основе своей используют концепцию денежных потоков, что позволяет также использовать критерий NPV.

В заключение отметим, что стратегически использование методологии реальных опционов непосредственно влияет на увеличение проектной базы компании. Фокусируясь на поиске новых возможностей, компания будет иметь стратегический запас реальных активов (проектов), освоение которых при благоприятном стечении условий и грамотной работе менеджеров может стать драйвером роста.

Список литературы

1. Малышев Е.А., Подойницын Р.Г., Метод оценки инвестиций на основе реальных опционов // Экономика региона №1. 2013. URL: www.economyofregion.com/archive/2013/44/2087/pdf/
2. По данным Московской биржи, тикер – LKOH, http://moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=LKOH, http://moex.com/ru/derivatives/contractresults.aspx, http://moex.com/ru/derivatives/contracts.aspx, http://moex.com/ru/contract.aspx?code=LKOH-12.14|121214.
3. Dixit A., Pindyck R. Investment Under Uncertainty, 1994.
4. Amram, Martha and Nalin Kulatilaka (1999), Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World. Boston: Harvard Business School Press.
5. Copeland, T., Antikarov, V. Real Options, 2001.
6. Fischer Black, Myron Scholes. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3 (May - Jun., 1973), pp. 637–654.
7. Robert C. Merton. Theory of Rational Option Pricing // The Bell Journal of Economics and Management Science Vol. 4, No. 1 (Spring, 1973), pp. 141–183.
8. Stewart Myers. Determinants of Capital Borrowing // Journal of Financial Economics, Vol. 5, 1977.
9. John C. Cox, Stephen A. Ross, Mark Rubinstein. Option pricing: A simplified approach // Journal of Financial Economics, Volume 7, Issue 3, September 1979, pp. 229–263.
10. Mathews, S.H., Datar, V.T., and Johnson, B. 2007. A practical method for valuing real options // Journal of Applied Corporate Finance 19(2): 95–104.
11. Collan, M., Fullér, R., and Mezei, J., “Fuzzy Pay-Off Method for Real Option Valuation”, Journal of Applied Mathematics and Decision Sciences. 2009.
12. Scott Mathews. Valuing Risky Projects with Real Options // Industrial Research Institute, Inc. Research, Technology Management. September-October 2009: 32 –41.
13. Описание продукта Oracle Crystal Ball URL: https://shop.oracle.com/pls/ostore/product?p1=oraclecrystalball&p2=&p3=&p4=&sc=ocom_crystalball (дата обращения 10.11.2014)

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Воронин Д.М. К вопросу о применении реальных опционов в оценке инвестиционных проектов // Пермский финансовый журнал. 2014. № 2(11). С. 47 – 61

Dmitry M. Voronin
Economist of investment projects
and programs department at LLC "LUKOIL-PERM"
Perm, Russia

Real options in the evaluation of investment projects

Abstract. The object of the research is the strategic investment projects of the real sector of the economy.

The subject of research is the process of assessing the economic feasibility of financing investment projects.

The task of the work - offer adequate to the project complexity evaluation mechanism for increasing the growth potential of the company by assessing the feasibility of investment projects with different levels of risk.

Scope of application. The proposed methodology is appropriate to apply when assessing investment projects of enterprises of the real sector of the economy in the Russian Federation in order to take the well balanced management decisions whether or not to participate in investment projects. The technique depending on the company's portfolio profile allows making precise evaluation of strategic projects to increase the growth potential of the company's value.

Scientific and methodological basis of the work are the area of financial management and evaluation of the effectiveness of investments. The research methodology is based on a dialectical approach: the unity of theory and practice. Determining theoretical and applied problems common scientific methods are used, including the methods of logical, comparative, systematic, statistical and financial analysis, as well as methods of grouping, economic and mathematical modeling, and others.

The paper proposes an integrated tool to enhance management decisions in the implementation of the investment project, with varying degrees of risk and uncertainty. Relevant methodological approaches evaluating projects based on real options that allow shifingt the emphasis on seeking strategic long-term projects are proposed. The above problems will help companies to review existing approaches to the assessment of investment projects, also to simplify the evaluation process using the logic of real options.

Keywords: evaluation of investment projects, investment, discounted cash flows, decision trees, Monte Carlo method, the real options method

References

1. Malishev, E.A., Podoinitsin, R.G., Method of valuation of investments on the basis of real options // *Economy of the region* №1. 2013. URL: www.economyofregion.com/archive/2013/44/2087/pdf/
2. According to the Moscow stock exchange, ticker – LKOH, http://moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=LKOH, http://moex.com/ru/derivatives/contractresults.aspx, http://moex.com/ru/derivatives/contracts.aspx, http://moex.com/ru/contract.aspx?code=LKOH-12.14|121214
3. Dixit, A., Pindyck, R. (1994), Investment Under Uncertainty.
4. Amram, Martha and Nalin Kulatilaka (1999), Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World. Boston: Harvard Business School Press.
5. Copeland, T., Antikarov, V. (2001), Real Options.

6. Fischer Black, Myron Scholes (May - Jun., 1973), “The Pricing of Options and Corporate Liabilities”, *The Journal of Political Economy*, vol. 81, No. 3, pp. 637 – 654.
7. Robert C. Merton (Spring, 1973), “Theory of Rational Option Pricing”, *The Bell Journal of Economics and Management Science,* vol. 4, no. 1, pp. 141 – 183.
8. Stewart Myers (1977), “Determinants of Capital Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, vol. 5.
9. John C. Cox, Stephen A. Ross, Mark Rubinstein. Option pricing: A simplified approach // *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, Issue 3, September 1979, pp. 229 – 263.
10. Mathews, S. H., Datar, V. T., and Johnson, B. (2007), A practical method for valuing real options // *Journal of Applied Corporate Finance* 19(2): pp. 95 – 104.
11. Collan, M., Fullér, R., and Mezei, J. (2009), “Fuzzy Pay-Off Method for Real Option Valuation”, *Journal of Applied Mathematics and Decision Sciences*.
12. Scott Mathews. (September-October 2009), Valuing Risky Projects with Real Options // Industrial Research Institute, Inc. Research, Technology Management. pp. 32 – 41.
10. Product description – Oracle Crystal Ball URL: https://shop.oracle.com/pls/ostore/product?p1=oraclecrystalball&p2=&p3=&p4=&sc=ocom_crystalball (Accessed 10 November 2014).

Please cite this article in English as:

Voronin, D.M. (2014), “Real options in the evaluation of investment projects”, *Perm Financial Review*, no. 2(11), pp. 47 – 61.

Шубин Константин Александрович

к.э.н., доцент кафедры финансов,
кредита и биржевого дела,
ФГБОУ ВПО «Пермский государственный национальный
исследовательский университет», г. Пермь

Shubin@psu.ru

Диверсификация инвестиционного портфеля частного инвестора в РФ

Аннотация. Предметом исследования являются вложения частного инвестора в различные виды активов (акции, облигации, драгоценные металлы). Цель исследования – изучить эффективность применения в российских условиях стратегии распределения активов (Asset Allocation). Утверждается, что стратегия распределения активов на российском рынке на достаточно больших горизонтах инвестирования позволяет получить доходность выше уровня инфляции, поддерживая риск на допустимом для инвестора уровне. С помощью методов экономической оценки инвестиций и математического моделирования оценены доходность и риск различных инвестиционных портфелей. Проанализированы портфели, характеризующиеся разным соотношением рискованных и консервативных активов, а также портфели, предполагающие международную диверсификацию инвестиций (ETF США и стран БРИК). Asset Allocation показывает свою эффективность и на российском рынке. Составленные на основе распределения активов портфели демонстрируют показатели доходности, превосходящие доходность большинства входящих в них активов. При этом риски портфелей могут быть достаточно низкими при сохранении доходности. Ключевую роль в стратегии распределения активов играет процесс ребалансировки, то есть восстановления процентного соотношения активов в портфеле через определенные промежутки времени. Простейшие портфели не требуют от частного инвестора больших временных затрат на работу с ними. С 2004 по 2014 гг. соотношение «доходность – риск» у вложений в драгоценные металлы лучше, чем у ребалансируемого портфеля. Однако, данные за более длительный исторический период не подтверждают гипотезу о высокой доходности и низком риске вложений в драгоценные металлы.

Ключевые слова: акции, доходность, инвестиции, облигации, портфельное инвестирование, распределение активов, риск, частный инвестор.

Вовлеченность населения Российской Федерации в процесс инвестирования остается крайне низкой. Так, количество частных инвесторов на российском фондовом рынке не превышает одного миллиона, в то время как в США не менее 70 процентов населения являются владельцами акций тех или иных компаний.

Проведенное Allianz глобальное исследование состояния финансов домохозяйств в 52 странах мира Allianz Global Wealth Report показало существенные различие между инвестиционной активностью населения разных стран. Авторы исследования делят все изучаемые страны на 3 категории: HWC (high wealth countries) - со средними финансовыми активами на человека более

© Шубин К.А., 2014

31800 евро, MWC (middle wealth countries) - от 5300 до 31800 евро и LWC (low wealth countries) – менее 5300 евро.

ВВП на человека в США составляет 38088 евро, в России – 10322 евро. Однако, разрыв будет гораздо более впечатляющим, если сравнить объем чистых финансовых активов на одного человека: в США - 119565 евро, а в России только 1808 евро, соответственно, Россия оказывается в группе LWC.

Доля банковских депозитов в активах населения для стран HWC составляет 28% против 63% для стран LWC. Доля вложений в ценные бумаги в той или иной форме, наоборот, в развитых странах почти в два раза больше, чем в странах с «низким богатством» (37% против 19%). Таким образом, население стран LWC (в том числе России) использует в основном финансовые инструменты, доходность по которым не покрывает инфляцию.

Более того, в России наблюдается тенденция к уменьшению инвестиционной активности населения. По данным НАУФОР, нетто-отток средств пайщиков из отрытых ПИФов за последние 5 лет составил 35 млрд. руб., доля физических лиц в стоимостном объеме сделок с ценными бумагами на фондовом рынке снизилась до 10,45%. Таким образом, россияне демонстрируют недоверие к долгосрочным инвестициям, что может привести к низкому уровню пенсионного обеспечения для целого поколения.

Среди причин низкой вовлеченности населения в процесс инвестирования можно выделить следующие:

1) невысокий уровень доходов населения;
2) отрицательный опыт вложения средств в финансовые пирамиды;
3) низкий уровень финансовой грамотности, в том числе неосведомленность о различных инвестиционных инструментах и современных стратегиях инвестирования;
4) ориентация значительной части населения на потребление, а не на сбережение и инвестирование;
5) в целом негативный опыт инвестиционной деятельности частных лиц (например, участники «народных IPO» на данный момент имеют доход ниже уровня инфляции или получили убытки).

Для того, чтобы найти пути эффективного инвестирования для частных лиц, целесообразно обратится к опыту «богатых» стран (HWC по классификации Alianze), где население успешно вовлечено в процесс инвестирования с использованием активов, позволяющих получить доход, превышающий инфляцию.

Одним из таких путей является использование стратегии распределения активов (Asset Allocation). В 1986 г. Г. Бринсон, Р. Худ и Г. Бибауэр показали, что результаты инвестиций более чем на 90% зависит от распределения активов, и менее чем на 10% - от выбора конкретных активов (конкретных акций, облигаций и т.п.) и выбора времени их приобретения вместе взятых.

Суть Asset Allocation состоит в составлении инвестиционного портфеля из активов разных категорий (акции, облигации, товарные активы, недвижимость и т.д.), доходности которых слабо коррелируют между собой. То есть, доходности разных категорий активов двигаются в общем случае в разных направлениях (об этом свидетельствуют исторические данные) и инвестор может надеяться, что когда одни из категорий активов будут показывать плохие результаты, другие покажут хорошие или средние результаты.

Выбор соотношения разных категорий активов зависит от горизонта инвестирования и толерантности инвестора к риску. Так как стоимость разных активов изменяется неодинаково, периодически необходимо проводить ребалансировку портфеля (продажу части наиболее подорожавших активов и покупку наименее подорожавших или подешевевших), чтобы вернуть соотношение разных категорий активов к первоначальному состоянию.

Комиссия США по ценным бумагам и биржам (SEC) на своем официальном сайте (www.sec.gov) в разделе, предназначенном для инвесторов, подчеркивает особую важность использования Asset Allocation при осуществлении инвестиций.

Рассмотрим применение Asset Allocation на российском рынке. Для примера выбран самый простой вариант применения стратегии – «портфель простака» (известный также как «портфель ленивца» или «портфель лежебоки»). Он заключается в формировании портфеля из нескольких слабо коррелирующих друг с другом активов, которые входят в портфель в равных долях. Раз в год происходит ребалансировка портфеля: часть наиболее доходных активов продается, а часть наименее доходных или убыточных покупается с тем, чтобы восстановить первоначальные пропорции инструментов в портфеле.

Отметим, что такой портфель требует от частного инвестора минимум времени для инвестиционной деятельности – в простейшем варианте ребалансировка портфеля производится раз в год.

Для исследования выберем портфель, состоящий из пяти видов активов:

1) акции (для примера была использована стоимость пая индексного фонда «ВТБ – Индекс ММВБ»);
2) облигации (для примера была использована стоимость пая фонда облигаций Сбербанк Управление активами «Фонд облигаций – «Илья Муромец»);
3) золото (использована учетная цена Банка России за грамм этого металла);
4) евро (использован курс Банка России);
5) депозит со сроком на 1 год.

В строгом смысле, последние два инструмента инвестициями не являются, однако, российскому частному инвестору сложно представить свои активы без валюты и депозита в банке. Выбор паев фондов вместо самостоятельного инвестирования в акции и облигации обусловлен, во-первых, сокращением временных издержек на диверсификацию внутри данных видов активов, а во-вторых возможностью диверсификации при минимальной сумме инвестиций (стоимость, например, одной акции ГМК Норильский никель, входящего в расчет

индекса ММВБ, составляет почти 10 000 руб., а вес в индексе – 6,42%, т.е., при самостоятельном составлении портфеля только для приобретения акций необходимо не менее 100 000 руб.).

В табл. 1 представлены котировки инструментов сформированного нами портфеля. Для простоты расчетов и более строгой проверки применимости стратегии распределения активов к российской практике, для депозита на один год примем, что он размещен под 7% годовых в одном из десяти крупнейших российских банков. Первоначальная сумма инвестиций составляет 50 000 руб., то есть в каждый инструмент вкладывается 10 000 руб. В качестве начального момента инвестирования пример конец 2004 г. – именно с этого момента доступны все необходимые нам данные.

Таблица 1

Котировки инструментов портфеля, руб.

Год	Пай фонда «ВТБ-Индекс ММВБ»	Пай фонда «Сбербанк Управление активами – Илья Муромец»	Цена золота за 1 грамм, установленная Банком России	Курс евро, установленный Банком России	Депозит
2004	996,79	10 397,10	388,80	37,81	1 000,00
2005	1 778,57	11 821,30	472,35	34,18	1 070,00
2006	2 952,44	12 782,30	535,47	34,69	1 144,90
2007	3 293,62	13 796,38	654,69	35,93	1 225,04
2008	1 089,70	9 726,63	821,80	41,44	1 310,80
2009	2 411,01	15 676,50	1 062,32	43,38	1 402,55
2010	2 957,58	18 367,30	1 383,06	40,33	1 500,73
2011	2 468,08	19 926,27	1 629,81	41,67	1 605,78
2012	2 649,51	22 323,20	1 618,56	40,22	1 718,19
2013	2 747,80	23 455,99	1 264,30	44,93	1 838,46
2014	2 808,17	22 568,38	2 102,86	68,29	1 967,15

С учетом котировок из табл. 1, в конце 2005 г. стоимость нашего портфеля составила бы 61 101,64 руб. (см. вторую строчку в табл. 2).

Таблица 2

Стоимость инструментов и портфеля в целом до ребалансировки 2004-2005 гг., руб.

Год	Паи фонда «ВТБ-Индекс ММВБ»	Паи фонда «Сбербанк Управление активами – Илья Муромец»	Золото	Евро	Депозит	Портфель
2004	10 000,00	10 000,00	10 000,00	10 000,00	10 000,00	50 000,00
2005	17 842,98	11 369,81	12 148,92	9 039,94	10 700,00	61 101,64

Так как стоимость входящих в портфель активов изменилась неодинаково, баланс портфеля нарушен: доля актива отличается от первоначальной. Наиболее значительно (в 1,78 раза) выросла стоимость паев фонда «ВТБ – Индекс ММВБ», другие активы выросли менее чем на 22%, а евро потерял по отношению к российской валюте 9,60%. Для того, чтобы доля разных активов в портфеле вновь стала такой же, как в начале рассматриваемого периода (в конце 2004 г.), нам необходимо продать часть наиболее подорожавших активов и докупить активы, которые подорожали меньше других или подешевели. В 2005 г. к подлежащим продаже относились только «акции» (паи фонда «ВТБ – Индекс ММВБ»), к подлежащим покупке – все остальные.

После ребалансировки структура портфеля будет выглядеть так, как указано в табл. 3.

Таблица 3

Стоимость инструментов портфеля после ребалансировки 2004 -2005 гг., руб.

Год	Паи фонда «ВТБ-Индекс ММВБ»	Паи фонда «Сбербанк Управление активами – Илья Муромец»	Золото	Евро	Депозит
2004	10 000,00	10 000,00	10 000,00	10 000,00	10 000,00
2005	12 220,33	12 220,33	12 220,33	12 220,33	12 220,33

В 2006 г. котировки акций российских компаний и, соответственно, паи индексного фонда, также росли опережающими темпами по отношению к другим активам. По итогам 2006 г. нам снова нужно продать часть паев фонда «ВТБ – Индекс ММВБ» и докупить оставшиеся четыре актива. Результаты изменения стоимости входящих в модельный портфель активов за 2006 г. отображены в первой строчке табл. 4, а результаты проведенной по итогам года ребалансировки - в первой строчке табл. 5.

Таблица 4

Стоимость инструментов портфеля и портфеля в целом до ребалансировки 2006-2014 гг., руб.

Год	Паи фонда «ВТБ-Индекс ММВБ»	Паи фонда «Сбербанк Управление активами – Илья Муромец»	Золото	Евро	Депозит	Портфель
2006	20 285,84	13 213,77	13 853,33	12 402,67	13 075,75	72 831,35
2007	16 249,53	15 721,88	17 809,38	15 086,94	15 585,91	80 453,64
2008	5 323,65	11 344,18	20 197,90	18 558,30	17 217,08	72 641,10
2009	32 144,34	23 415,27	18 780,26	15 208,35	15 545,20	105 093,42
2010	25 783,57	24 626,44	27 364,73	19 540,88	22 489,99	119 805,62
2011	19 995,39	25 994,88	28 236,00	24 757,25	25 638,40	124 621,93
2012	26 756,59	27 922,54	24 752,34	24 057,09	26 669,09	130 157,65
2013	26 997,23	27 352,50	20 333,92	29 079,98	27 853,74	131 617,36
2014	26 901,81	25 327,35	43 782,79	40 009,57	28 166,12	164 187,63

В 2007 г. сильнее акций российских компаний подорожало золото (12% и 22% роста год-к-году соответственно) – именно эти активы подлежат частичной продаже для восстановления доли трех прочих активов. Результаты изменения стоимости инструментов портфеля за каждый из оставшихся годов приведены в табл. 4, а результаты ребалансировки портфеля – в табл. 5.

Таблица 5

Стоимость инструментов портфеля после ребалансировки 2006 -2014 гг., руб.

Год	Паи фонда «ВТБ-Индекс ММВБ»	Паи фонда «Сбербанк Управление активами – Илья Муромец»	Золото	Евро	Депозит
2006	14 566,27	14 566,27	14 566,27	14 566,27	14 566,27
2007	16 090,73	16 090,73	16 090,73	16 090,73	16 090,73
2008	14 528,22	14 528,22	14 528,22	14 528,22	14 528,22
2009	21 018,68	21 018,68	21 018,68	21 018,68	21 018,68
2010	23 961,12	23 961,12	23 961,12	23 961,12	23 961,12
2011	24 924,39	24 924,39	24 924,39	24 924,39	24 924,39
2012	26 031,53	26 031,53	26 031,53	26 031,53	26 031,53
2013	26 323,47	26 323,47	26 323,47	26 323,47	26 323,47
2014	32 837,53	32 837,53	32 837,53	32 837,53	32 837,53

В результате достаточно простых ежегодных действий по возвращению соотношения активов портфеля в первоначальное состояние нам удается увеличить его стоимость с 50 000 руб. в конце 2004 г. до 164 187,63 руб. в конце 2014 г. (при проведении ребалансировки в 2005-2013 гг. мы учитывали котировки на последний рабочий день каждого года, а в 2014 г. – на 10 декабря).

Анализ доходности такого портфеля вполне подтверждает эффективность стратегии распределения активов: за 11 лет (с 2004 г. по 2014 г.) портфель вырос в 3,28 раза (см. табл. 6). Большую доходность показывает только золото – оно выросло в цене за анализируемый период в 5,4 раза при несколько большей, чем портфель, волатильности. Однако следует отметить, что если рассматривать поведение цен на золото в более широком историческом периоде, то эта тенденция не подтверждается. Кроме того, значительный вклад в доходность вложений в золото вносит 2014 г., за 11 месяцев которого рублевая цена драгоценный металла выросла более чем в 1,5 раза.

Паи индексного фонда («акции») демонстрируют рост в 2,81 раза, однако, волатильность этого актива существенно выше, чем волатильность портфеля. Отрицательную доходность «год-к году» индексный фонд показывает в 2008 г. и 2011 г., причем в 2008 г. – рекордные минус 67%. Средства портфеля снизились лишь один раз – также в 2008 г., но только на 9,71% (см. табл. 7).

Таблица 6

Изменение стоимости инструментов портфеля и портфеля в целом по отношению к 2004 г., в процентах

Год	Пай фонда «ВТБ-Индекс ММВБ»	Пай фонда «Сбербанк Управление активами – Илья Муромец»	Цена золота за 1 грамм, установленная Банком России	Курс евро, установленный Банком России	Депозит	Портфель
2005	178,43	113,70	121,49	90,40	107,00	122,20
2006	296,19	122,94	137,72	91,75	114,49	145,66
2007	330,42	132,69	168,39	95,03	122,50	160,91
2008	109,32	93,55	211,37	109,60	131,08	145,28
2009	241,88	150,78	273,23	114,73	140,26	210,19
2010	296,71	176,66	355,73	106,66	150,07	239,61
2011	247,60	191,65	419,19	110,21	160,58	249,24
2012	265,80	214,71	416,30	106,37	171,82	260,32
2013	275,66	225,60	325,18	118,83	183,85	263,23
2014	281,72	217,06	540,86	180,61	196,72	328,38

Таблица 7

Изменение стоимости инструментов портфеля и портфеля в целом год-к-году в %

Год	Пай фонда «ВТБ-Индекс ММВБ»	Пай фонда «Сбербанк Управление активами – Илья Муромец»	Цена золота за 1 грамм, установленная Банком России	Курс евро, установленный Банком России	Депозит	Портфель
2005	78,43	13,70	21,49	-9,60	7,00	22,20
2006	66,00	8,13	13,36	1,49	7,00	19,20
2007	11,56	7,93	22,26	3,57	7,00	10,47
2008	-66,91	-29,50	25,53	15,34	7,00	-9,71
2009	121,25	61,17	29,27	4,68	7,00	44,67
2010	22,67	17,16	30,19	-7,03	7,00	14,00
2011	-16,55	8,49	17,84	3,32	7,00	4,02
2012	7,35	12,03	-0,69	-3,48	7,00	4,44
2013	3,71	5,07	-21,89	11,71	7,00	1,12
2014	2,20	-3,78	66,33	51,99	7,00	24,75

Рис. 1. Доходность вложений (на 31.12.2004 г.)
в разные виды активов (без корректировки на инфляцию)*

Рассмотрим теперь соотношение «доходность-риск» для каждого из этих видов активов и портфеля в целом. В качестве меры риска выберем среднеквадратичное отклонение ежегодной доходности актива (далее – СО).

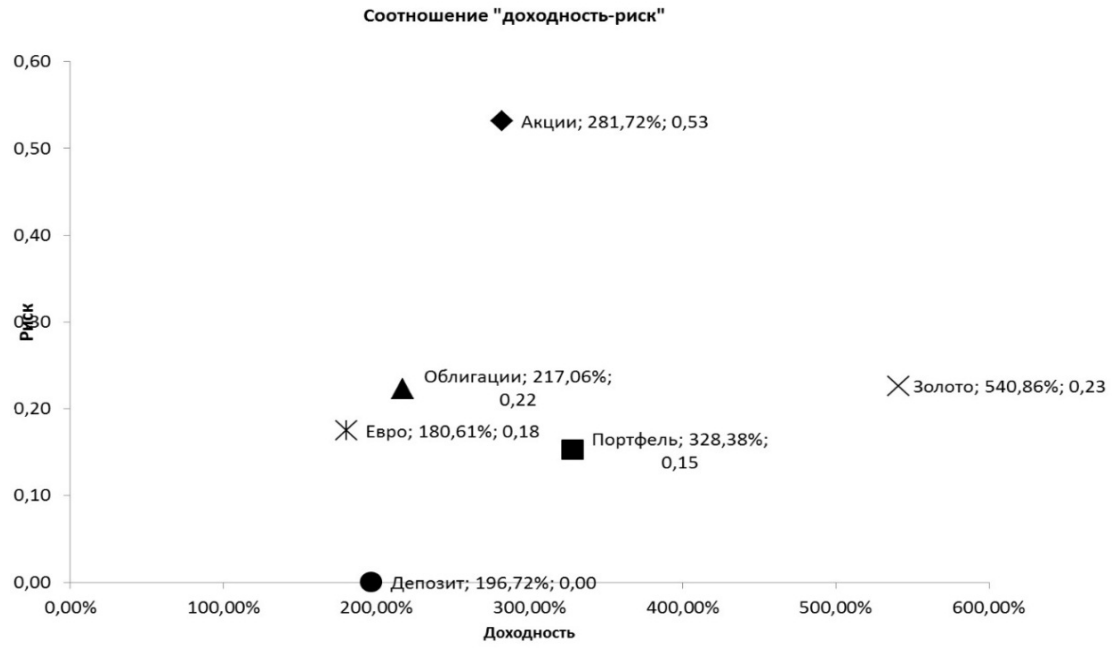

Рис. 2. Соотношение «доходность-риск»
для разных видов активов и простого портфеля*

* Источник: Банк России (www.cbr.ru), ВТБ Капитал Управление Активами (www.vtbcapital-am.ru), Сбербанк Управление Активами (www.sberbank-am.ru), расчеты автора

На рис. 2 видно, что составленный нами портфель обладает достаточно низким риском (СО=0,15), показывая при этом хорошую по сравнению с отдельными активами доходность (328,38% к базовому периоду). Лучший показатель «доходность-риск» для золота обусловлен недостаточно большим периодом анализа. Инвестор, составивший свой портфель в конце 2004 г. только из «акций», получил бы в конце 2014 г. меньший доход (281,72% к базовому периоду), чем «портфельный» инвестор, но при более высоком риске (СО=0,53). Облигации принесли бы инвестору доход почти в три раза меньший, чем доход портфеля, при более высоком уровне риска (СО=0,22).

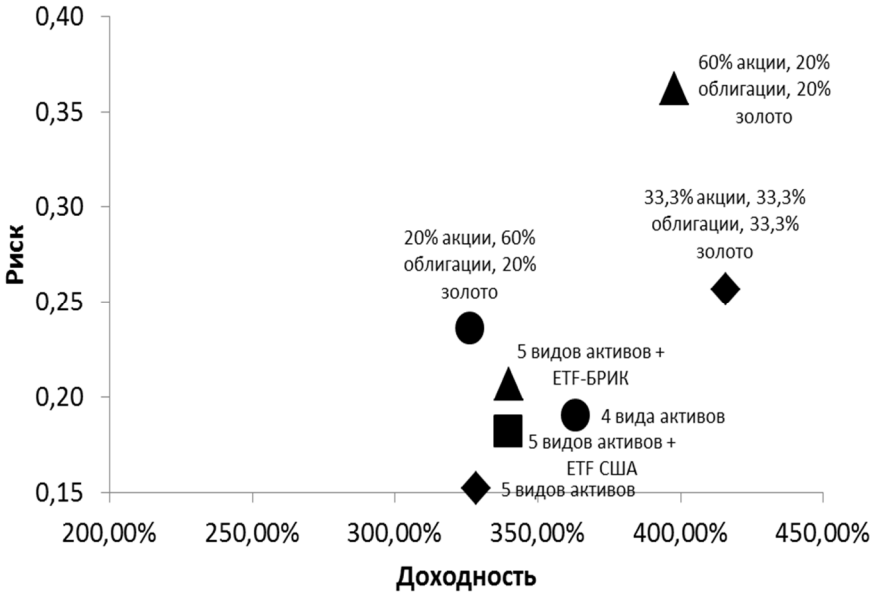

Рис. 3. Соотношение «доходность-риск» для разных вариантов портфелей*

Таким образом, простейший портфель, составленный из пяти разных классов активов, на 11-летнем интервале показывает характеристики доходности и риска лучшие, чем каждый из входящих в него активов.

Рассмотрим портфели, составленные из разных комбинаций активов.

Если включить в состав нашего базового портфеля из 5 классов активов паи открытого фонда, инвестирующего в американские ETF (для примера был выбран ПИФ «Райффайзен-США»), то портфель станет чуть более доходным, но и более рисковым: доходность увеличится с 328% до 339%, а риск - с 0,15 до 0,18.

Однако, изменив состав портфеля таким образом, мы увеличили долю высокорисковых активов (акций) в портфеле с 20% до одной трети. Если не

* Источник: Банк России (www.cbr.ru), ВТБ Капитал Управление Активами (www.vtbcapital-am.ru), Сбербанк Управление Активами (www.sberbank-am.ru), расчеты автора

* Источник: Банк России (www.cbr.ru), ВТБ Капитал Управление Активами (www.vtbcapital-am.ru), Сбербанк Управление Активами (www.sberbank-am.ru), Райффайзен Капитал (www.raiffeisen-capital.ru), расчеты автора

увеличивать долю «акций» в портфеле (скажем, отведя 10% паям ПИФ «Райффайзен-США» и 10% паям фонда «ВТБ – Индекс ММВБ»), то можно получить небольшое снижение и доходности, и риска – до 318% и СО=0,14 соответственно. Такой результат объясняется меньшей доходностью и меньшей волатильностью американских ETF. Кроме того, рост стоимости паев указанных фондов не сильно коррелирован – коэффициент корреляции составляет 55%.

Добавление в базовый портфель паев фонда, инвестирующего в ETF стран БРИК (ПИФ «ВТБ-БРИК») несущественно увеличило доходность (на 11 процентных пунктов за 11 лет), но ощутимо подняло риск (СО=0,21 против СО=0,15 для базового портфеля). Вероятно, здесь играет свою роль произошедшее увеличение доли в портфеле рискованных активов (акций), а также достаточно высокая корреляция между фондовыми рынками России и других стран БРИК (между доходностью вложений в паи выбранных для примера фондов она составляет 98%).

Если же инвестор не будет увеличивать долю «акций» в базовом портфеле, а разместит 10% средств в паи фонда «ВТБ-БРИК» и 10% в паи фонда «ВТБ – Индекс ММВБ», риск портфеля останется на прежнем уровне, доходность чуть снизится (с 328% до 320%). Такой результат опять же связан с высокой корреляцией двух указанных активов.

Портфель, из которого исключен банковский депозит (название на рис. 3 «4 вида активов»), ожидаемо показывает большую доходность при большем риске (увеличение на 35 процентных пунктов и на 0,04 соответственно). При этом нужно заметить, что банковский депозит при разумном инвестировании выносится на предыдущий уровень управления своими активами, т. е., не создав определенной «подушки финансовой безопасности» в виде депозитов в одном или нескольких банках, инвестировать в более рискованные инструменты представляется опрометчивым.

Относительно консервативный портфель, состоящий из 60% облигаций, и по 20% - акций и золота характеризуется доходностью в 326% и СО=0,24. Инвестор, составивший простейший портфель из акций, облигаций и золота в одинаковых пропорциях, принимает на себя больший риск (СО=0,26), но получает значимо большую доходность (415,70%). Даже чуть меньшую доходность (397,68%) получил бы обладатель агрессивного портфеля (60% акций, 20% облигаций, 20% золото), принимая на себя значительный риск (СО=0,36).

Наконец, наиболее простой в администрировании портфель, состоящий на 50% паев фонда «ВТБ – Индекс ММВБ» и на 50% из банковского депозита принес бы инвестору за период 2004-2014 гг. доход 316,07% при СО=0,27. То есть риск такого портфеля по сравнению с базовым портфелем, состоящим из пяти классов активов, значительно (почти в два раза) вырос, в то время как доходность даже несколько снизилось. Это подтверждает необходимость распределения средств между разными классами слабо коррелированных между собой активов.

Все указанные портфели приведены для примера и не могут служить рекомендацией к распределению активов при инвестировании.

Стратегия распределения активов (Asset Allocation) показывает свою эффективность и на российском рынке: составленные на ее основе простейшие портфели демонстрируют показатели доходности, превосходящие доходность большинства входящих в них классов активов, при этом риски портфелей могут быть достаточно низкими при сохранении доходности. При этом простейшие портфели не требуют от частного инвестора больших временных затрат на работу с ними.

Необходимо с осторожностью относится к выдающему соотношению «доходность – риск» для вложений в золото, т.к. поведение этого актива в рассматриваемом периоде (с 2004 г. по 2014 г.) отличается от его поведения в более длительном историческом периоде.

Добавление в портфель инвестиций в ETF США и стран БРИК не привело к существенному улучшению доходности и риска портфеля, но, учитывая данные за последние годы и важность глобальной диверсификации, этот вид активов может быть использован для формирования портфелей частных инвесторов.

Список литературы

1. Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, 1986. Determinants of Portfolio Performance. Financial Analysts Journal 42(4): 39-48. (Reprinted in: Financial Analysts Journal 51(1):133-8).
2. Ibbotson, Roger G., and Paul D. Kaplan, 2000. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analysts Journal* 56(1):26-33. (50th Anniversary Issue).
3. www.cbr.ru (Дата обращения 10.11.2014)
4. www.vtbcapital-am.ru (Дата обращения 10.11.2014)
5. www.raiffeisen-capital.ru (Дата обращения 10.11.2014)
6. www.sberbank-am.ru (Дата обращения 10.11.2014)
7. www.allianz.com (Дата обращения 10.11.2014)

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Шубин К.А. Диверсификация инвестиционного портфеля частного инвестора в РФ // Пермский финансовый журнал. 2014. № 2(11). С. 62 – 73

Konstantin A. Shubin

Associate Professor,
Assistant Professor of Perm State University
Perm, Russia

Diversification of investment portfolios of private investors in the Russian Federation

Abstract. The subject of the study is the investment of a private investor in the variety of assets (stocks, bonds, precious metals). The purpose of the research is to study the effectiveness of the asset allocation strategy in Russian. It is affirmed that the strategy of asset allocation in the Russian market at a sufficiently large investment horizon provides a yield above inflation, maintaining risk at acceptable level for investors. Using the methods of economic evaluation of investment and mathematical modeling the return and risk of different investment portfolios are estimated. Portfolios characterized by different ratios of conservative and risky assets and portfolios involving international diversification of investments (ETF US and the BRIC countries) are analyzed. Asset Allocation shows its effectiveness in the Russian market. Compiled on the basis of asset allocation portfolios demonstrate rates of return exceeding the yield of its compound parts separately. The risks of portfolios can be quite low, while maintaining profitable. Key role in the asset allocation strategy plays a rebalancing process, that is, the recovery percentage of assets in the portfolio in regular intervals. The simplest portfolios do not require from private investors time-consuming efforts to work with them. From 2004 to 2014 the ratio of "profitability - risk" the investments in precious metals show better results than rebalancing portfolio. However, data over a longer period of history does not support the hypothesis of a high return and low risk investments in precious metals.

Keywords: stocks, profitability, investments, bonds, portfolio investment, asset allocation, risk, private investors.

References

1. Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert, L. Beebower, 1986. Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal* 42(4):39-48. (Reprinted in: Financial Analysts Journal 51(1):133-8).
2. Ibbotson, Roger, G. and Paul D. Kaplan (2000), Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analysts Journal* 56(1):26-33. (50th Anniversary Issue).
3. www.cbr.ru (Accessed 10 November 2014).
4. www.vtbcapital-am.ru (Accessed 10 November 2014).
5. www.raiffeisen-capital.ru (Accessed 10 November 2014).
6. www.sberbank-am.ru (Accessed 10 November 2014).
7. www.allianz.com (Accessed 10 November 2014).

Please cite this article in English as:

Shubin, K.A. (2014), “Diversification of investment portfolios of private investors in the Russian Federation”, *Perm Financial Review*, no. 2(11), pp. 62 – 73.

УДК 368.86

Исламов Фларит Фатихович

к.э.н., доцент экономико-математического факультета
Нефтекамского филиала ФГБОУ ВПО
«Башкирский государственный университет»

Islamov.Flarit@yandex.ru

«ОСАГО» – почему закон не работает?

Аннотация. В данной статье исследуются вопросы страхования гражданской ответственности владельцев автотранспорта (ОСАГО). Соответствующий закон вышел в 2003 г., но дискуссии не затихают до сих пор. Много неясного и непонятного. На наш взгляд, необходима жесткая корректировка как самого закона, так и трактовок к нему. Необходимо обязать страховщиков строго соблюдать условия страхования без использования «добровольно-принудительных» мер. Почти все страховые компании применяют все возможные меры для отказа в страховании, используя разные методы: отсутствие полиса, отказ от применения скидок и т.д. К вопросам внесения изменений в рассматриваемый закон автор неоднократно обращался в своих предыдущих статьях. Данное исследование обобщает ранее высказанные предложения.

На наш взгляд, данный вид страхования наиболее полно отражает современное состояние российского страхования, т.к. коснулся всех слоев населения. Количество автовладельцев в России с каждым днем растет и перед всеми встает дилемма, где и как застраховаться? Многие задаются вопросами: нужно ли это мне и для чего?

Опыт зарубежных стран показывает важность данного вида страхования. Но, в России работают свои правила, отличные от всего остального мира. В первые годы действия закона наблюдалось большое количество страхового мошенничества, так называемых «подстав». Все эти вопросы исследовались автором, проводились попытки поиска альтернативных вариантов страхования. В статье автор приводит свое видение правил и методов страхования гражданской ответственности владельцев автотранспорта, которое вызвало большие дебаты во время защиты его кандидатской диссертации.

Ключевые слова: страхование, ОСАГО, бонус-малус, коэффициенты, страховые компании, страхователи, методы страхования

Более чем за полтора десятка лет становления национальной системы страхования произошли крупные изменения не только в институциональном разрезе, но и в структуре оказываемых услуг, соотношении пропорций развития отраслей, форм и видов страхования; соответственно, трансформировался характер экономических отношений субъектов страхового дела. Наибольший научный интерес представляет исследование трансформации, и выявление закономерностей развития страхового рынка в регионах за последние три-пять лет в связи с изменениями законодательной базы, введением ОСАГО [2. с. 61].

Важным фактором роста объема и изменения структуры страхового рынка стало введение с 1 июля 2003 г. обязательного страхования гражданской ответственности владельцев транспортных средств (федеральный закон «Об

© Исламов Ф.Ф., 2014

обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств») [1]. Потенциальные страхователи не торопились. Только когда стало ясно, что закон действует и отменять его не собираются, а с 01 января 2004 г. за отсутствие полиса страхования будут наказывать, началось массовое страхование. Но вопросов накопилось достаточно много.

Было не понятно, как применять индивидуальные коэффициенты (бонусы-малусы). Так коэффициент КТ («территория преимущественного использования транспортных средств») предусматривал снижение коэффициента для сельских местностей. Наиболее сообразительные автовладельцы срочно начали перерегистрацию своих транспортных средств на сельских жителей, т.к. коэффициент принято было рассчитывать по месту прописки владельца транспортного средства. Наконец, данный пункт отменили. Сельские регионы потеряли скидку.

Был решен вопрос о минимальной сумме ущерба, по которой стороны-участники ДТП (дорожно-транспортного происшествия) могут договориться самостоятельно без приглашения автоинспекторов. Сумма увеличилась с 25 тыс. руб. до 50 тыс. руб. (автор предлагал увеличить до 50 тыс. руб. задолго до принятия изменений в закон).

Основная проблема, на наш взгляд, несоответствие применения бонуса-малуса условиям самого закона. В названии закона звучит «гражданская ответственность автовладельца», т.е. ответственность автовладельца, а условия применения коэффициентов жестко привязаны к транспортному средству. Чем больше лошадиных сил, тем выше коэффициент (КМ – «мощность двигателя»). Непонятно, машина сама развивает скорость, или это зависит от водителя, нажимающего на педаль газа? Чем сильнее нажимаем, тем быстрее едет автомобиль, соответственно выше вероятность аварий. Коэффициент излишен. Или закон направлен на повышение платы за более дорогие машины?

Не менее интересен коэффициент за безубыточное вождение за предыдущий период. Он, безусловно, нужен для аккуратных водителей, поощряет безубыточное страхование и для страховщиков. Снижение на 5% происходит каждый год. Но, снова присутствует подводный риф. Стоит произойти одному или двум случаям ДТП, как планка «подпрыгивает» на несколько ступенек вверх, а опускается в дальнейшем только на одну.

Самое «страшное» в законе – это количество допущенных лиц к вождению. Коэффициенты постоянно пересматривались в сторону увеличения. Определен минимальный возраст 23 года и стаж вождения не менее двух лет. Со стажем вождения можно согласиться, хотя вопрос спорный. За два года можно научиться, но некоторые, имея права, ни разу не садятся за руль, а стаж идет. Права можно получить после достижения 18-летнего возраста, плюс два года опыта. Итого 20 лет, а коэффициент перестанет быть повышенным только через три года!? Остается или не допускать до вождения до 23 лет, или переплачивать. Конечно, возможен вариант «без ограничения допущенных лиц», но при этом повышается ставка почти в два раза (на 80%). Не слишком ли вольготно для страховщиков?

Ко мне неоднократно обращаются за консультациями по вопросам страхования. Был случай: водителю в дороге стало плохо (повысилось внутричерепное давление, «дорога поплыла»), попросил коллегу довезти до дома.

Доехали до первого автоинспектора, который в силу закона оштрафовал владельца полиса за допуск к вождению лица, не вписанного в полис. По-своему он прав. Данный случай доказывает несовершенство закона ОСАГО.

Несмотря на указанные препоны, закон действует и успешно применяется. Прежде чем продолжить исследование проблем применения закона, исследуем развитие рынка ОСАГО.

Рассмотрим динамику ежеквартальных премий по ОСАГО (рис.1).

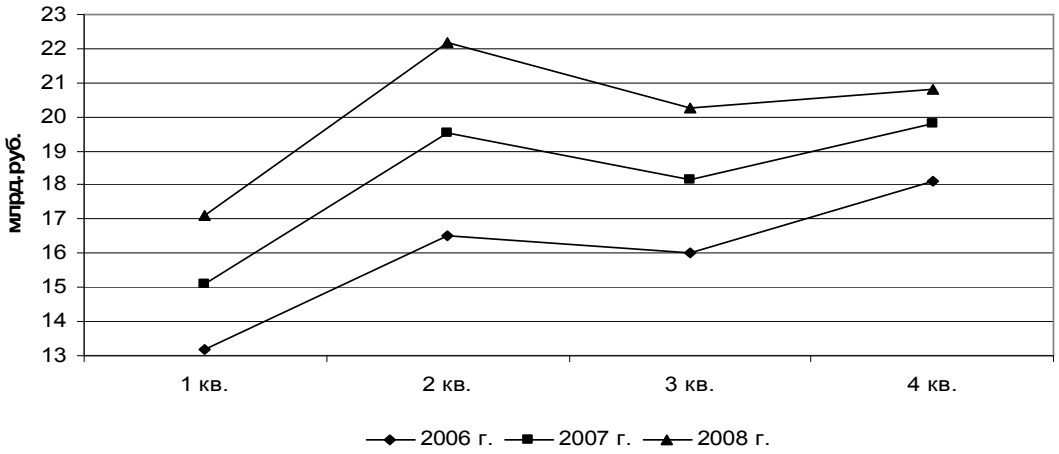

Рис. 1. Динамика ежеквартальных премий по ОСАГО за 2006 – 2008 г.

На снижение собираемости премий по ОСАГО повлиял мировой финансовый кризис. Многие предприятия не смогли пролонгировать имеющиеся страховые договоры или снизили количество используемого транспорта, физические лица перешли к сезонному использованию транспорта или ограничили количество допущенных лиц к вождению транспортным средством.

К 2009 – 2010 гг. страховой рынок России выправил положение, собираемость страховых премий начала возрастать. Пока сами страховщики в последние 2 – 3 года не стали ставить проблемы перед страхователями.

Трубя об убыточности данного страхового продукта, наличии мошенничества и т.д. страховщики начали лоббировать повышение страховых тарифов, введение добровольных видов страхования в нагрузку к ОСАГО (это напомнило о введении нагрузки при продаже дефицитных товаров в советские годы). В Республике Башкортостан началось с Росгосстраха, в дальнейшем «великий почин» подхватили и другие страховые компании. Автовладельцы начали метаться от одной компании к другой в поисках альтернативных вариантов. Далее страховые компании ввели другие «новшества» в виде «отсутствия» полисов, ликвидации понижающих коэффициентов, прекращения оплаты за работу внештатных страховых агентов и др. В конце концов, все смирились и «добровольно» выкупают у страховщиков дополнительные страховки. Не менее оригинальным является прекращение страховщиками сезонного страхования. Так называемые «чайники» или «сезонники» вынуждены заключать договор на весь год, хотя в зимний период автотранспорт не эксплуатируют.

Встает вопрос: «Что еще придумают страховщики, чтобы не заниматься страхованием?». При условии вступлении России в ВТО страховой рынок имеет некоторую «отдушину» в виде льготного периода, но он когда-то закончится, и на российский рынок страхования придут конкуренты в лице иностранных страховщиков. Чем же будет грозить неконкурентоспособность российских страховщиков? Полным развалом страхового российского страхового рынка?

Почему во Франции – «родине ОСАГО» данный вид страхования безубыточен? Может стоит проанализировать и применить этот опыт к российской действительности? Может пора остановить аппетит страховщиков? Сократить количество компаний, допущенных до рынка страхования ОСАГО? Правда, есть опасность монополизма. Дать бо́льшие полномочия системе страхового надзора, который в последнее время прекратил работу по жалобам на страховщиков. Несовершенство законов и отсутствие контроля приводят к бездействию страховщиков по вопросам выплаты, умышленному затягиванию дел, в ожидании отказа от бесполезной борьбы с «монстрами». Поэтому мы и задаемся вопросом «А работает ли закон ОСАГО?».

Проанализируем рынок ОСАГО за последние два года и сравним результаты. Так ли страшен данный вид страхования для страховщиков? Многие эксперты прогнозируют, что нетто-убыточность по ОСАГО достигнет 100%. Для страхования критическим моментом считается, если совокупный объем страховых выплат по сравнению с совокупным объемом страховых премий превысит планку в 77% и более. Т.к. страховщики помимо уплаты налогов обязаны создавать резервные фонды на возможные убытки в будущем.

Анализ показателей работы страховщиков за 1 полугодие 2013 г. и первый квартал 2014 г. показывают, что рынок ОСАГО развивается, несмотря на пессимистические прогнозы об убыточности обязательного автострахования.

Таблица 1

Топ-10 лидеров рынка ОСАГО, 1-е полугодие 2013 г. [3]

Место	Компания	Взносы, млн. руб.	Уровень выплат, %	Темпы прироста взносов, %
1	РОСГОССТРАХ	17 560,5	н. д.	-6,8
2	ОСАО «РЕСО-Гарантия»	5 766,9	52,0	13,1
3	Группа «Ингосстрах»	5 193,2	73,0	-9,5
4	ОАО «СГ МСК»	4 000,7	71,1	6,8
5	СОАО «ВСК»	3 772,2	55,0	13,9
6	СГ «АльфаСтрахование»	3 461,6	43,8	58,6
7	ООО «СК «Согласие»	2 995,7	53,2	26,5
8	СГ «УралСиб»	2 005,9	56,7	44,0
9	Группа «Альянс»	1 810,9	50,5	14,7
10	СГ «МАКС»	1 635,5	61,9	55,4

Сборы по ОСАГО за три первых месяца 2014 г. составили почти 28,5 млрд. руб., прирост по сравнению с прошлогодним показателем составил 9%. Выплаты стали расти медленнее сборов, составив 18,67 млрд. руб., что выше прошлогоднего значения лишь на 7,8%. Многие ведущие страховщики рынка ОСАГО не сократили, а напротив, увеличили свои доли присутствия на рынке «ОСАГО».

Таблица 2

10 крупнейших страховщиков ОСАГО в I квартале 2014 г. [3]

Место	Компания	Сборы, млн. руб.	Выплаты, млн. руб.	Количество убытков		Изменения, %		
				Заявл.	Урегул.	Сборы	Выплаты	Урегул. убытки
1	Росгосстрах	8 406,2	5 063,4	151 137	13 9684	2,30	-2,64	-34,41
2	РЕСО-Гарантия	3 099,8	1 647,9	56 115	52 261	33,68	11,96	-7,11
3	ВСК	1 829,0	1 111,3	36 357	33 470	23,76	5,39	-26,88
4	Согласие	1 583,5	955,3	32 737	31 964	38,22	39,77	8,86
5	Ингосстрах	1 544,1	1 358,6	33 678	35 808	-34,98	-29,16	-46,44
6	АльфаСтрахование	1 367,9	1 033,9	30 363	32 959	7,54	45,04	16,70
7	МАКС	1 043,5	736,5	26 446	25 655	89,52	65,00	49,10
8	СОГАЗ	785,6	252,1	9 976	8 922	108,98	79,03	70,85
9	Альянс	684,1	619,1	24 646	23 197	2,66%	43,16	42,30
10	УралСиб	612,9	729,1	28 555	31 753	-10,06	42,56	47

Второй квартал 2014 г. для страховых компаний оказался более продуктивным, они собрали 244 млрд. руб., что на 8% больше чем во втором квартале 2013 г. (было собрано 226 млрд. руб.). Во втором квартале 2014 г. отношение страховой премии к ВВП в России составило 1,43% против 1,4% в 2013 г. Доля страховой премии в расходах населения на конечное потребление также поднялась. Она достигла 1,51% против 1,47% за 2013 г. Таким образом, по итогам второго квартала наблюдаем рост страхового рынка, опережающий экономику страны в целом.

Совокупное количество страховых случаев по ОСАГО, урегулированных всеми страховыми компаниями, снизилось на 13,2 %, хотя сумма выплат возросла почти на 8%. Рост сборов по ОСАГО намного опередил рост числа заключенных договоров обязательного автострахования, который составил всего 2,2% (по сравнению с аналогичным периодом 2013 г.). На наш взгляд, причиной этому стал тот факт, что многие страховые компании просто перестали применять понижающие коэффициенты (бонус-малус). Для всех клиентов, независимо от сроков безубыточного страхования, применяют третий класс, как для впервые страхующихся. Сказывается менталитет российских страхователей – работать с той компанией, к которой они уже привыкли, или ближе к дому/работе. Искать других страховщиков, привыкать к их требованиям (когда им отказывают страховать под видом отсутствия страховых полисов и других ухищрений) сложно, особенно для людей старшего возраста.

Еще одно «новшество», которое применяют страховые компании – это создание удаленных офисов урегулирования убытков, что слишком накладно для страхователя, кроме того, многие автовладельцы боятся интенсивного движения в крупных городах. Для страховщиков – это хорошая возможность не платить.

Соответственно, совокупный объем страховых выплат уменьшается, также уменьшается число урегулированных убытков.

Крупнейшими страховщиками ОСАГО делались заявления о намерениях по сокращению долей рынка в связи с большой убыточностью работы по ОСАГО и неизменностью тарифов. Данные за 2013 – 2014 гг. свидетельствуют о том, что топ-10 страховщиков, напротив, нарастили объемы. Так, ведущий страховщик по ОСАГО ООО «Росгосстрах» увеличил свою долю рынка в 2014 г. до 29,5% по сравнению с прошлогодним показателем в 25,7%. Далее, «РЕСО-Гарантия» нарастила свои объемы рынка с 9,1% до 10,9%, а ВСК, занявшая в 2014 г. третье место по сборам, увеличила свое присутствие на рынке на 0,4 п. п. (с 6 до 6,4%).

10 компаний-лидеров по ОСАГО собрали 74% всех премий в данном виде страхования. Как видно, поводов бить тревогу у страховых компаний нет.

Конечно, немного удручающе выглядят показатели страховой компании «УралСиб», совокупный объем страховых выплат которой превышает совокупный объем страховых премий и составляет 119,0%, превышает критический уровень у страховой компании «Альянс» – 95,5%, у страховой компании «Ингосстрах» – 88,0%. У других страховых компаний показатели положительные: «Росгосстрах» – 59,5%; «РЕСО-Гарантия» – 53,2%; «ВСК» – 60,8%; «Согласие» – 60,3%; «АльфаСтрахование» – 75,6%; «МАКС» – 70,6%; а страховая компания «СОГАЗ вообще вышла с хорошей прибылью – 32,1%.

Так, где же проблемы по ОСАГО у 10 крупнейших компаний? Говорить о тотальной проблеме и убыточности могут только мелкие компании, которых и без того на российском рынке страхования становится все меньше и меньше. Главная причина, на наш взгляд, увеличение минимального размера уставного капитала.

Проведем обзор мнений экспертов о страховом рынке России.

По мнению участников опроса, в 2014 г. темп роста российского страхового рынка замедлится: по всем продуктам, кроме страхования жизни, темп роста не превысит 10%, тогда как рынок страхования жизни будет расти на 25–30% за счет активного развития ипотечного кредитования. Однако этот сегмент занимает относительно небольшую долю в общем объеме добровольного страхования, поэтому он не окажет существенного влияния на развитие страхового рынка в целом.

Основным фактором замедления роста является ухудшение экономической ситуации в стране. Кроме прямого влияния негативных ожиданий клиентов относительно возможного экономического спада, рост страхового рынка тесно связан с увеличением покупательной способности населения и объемов кредитования, которые в свою очередь напрямую зависят от экономического климата [4].

Средние ожидаемые коэффициенты убыточности по всем страховым продуктам выше, чем в 2013 году. Наименее рентабельными продуктами в 2014 г. останутся КАСКО, ОСАГО и ДМС; наиболее рентабельными – страхование ответственности и страхование от несчастных случаев. Привлекательность страхования имущества снизилась по сравнению с прошлогодними ожиданиями,

что, возможно, связано с высокой убыточностью по договорам обязательного страхования опасных объектов.

За все периоды развития страхового рынка России, начиная с 1991 г., в целом страховой рынок развивался динамично. Если некоторые виды страхования были убыточными, то за счет прибыли по другим видам страхования страховые компании всегда выходили с прибылью по итогам финансового года. С экономической точки зрения это положительная тенденция, иначе страхование потеряет всякий смысл. Такая же картина наблюдается на страховом рынке и на современном этапе. КАСКО с момента введения практически было не рентабельным, высокие риски обусловили высокие тарифы, соответственно при низком уровне доходности населения данный вид страхования не особо популярен. Развитию КАСКО способствовало кредитование населения при покупке автотранспорта. Банки, с целью исключения собственной убыточности стали требовать страхование по риску КАСКО. Благодаря этому произошел рост страхующихся. Но рост инфляции привел к увеличению процентных ставок по кредитам, как цепная реакция, пошло снижение количества страхователей-покупателей автотранспорта за кредит. Вторая волна снижения пойдет из-за падения курса национальной валюты, т.к. основная масса россиян берет кредиты при покупке автотранспорта иностранного производства. Повышение курса доллара приведет к резкому повышению цен на автомобили. Продавцы уже начали замораживать продажу. Это приведет к снижению собираемости премии по рискам КАСКО, ОСАГО.

Среди планируемых мероприятий, направленных на уменьшение убыточности в 2014 г., респонденты особенно выделяют улучшение взаимоотношений с партнерами и повышение тарифов [4].

Число заявленных страховых случаев по ОСАГО достаточно близко коррелирует с аварийностью на российских дорогах, считают аналитики. В этой связи статистика рынка ОСАГО по числу заявленных страховых случаев является ценным индикатором состояния российской экономики. Об этом свидетельствует следующий рисунок, на котором представлено соотношение квартального числа страховых случаев по ОСАГО и расходов населения на конечное потребление, которое является основной составляющей ВВП России[4]. Число страховых событий на дорогах России в июне 2014 г. на 10% уступает показателю за июнь прошлого года. В апреле и мае снижение числа ДТП составляло соответственно 9 и 15%. Это говорит о том, что стагнация потребительских расходов продолжается, а с ними стагнирует и ВВП страны.

Анализ проведен за все время действия закона ОСАГО. Из данных табл. 3 не наблюдается ажиотажных выплат в связи с ДТП. Наоборот данные 1 полугодия 2014 г. говорят о падении интенсивности дорожно-транспортных происшествий, соответственно смело можем констатировать о снижении расходов на конечное потребление. Хотя количество автотранспорта и интенсивность движения на российских дорогах растет.

Таблица 3

Число заявленных страховых случаев на рынке ОСАГО, тыс. за квартал [4]

Период	1 квартал	2 квартал	3 квартал	4 квартал
2004 г.	192,6	281,8	241,5	318,3
2005 г.	291,2	293,1	295,8	357,9
2006 г.	327,3	348,1	363,2	443,9
2007 г.	383,9	424,0	447,2	487,3
2008 г.	461,9	488,2	472,4	556,0
2009 г.	496,7	506,3	537,4	529,8
2010 г.	593,0	546,3	557,5	659,3
2011 г.	642,0	598,5	555,1	642,5
2012 г.	636,7	586,5	638,3	739,1
2013 г.	692,2	666,5	682,7	699,6
2014 г.	617,9	592,1	-	-

Также эксперты считают, что нет никаких оснований предполагать в 2014-2015 гг. спада в российской экономике и на страховом рынке. Экономика продолжит развиваться, хотя и невысокими темпами. В 2014 г. рынок перешагнет рубеж премии в 1 трлн. руб., увеличение страховой премии (без ОМС) в 2014 г. составит 13-15%. Примерно такой же темп роста сохранится и в 2015 г. Отношение ожидаемой страховой премии к ВВП в 2014 г. увеличится до 1,4% против 1,3% сегодня. Доля расходов на страхование в общих расходах домохозяйств на конечное потребление вырастет с сегодняшних 1,3% до 1,4%. Сборы за счет граждан превысят 560 млрд. руб.[4].

Как видим, повального падения страхового рынка, в том числе и на рынке ОСАГО эксперты не видят. Страховщики все-таки добились своего и внесли на рассмотрение депутатов Госдумы поправки в закон ОСАГО с целью увеличения тарифов. По оценкам экспертов, увеличение ожидается порядка 40%. Что ж – это будет очередной мощный удар по карману среднестатистического россиянина. Отказа от автотранспорта, несмотря на увеличение размера страхования, поднятия цен на топливо не предвидится. Россияне все выдержат, перетерпят, так, наверное, рассуждают страховщики.

Учитывая выше проведенное исследование, на наш взгляд, для разрешения всех насущных вопросов методики оформления полисов, порядку рассмотрения повышающих и понижающих бонусов, целесообразно внести новые правила страхования ОСАГО. В первую очередь сделать привязку к самому названию закона, очень нужного и своевременного. А именно изменить порядок страхования, без привязки к автотранспорту, а с привязкой к опыту водителей. Мы предлагаем страхование проводить без учета конкретного вида автотранспорта, без привязки к территории, т.к. водители могут ездить по всей России. Страхование надо проводить по водительскому удостоверению. Т.е. каждый владелец водительского удостоверения самостоятельно решает нужна ему страховка или нет. Будет он водить транспорт, будь добр имей страховой полис. Стоимость полиса определять по опыту вождения. Как в годы СССР, вначале выдавали временные водительские удостоверения на два года с правом ограничения максимальной скорости не более 70 км\час. В этом случае автоматически отпадет необходимость измерения мощности двигателя,

количества допущенных лиц к вождению, сезонность и т.д. Данное предложение вызвало большие дискуссии во время защиты диссертации. Среди членов совета были люди, имевшие водительское удостоверение более 10 лет, но ни разу не водившие автомашину. Не водишь – не страхуешься! Не хочешь лететь – не покупай билет на самолет!

Также мы считаем, что на уровне Правительства, ЦБ РФ необходимо категорически запретить страховщикам применять «добровольно-принудительные» формы страхования, вплоть до отзыва лицензии. Запретить неправомерный отказ страховать «посторонних» (от других страховых компаний) клиентов. Без принятия жестких мер нельзя говорить о цивилизованном страховании и о возможности цивилизованного страхового рынка в России. Только так страховой рынок получит поддержку от потенциальных страхователей. Страховщикам необходимо изыскивать новые, привлекательные виды страхования, а не лоббировать повышение страховых тарифов.

Возможно, некоторые доводы вызовут недовольство и споры. Автор имеет практический опыт работы в страховой компании и готов ответить на все возникшие вопросы.

Список литературы

1. Российская Федерация. Законы. Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств: федер. закон от 24 января 2002 г. № 176 - ФЗ.
2. Бакиров А.Ф. Определение тенденций развития страхового рынка Республики Башкортостан на основе структурного анализа / А.Ф. Бакиров, Л.Р. Ханнанова // Страховое дело. – 2010. – №1 – С. 61–64.; – № 2 – С.58–60.
3. Первые итоги рынка ОСАГО-2014 – неожиданный разворот. Режим доступа: URL: www/ http/osago.ru. news/pervje-itogi-rynka-osago-2014 – Загл. с экрана. (Дата обращения 17.12.2014).
4. Новая реальность: обзор рынка страхования в России в 2014 году. Режим доступа: URL: www/http/kpmg.com/ru/ru/issuesandinsights/articlespubcations/ press-releases/ pages/a-new-reality-a-review-of-the-insurance-market-in-russia-in-2014.aspx. – Загл. с экрана. (Дата обращения 17.12.2014).

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Исламов Ф.Ф. «ОСАГО» – почему закон не работает? // Пермский финансовый журнал. 2014. № 2(11). С. 74 – 83

Flarit F. Islamov

Associate Professor,
Assistant Professor of Economics-mathematics faculty,
Neftekamsk branch The Bashkir state University,
Neftekamsk, Russia

"Obligatory car insurance" – why the law is not working?

Abstract. This article explores the issues of insurance services on the most important topic - the insurance of civil liability of owners of motor vehicles (MTPL). The law was published in 2003, but the discussion it has not subsided until now. Some points are obscure and incomprehensible. In our opinion, the serious adjustment to the law itself, and interpretations is needed. To oblige insurers to strictly comply with the terms of insurance, without using of "voluntary-compulsory" measures. Almost all insurance companies use all measures for denial of insurance, using different methods: the absence of the policy, applying discounts, etc. The author repeatedly shows the necessity of changes in this law. This article generalizes the earlier proposals. In our opinion, this type of insurance reflects the current state of the Russian insurance because touches all segments of the population. The number of car owners in Russia is growing every day and everyone faces the dilemma of where and how to insure. Many people wonder whether is it necessary for me?

The experience of foreign countries shows the importance of this type of insurance, securing car owners from losses. But Russia has its own rules, different from the rest of the world. In the early years of the law operating a large number of insurance fraud took place. All these questions are examined by the author, several attempts to find alternatives are made. In the article the author gives his vision on the rules and methods of civil liability insurance of owners of motor vehicles, which has caused great debate in the dissertation.

Key words: insurance, law, bonus-malus, coefficients, insurance companies, policy holders, methods of insurance.

References

1. Russian Federation. Laws. *Ob objazatel'nom strahovanii grazhdanskoj otvetstvennosti vladel'cev transportnyh sredstv* [Mandatory insurance of civil liability of car owners]: Feder. the law of 24 January 2002. No. 176-FZ.
2. Bakirov, A.F. (2010), Defining trends of the insurance market of the Republic of Bashkortostan on the basis of structural analysis / A.F. Bakirov, L.R. Khannanov // Insurance.- No. 1 - S., pp. 61 – 64.; No. 2 - pp. 58 – 60.
3. The first results of the OSAGO market-2014 - unexpected reversal. URL: www/ http/osago.ru. news/pervje-itogi-rynka-osago-2014 – SAP. screen (Accessed 17 December 2014).
4. New reality: an overview of the insurance market in Russia in 2014. URL: www/ http/kpmg.com/ru/ru/issuesandinsights/articlespubcations/press-releases/pages/a-new-reality-a-review-of-the-insurance-market-in-russia-in-2014.aspx. – SAP. screen (Accessed 17 December 2014).

Please cite this article in English as:

Islamov, F.F. (2014), "Obligatory car insurance" – why the law is not working?", *Perm Financial Review,* no. 2(11), pp. 74 – 83.

УДК 368.8

Мингазинова Елена Рудольфовна

к.э.н., доцент кафедры экономического анализа и статистики Пермского института (филиала) ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», г. Пермь

mer6795@rambler.ru

К статье Исламова Ф.Ф. «ОСАГО» – почему закон не работает?»

Аннотация. Представлен ответ на статью Исламова Ф.Ф. «ОСАГО» – почему закон не работает?» [Пермский финансовый журнал, № 2(11) 2014]. Высказаны мнение и критические замечания на подходы к проблеме, рассматриваемой автором статьи.

Ключевые слова: ОСАГО, закон, тарифы, коэффициенты, добросовестность.

Проблема, рассматриваемая Исламовым Ф.Ф. в статье, безусловно, актуальна и является одной из животрепещущих на сегодняшний день, как для страховых компаний, так и страхователей. Нельзя не согласиться с утверждением автора, что, не смотря на вносимые изменения в федеральный закон от 25.04.2002 г. № 40-ФЗ «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств», он требует дальнейшего совершенствования. Однако ряд высказанных мыслей представляется спорными.

Во-первых, название статьи ««ОСАГО» – почему закон не работает?». В преамбуле закона указана его цель: определение правовых, экономических и организационных основ обязательного страхования гражданской ответственности владельцев транспортных средств в целях защиты прав потерпевших на возмещение вреда, причиненного их жизни, здоровью или имуществу при использовании транспортных средств иными лицами. Сложившиеся реалии позволяют сказать, что приняты в развитие закона нормативные акты, определен порядок и условия осуществления обязательного страхования информационного взаимодействия, а также страховые суммы, регулирование страховых тарифов и применения к ним коэффициентов. При этом, договоры владельцами автотранспортных средств (страхователями) со страховыми компаниями, имеющими соответствующие лицензии и являющимися членами профессионального объединения страховщиков заключаются на условиях, предусмотренными Правилами страхования, принятыми Банком России, как это требует закон. Страхователи уплачивают взносы, при наступлении страхового случая получают выплаты. Таким образом, говорить о том, что закон не работает не корректно.

В своей статье Исламов Ф.Ф. как раз предпринял попытку рассмотреть проблемы функционирования федерального закона «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств». Однако, все рассматриваемые проблемы сводятся, в итоге, к двум.

© Мингазинова Е.Р., 2014

Первая – несовершенство законодательно-нормативной базы. С этим нельзя не согласиться, но именно на решение выявляемых в процессе действия установленных организационных и экономических составляющих существующего механизма ОСАГО и направлены изменения, вносимые в регулирующие его нормативно-правовые акты. Дальнейшего совершенствования требуют дифференциация коэффициентов, применяемых к тарифам, порядок «прямого урегулирования», контроль над исполнением закона страховщиками и ряд других вопросов.

Однако, нельзя согласиться с мнением автора об одном из основополагающих положений закона - установлением тарифов, учитывающих технические характеристики, конструктивные особенности и назначение транспортных средств. В статье отмечено: *«В названии закона звучит «гражданская ответственность автовладельца», т.е. ответственность автовладельца, а условия применения коэффициентов жестко привязаны к транспортному средству. Чем больше лошадиных сил, тем выше коэффициент (КМ – «мощность двигателя»). Непонятно, машина сама развивает скорость, или это зависит от водителя, нажимающего на педаль газа? Чем сильнее нажимаем, тем быстрее едет автомобиль, соответственно выше вероятность аварий. Коэффициент излишен».*

Безусловно, вероятность наступления страхового случая зависит от мастерства лиц, допущенных к управлению автотранспортным средством, что учитывают соответствующие коэффициенты, но очевидно и то, что в случае ДТП с участием более мощного автомобиля, ущерб, нанесенный другим участникам движения, будет выше. Следовательно, выше будет и размер выплат, логично, что владельцы мощных автомобилей должны внести больший вклад в формирование соответствующих страховых резервов. Таким образом, отрицание Исламовым Ф.Ф. коэффициентов, учитывающих технические характеристики автотранспортного средства, не является экономически обоснованным.

Также спорными являются утверждения, касающиеся учета водительского стажа (обозначенная проблема, с нашей точки зрения, решатся при применении коэффициента страховых тарифов в зависимости от наличия или отсутствия страховых возмещений при наступлении страховых случаев, произошедших в период действия предыдущих договоров обязательного страхования). Автор негативно относится к росту тарифов по ОСАГО, видя в них только рост прибыльности страховщиков. Однако тарифы, которые не менялись почти 10 лет, были приняты исходя из социальной направленности, хотя такой подход практически нигде в Европе (кроме стран Прибалтики и Болгарии) не применяется. В основном применяются смешанные тарифы, формирующиеся с целью полноты выплат. Насколько новые тарифы соответствуют актуарным расчетам, построенным на достоверной статистике, и обеспечат увеличенные лимиты выплат, покажет время. Обвинять же все страховое сообщество только в стремлении к наживе *(«Не слишком ли вольготно для страховщиков?»; «Может пора остановить аппетит страховщиков?»* пишет автор*)* не корректно, как и использование таких выражений в научной статье.

Вторая проблема, которую выделяет автор, это недобросовестность страховщиков. К сожалению, в ряде случаев, действительно, действия страховщиков, и не только в рамках ОСАГО, нельзя назвать добросовестными.

Это подтверждают некоторые приведенные в статье примеры (отказ заключить договор, навязывание дополнительных услуг и некоторые другие), а также судебная практика. Однако в статье не рассматривается, и даже не обозначается, вторая сторона медали – мошенничество со стороны страхователей, увеличение цен на машины, как следствие – увеличение сумм ущерба и выплат (даже в пределах ранее действовавших лимитов), рост числа участников дорожного движения, что, безусловно, повышает риски.

При этом следует отметить, что изменения, внесенные закон об ОСАГО, направлены, в значительной мере, и на защиту интересов страхователей. В первую очередь - это увеличение лимита выплат, в том числе компенсационных выплат РСА; снижение максимального возможного значения износа при расчете возмещения по ОСАГО с 80% до 50%; сокращение до 20 календарных дней срока выплаты потерпевшему (или направления мотивированного отказа), за исключением нерабочих праздничных дней. Принципиальным, с нашей точки зрения, является возможность применения Закона «О защите прав потребителей» в части, не урегулированной федеральным законом 40-ФЗ и введение статьи 15.34.1 в Кодекс об административных правонарушениях, предусматривающей штрафы к сотрудникам страховых компаний (50 000 руб.) за необоснованный отказ в оформлении договоров по обязательному страхованию или навязывание дополнительных страховых продуктов и ряд других новаций.

Если остановиться на гипотезе автора, что повышение цен на автомобили, которое может привести к снижению спроса на них и «*приведет к снижению собираемости премии по рискам КАСКО, ОСАГО*», то можно сказать следующее.

По–нашему мнению, в части страхования ответственности автовладельцев, возможно замедление темпов роста премий за счет снижения количества покупок автомобилей, некруглогодичного использования транспорта отдельными категориями страхователей и иных аналогичных последствий кризиса. Но маловероятно снижение достигнутого уровня собранных взносов, так как для лиц, уже имеющих автотранспорт, обязанность страховать свою ответственность, никто не отменял, да и новые автомобили будут приобретаться по-прежнему, хотя, тут можно согласиться с автором, в меньшем количестве.

Также обращает на себя внимание некорректность в ряде случаев приравнивания страхования ответственности к страхованию имущества: *«Привлекательность страхования имущества снизилась по сравнению с прошлогодними ожиданиями, что, возможно, связано с высокой убыточностью по договорам обязательного страхования опасных объектов»*).

Вывод: автор, безусловно, исследует в статье актуальную не только для страхового рынка, но и общую социально-экономическую проблему, затрагивая действительно значимые для эффективного функционирования рынка ОСАГО, вопросы. Однако, с нашей точки зрения, название статьи не соответствует действительности. При этом видение проблем только в несовершенстве законодательно-нормативной базы и недобросовестном поведении отдельных страховщиков приводит к ее сужению. Также автору рекомендуется более корректно использовать классификацию страхования.

УДК 336.6

Калмыков Владимир Юрьевич

аспирант кафедры денег и ценных бумаг,
Институт экономики и финансов,
ФГАОУ ВПО «Казанский (Приволжский)
федеральный университет», г. Казань

darkmessenger2005@yandex.ru

Инвестиционно-накопительные механизмы пенсионного страхования и их роль в развитии экономики страны

Аннотация. В статье рассматриваются механизмы инвестирования пенсионных средств в инфраструктуру и опыт реализации крупных инфраструктурных проектов с их использованием.

Автором данной статьи представлена сравнительная характеристика распределительной и накопительной пенсионных систем, рассматриваются преимущества и недостатки каждой из них. Дается определение инвестиционно-накопительных механизмов пенсионного страхования как совокупности финансовых отношений, связанных с инвестиционной деятельностью, способствующей накоплению финансовых ресурсов, временное размещение которых способно оказывать влияние на экономику страны.

В статье представлена характеристика современной пенсионной системы РФ. Рассматриваются различные инструменты инвестирования в инфраструктуру, среди которых автором данной статьи выделяется такой класс активов как инфраструктурные облигации. Раскрываются основные преимущества инвестирования пенсионных средств в инфраструктурные облигации: длительный период обращения инфраструктурных облигаций; наличие обеспечения; целевой характер использования средств от размещения инфраструктурных облигаций; встроенные механизмы страхования от инфляционных потерь, при наличии купона, индексируемого в соответствии с уровнем инфляции; низкая зависимость от ситуации на рынке ценных бумаг.

Проанализирован опыт реализации масштабных проектов путем заключения концессионных соглашений на примере проекта Министерства транспорта РФ. Раскрыта роль инфраструктурных инвестиций в развитии инвестиционно-накопительных механизмов пенсионного страхования, заключающаяся в следующем: защита пенсионных накоплений от резких колебаний изменения стоимости, доходности и инфляции; обеспечение соответствия горизонтов инвестирования пенсионных средств долгосрочным пенсионным обязательствам; обеспечение диверсификации пенсионных накоплений при их инвестировании. Проанализированы инвестиционные характеристики основных сегментов инфраструктуры. Предложена классификация инфраструктурных проектов в зависимости от степени риска, на основе которой даются рекомендации по формированию инвестиционного портфеля инфраструктурных инвестиций с использованием различных инструментов и объектов инвестирования.

Ключевые слова: пенсионное страхование, пенсионные накопления, инвестирование пенсионных средств, инфраструктура, инфраструктурные инвестиции, инфраструктурные облигации, концессионные соглашения.

Современные пенсионные системы мира характеризуются большим разнообразием, что обусловлено историческим развитием конкретной страны,

© Калмыков В.Ю., 2014

экономическими условиями и законодательными особенностями. Тем не менее, можно выделить две основные разновидности пенсионных систем: распределительная и накопительная.

В рамках распределительной пенсионной модели размер пенсии гражданина зависит от трудового стажа, уровня заработной платы, суммы уплаченных страховых взносов. В распределительных пенсионных системах пенсионное обеспечение образуется по следующему принципу: современное поколение финансирует расходы на выплату пенсий предыдущему поколению, то есть все собранные страховые взносы целиком и полностью расходуются на выплату пенсий в текущее время. Следовательно, уровень благополучия лиц, получающих пенсию зависит, прежде всего, от экономической активности современного поколения. Пенсия в распределительных системах носит социальный характер, выплата и размер пенсий всегда обязательно гарантируется государством.

Принципиальным отличием накопительной пенсионной модели является формирование индивидуальных реальных денежных накоплений у застрахованного лица. Все перечисленные застрахованным лицом взносы не расходуются на выплату пенсии другим получателям в текущем периоде, а помещаются на индивидуальный пенсионный счет в лицензированную финансовую компанию, которая занимается хранением, учетом и размещением указанных средств (самостоятельно, либо с привлечением сторонней организации) на финансовом рынке с целью их сохранения и прироста. Государство в рамках накопительной пенсионной системы выполняет контрольно-надзорные, законодательные и регулирующие функции над деятельностью финансовых институтов, участвующих в пенсионном обеспечении, не гарантируя при этом застрахованным лицам размеров пенсионных выплат.

Мировой опыт показывает, что и распределительная, и накопительная пенсионная система имеют свои недостатки и преимущества.

Преимущество распределительных пенсионных систем заключается в независимости размеров пенсий от результатов функционирования финансовых рынков и деятельности руководства пенсионных фондов и других лицензированных организаций, осуществляющих инвестирование пенсионных средств. Пенсии при распределительных системах обеспечивают более надежную социальную защиту и более высокую норму замещения (отношения пенсии к заработной плате) для лиц с невысокой заработной платой. Однако в распределительной системе величина пенсионных фондов напрямую зависит от демографических факторов и состояния рынка труда: уровня занятости, безработицы, заработной платы, соотношения численности плательщиков взносов и пенсионеров. К концу прошлого столетия изменения в этих факторах подорвали устойчивость распределительных систем. В переходных экономиках устойчивость системы, помимо прочего, подрывается массовым уклонением от уплаты социальных взносов и развитием неформальной занятости.

В отличие от распределительных, накопительные пенсионные системы имеют следующие основные преимущества:

- отсутствие зависимости от демографической ситуации;

- отсутствие зависимости от соотношения между работающими гражданами и пенсионерами;
- наличие дифференциации размеров пенсий в зависимости от величины накопленной суммы пенсионных накоплений и эффективности их инвестирования;
- возможность использования долгосрочных финансовых ресурсов для нужд экономического характера, что приводит к увеличению инвестиций в экономику и экономическому росту;
- воздействие конкуренции приводит к активному развитию финансовых институтов, участвующих в пенсионном страховании.

Таким образом, именно в накопительных пенсионных системах имеют место инвестиционно-накопительные механизмы пенсионного страхования, под которыми мы понимаем совокупность финансовых отношений, связанных с инвестиционной деятельностью, способствующей накоплению финансовых ресурсов, временное размещение которых способно оказывать влияние на экономику страны.

Российская пенсионная система представляет собой пенсионную систему смешанного типа, так как в ней присутствует как распределительный, так и накопительный компонент. Однако современное состояние системы государственного пенсионного обеспечения в РФ характеризуется нехваткой финансовых ресурсов в бюджете Пенсионного фонда РФ (ПФР) на выплату трудовых пенсий и высокой зависимостью обязательного пенсионного страхования от безвозмездных поступлений из Федерального бюджета. В то же время накопительная составляющая пенсионной системы в нашей стране не получила должного развития, а с проведением новой пенсионной реформы в конце 2013 г. численность граждан, попадающих под ее влияние, существенно сократилась. Несмотря на то, что пенсионные накопления могли бы являться существенным внутренним источником для долгосрочных инвестиций в экономику нашей страны.

Так, к примеру, в настоящее время российская экономика испытывает острую потребность в наращивании инвестиций в инфраструктурные проекты. По расчетам McKinsey Global Institute, до 2030 г. потребности России в инфраструктурных инвестициях оцениваются в 4% ВВП. [1] В то время, когда Китай, начиная с 2000-х гг., инвестирует в инфраструктуру 8 – 10% ВНП, Индия — 4 – 6%, то Россия едва дотягивает до 1 – 2%, находясь на уровне стран Латинской Америки. Зарубежные страны прилагают значительные усилия по модернизации инфраструктуры, поскольку рассматривают ее как платформу для инноваций. Необходимо отметить, что каждый 1 млрд. долл., инвестируемый в инфраструктуру, создает для экономики страны 15 тысяч новых рабочих мест и примерно 30 тыс. дополнительных рабочих мест в смежных с инфраструктурой отраслях. [2]

На современном этапе развития России необходимо инвестировать значительные объемы средств во все сектора инфраструктуры, начиная от модернизации транспортных и энергетических систем, до систем связи и телекоммуникаций. Еще в 2007 г. правительство оценило потребности в модернизации российской инфраструктуры на уровне 1 трлн. долл., которые

нужно потратить в течение десяти лет, большая часть которых, как предполагалось, должна прийти из частного сектора. Однако мировой финансовый кризис 2008 г. и рост политических рисков привели к тому, что частные инвестиции в инфраструктуру в больших объемах так и не поступили.

По нашему мнению, в текущих условиях крайней изношенности и несоответствии современным технологиям объектов инфраструктуры в нашей стране, на развитие инфраструктуры требуется выделять не менее 6% ВВП страны – около 4 трлн. руб. или 120 млрд. долл. в год (66,76 трлн. руб. составил ВВП в 2013 г.). Потребности в инфраструктурных инвестициях в России в 2014 г., согласно оценкам американских экспертов, составляют порядка 120 млрд. долл. (включая нефтегазовые инвестиции). Так, одна только транспортная стратегия России предусматривает на период 2013 – 2030 гг. инвестиции в размере порядка 1,8 трлн. долл., половину из которых должны обеспечить внебюджетные источники.

Вложения в инфраструктуру осуществляются с использованием различных инструментов, но, в случае с инвестированием пенсионных средств, наилучшим образом подходит такой класс активов как инфраструктурные облигации. Ключевыми отличиями инфраструктурных облигаций от иных способов финансирования инфраструктурных проектов являются заложенные в самой их сущности публичная обращаемость и дробность инвестиций. Фактически это означает ликвидность инвестиций, наличие публичного контроля реализации проекта, доступность для более широкого круга инвесторов.

Инфраструктурные облигации, как и любой другой финансовый инструмент, имеют свои инвестиционные качества и особенности, которые характеризуют его как объект инвестирования. Эти качества обусловлены как свойствами самого инструмента, так и лежащими в его основе реальными экономическими процессами, что и определяет интерес инвесторов к данному инструменту. К ним относят:

- длительный период обращения инфраструктурных облигаций (как правило, 15 – 30 лет), что соответствует среднему сроку реализации проекта, в ходе которого осуществляется строительство (модернизация) объекта и период эксплуатации проекта;
- наличие обеспечения (государственные и муниципальные гарантии, банковские гарантии и поручительства, залог имущества);
- целевой характер использования средств от размещения инфраструктурных облигаций: устанавливается перечень объектов или виды работ (услуг), финансируемых за счет средств, полученных от размещения облигаций;
- встроенные механизмы страхования от инфляционных потерь, при наличии купона, индексируемого в соответствии с уровнем инфляции;
- низкая зависимость от ситуации на рынке ценных бумаг;
- выпуск инфраструктурных облигаций осуществляется, как правило, на основании концессионного соглашения или соглашения о ГЧП между государством (на федеральном или региональном уровне) или

муниципальными органами власти, с одной стороны, и проектной компанией, осуществляющей эмиссию облигаций, с другой. [3]

Важным плюсом инфраструктурных облигаций является низкая корреляция их котировок с другими финансовыми инструментами, что позволяет долгосрочным инвесторам эффективно диверсифицировать свои вложения, а также обеспечить гарантированную доходность инвестиций. А также соответствие инфраструктурных облигаций требованиям к составу и структуре активов, установленным для пенсионных фондов и страховых организаций, что позволяет таким инвесторам вкладывать в них свои средства.

В нашей стране реализация инфраструктурных проектов с использованием инфраструктурных облигаций осуществляется в рамках создания государственно-частных партнерств, действующих на основе концессионных соглашений. Согласно российскому законодательству, концессионное соглашение представляет собой договор, в котором одна сторона (концессионер) обязуется за свой счет создать и/или реконструировать определенное этим соглашением имущество (объект концессионного соглашения), право собственности, на которое принадлежит или будет принадлежать другой стороне (концеденту). В то же время концессионер обязуется осуществлять деятельность с использованием объекта концессионного соглашения, а концедент предоставить на определенный данным соглашением срок концессионеру права владения и пользования объектом для осуществления указанной деятельности.[4] В качестве объектов концессионного соглашения могут выступать объекты транспортной, социальной, энергетической инфраструктуры: автомобильные дороги (или отдельные их участки), объекты железнодорожного транспорта, аэродромы (включая сооружения авиационной инфраструктуры), объекты образования, спорта, здравоохранения, коммунальные сети, гидротехнические сооружения и прочие.

Опыт реализации масштабных проектов общегосударственного значения путем заключения концессионных соглашений рассмотрим на примере проекта Министерства транспорта РФ, которое в своей инвестиционной декларации называет концессионные соглашения одним из основных механизмов развития транспортной инфраструктуры страны и использует их при строительстве автомобильных и железных дорог. [5]

Одним из таких проектов является строительство скоростной платной автомобильной дороги М11 «Москва – Санкт-Петербург», ввод в эксплуатацию которой планируется в 2018 г. Строительство дороги ведется в разбивке по участкам, по каждому из которых Государственная компания «Российские автомобильные дороги» (ГК «Автодор») является концедентом и заключает отдельное концессионное соглашение (рис. 1).

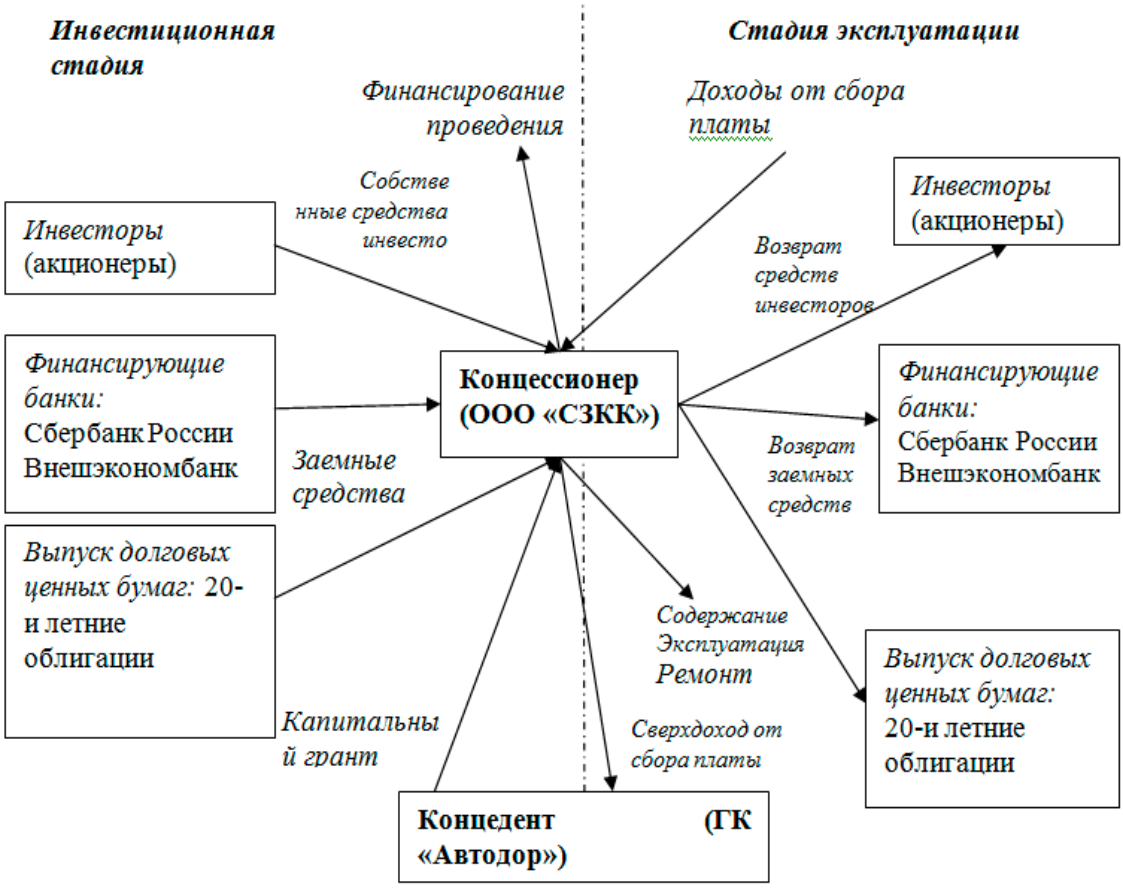

Рис. 1. Организация финансирования проекта строительства скоростной платной автомобильной дороги М11 «Москва – Санкт-Петербург»

Организация финансирования одного из участков проекта (15км – 58км) разделена на две стадии: инвестиционную и стадию эксплуатации. На инвестиционной стадии осуществляется привлечение средств на строительство объекта из различных источников. Так, при общей стоимости проекта по строительству участка дороги 66,08 млрд. руб. – около 45% (или 29,5 млрд. руб.) составляет капитальный грант, который выделяет Правительство РФ за счет средств Инвестиционного фонда РФ, остальные средства привлекает концессионер ООО «Северо-Западная концессионная компания» («СЗКК»). [6] Банковское финансирование реализовано в виде синдицированного кредита на сумму 29,2 млрд. руб. на срок 20 лет от двух российских банков – Сбербанка России и ВЭБ. Для финансирования проекта «СЗКК» также были выпущены облигации со сроком обращения 20 лет на сумму 10 млрд. руб., обеспеченные государственной гарантией. По облигациям установлены полугодовые купоны: по первому купону - на уровне 11,15% годовых, по остальным доходность плавающая, и установлена на уровне инфляции, увеличенной на 3 процентных пункта.

Продукция и доходы, полученные концессионером «СЗКК» на стадии эксплуатации, являются его собственностью. При этом если в ходе эксплуатации участка платной дороги доходы будут ниже согласованных параметров, ГК «Автодор» возлагает на себя обязательства по обеспечению минимального размера дохода путем перечисления компенсационных платежей. В этом

заключается риск концедента ГК «Автодор», которому необходимо осуществить верный прогноз спроса со стороны пользователей автомобильной дороги, а также разработать тарифную политику, условия ее применения в зависимости от видов транспортных средств, погодных и других условий.

Долгосрочные облигации, выпущенные «СЗКК» для финансирования указанного проекта, по своим инвестиционным качествам удовлетворяют критериям эффективности при выборе объекта инвестирования пенсионных накоплений: во-первых, характер выплачиваемого дохода по ним обеспечивает защиту от инфляции; во-вторых, обязательства по ним гарантированы государством, что обеспечивает надежность инструмента; из чего следует сохранность вложенных средств. Горизонт инвестирования соответствует той части пенсионных средств, выплата которых ожидается в долгосрочной перспективе.

Таким образом, данный инструмент с точки зрения соответствия критериям эффективности объекта инвестирования пенсионных средств является весьма привлекательным для пенсионных фондов. Необходимо отметить, что выпуск облигаций «СЗКК» можно считать серьезным шагом на пути к развитию всего рынка инфраструктурных инвестиций пенсионными фондами, открывающим новые возможности как для совершенствования инвестиционно-накопительных механизмов пенсионного страхования, так и для развития экономики страны.

При общем объеме пенсионных ресурсов 3,82 трлн. руб. (по состоянию на 31.12.2013 г.), 78% из которых составляют пенсионные накопления (2,99 трлн. руб.) и 22% – пенсионные резервы (831,64 млрд. руб.) в инфраструктуру можно вложить не менее 25% средств (или около 1 трлн. руб.) с использованием различных инструментов.

Отметим, что если ранее были законодательные ограничения по покупке подобных облигаций государственной управляющей компанией (ВЭБ) пенсионными накоплениями, то после внесения изменений в декабре 2012 г. в инвестиционную декларацию расширенного инвестиционного портфеля, максимальная доля таких облигаций в портфеле не ограничена. Более того, теперь не устанавливается максимальная доля входящих в расширенный инвестиционный портфель таких облигаций одного выпуска, что решает проблему поиска соинвесторов, для того чтобы выпуск состоялся. [8]

Однако, при том что в нашей стране уже имеется первый опыт участия пенсионных средств в реализации инфраструктурных проектов, по сравнению с зарубежными странами данное направление еще имеет серьезный потенциал своего развития. В свою очередь, реализация инфраструктурных проектов предоставляет возможности для развития концессионного механизма в нашей стране, использование которого предоставляет возможности по привлечению частных инвестиций в экономику.

Таким образом, роль инфраструктурных инвестиций в развитии инвестиционно-накопительных механизмов пенсионного страхования заключается в следующем:

- защита пенсионных накоплений от резких колебаний изменения стоимости, доходности и инфляции;
- обеспечение соответствия горизонтов инвестирования пенсионных средств долгосрочным пенсионным обязательствам;
- обеспечение диверсификации пенсионных накоплений при их инвестировании.

Кроме этого, тот факт, что инфраструктурные проекты способны наглядно показать гражданам как их пенсионные средства могут приносить реальную пользу современной действительности, развивая инфраструктуру страны и улучшая качество жизни самих граждан, способен повысить интерес граждан к пенсионной системе в целом и стимулировать активную гражданскую позицию по управлению пенсионными накоплениями.

В то же время, при выборе объектов инфраструктуры необходимо учитывать, что инвестиционные характеристики у различных объектов инфраструктуры отличаются и при формировании инфраструктурного инвестиционного портфеля важно соблюдать принцип диверсификации вложений пенсионных средств (табл. 1).

При этом инфраструктурным проектам свойственны и риски, среди которых выделяют: задержки сроков строительства, увеличение стоимости бюджетов строительства, ошибочные прогнозы окупаемости проектов, сложности с получением разрешений и прочие бюрократические проблемы.

Таблица 1

Инвестиционные характеристики основных сегментов инфраструктуры [9]

Сегмент	Риск	Средняя годовая доходность в первые 5 лет	Средняя внутренняя норма доходности IRR
Платные дороги (эксплуатация)	низкий	4-8%	8-12%
Платные дороги (строительство)	умеренно - высокий	3-5%	12-20%
Железные дороги	умеренный	8-12%	14-18%
Воздушные и морские порты	умеренный	5-10%	15-18%
Проектное финансирование	умеренно-низкий	6-12%	9-11%
Энергия, сети, системы долгосрочного тарифного регулирования	умеренно-низкий	6-10%	10-15%

Кроме этого, финансовые инструменты, с использованием которых осуществляется финансирование инфраструктурных проектов, также имеют свои свойственные риски. Исходя из этого, мы предлагаем следующую классификацию инфраструктурных проектов в зависимости от степени риска (рис.2).

Так, на рисунке видно, что среди основных инструментов инвестирования наименьшим риском обладают инфраструктурные облигации, а наибольшим – прямые инвестиции, под которыми мы понимаем участие в уставном капитале предприятий, либо покупку, создание или расширение их основных фондов.

Рис. 2. Классификация инфраструктурных инвестиций по степени риска

В процессе инвестирования пенсионных средств в инфраструктурные проекты представляется целесообразным диверсифицировать вложения между различными инфраструктурными проектами и использовать различные финансовые инструменты. Мы предлагаем вариант распределения пенсионных средств, при котором в качестве основного структурного элемента портфеля будут использованы инфраструктурные облигации, обоснованный нами как наиболее подходящий инструмент для инвестирования пенсионных средств, обеспечивающий критериям сохранности и длительного периода инвестирования (рис.3).

Как видно из рис. 3, доля инфраструктурных инвестиций с использованием инфраструктурных облигаций в предложенной структуре портфеля составляет 65%. Другие инструменты, такие как: корпоративные облигации, акции, инвестиционные паи фондов, прямые инвестиции, также необходимы для поддержания ликвидности и увеличения доходности портфеля, на них приходится оставшаяся часть средств.

Таким образом, необходимо совершенствовать процесс использования финансовых ресурсов в пенсионной системе путем вложения их в инструменты

финансового рынка, непосредственно связанные с долгосрочными инфраструктурными проектами. Инфраструктурные инвестиции обладают не только важными социальными функциями и способствуют экономическому росту страны, но и выступают как инструмент, соответствующий основным критериям эффективности вложения пенсионных ресурсов:

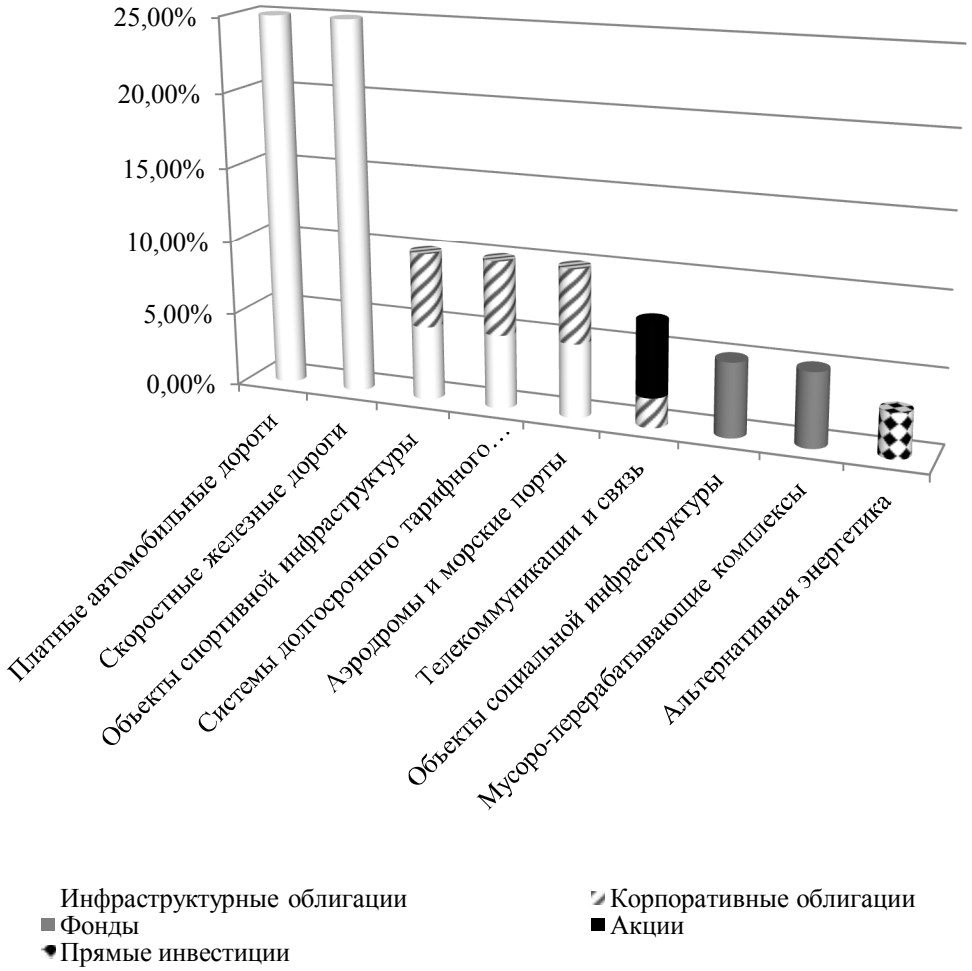

Рис. 3. Структура инвестиционного портфеля по инфраструктурным инвестициям

- обеспечение сохранности пенсионных средств;
- соответствие горизонтов инвестирования обязательствам;
- надежность объектов инвестирования.

При этом, учитывая также возможность диверсификации средств между различными объектами инфраструктуры и способами инвестирования, данный инструмент имеет особое значение для развития инвестиционно-накопительных механизмов пенсионного страхования нашей страны.

Список литературы

1. Глобальный институт McKinsey (MGI) / McKinsey Global Institute Эффективная Россия. Производительность как фундамент роста [Электронный ресурс]: Режим доступа: http://www.mckinsey.com/mgi, свободный. (Дата обращения 01.10.2014).
2. Кондратьев В.Б. Инфраструктура как фактор экономического роста // Российское предпринимательство. – 2010. – № 11. 2 (171) – С. 29 – 36.
3. Макаревич К.А. Инфраструктурные облигации: иностранный опыт и нормативно-правовое регулирование в России // Вопросы экономики и права. – 2011. – № 2. – С.208
4. О концессионных соглашениях: [федер. закон №115-ФЗ от 21.07.2005 г.] (ред. от 28.12.2013 г.) // КонсультантПлюс. ВерсияПроф [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – [М., 2014]. (Дата обращения 01.10.2014).
5. Министерство транспорта РФ [Электронный ресурс]: Официальный сайт. Режим доступа: http://www.mintrans.ru/ свободный. (Дата обращения 01.10.2014).
6. Государственная компания «Российские автомобильные дороги» [Электронный ресурс]: Официальный сайт. Режим доступа: http://russianhighways.ru/свободный (Дата обращения 01.10.2014).
7. Информационное агентство Investfunds.Ru - информация о фондовом рынке [Электронный ресурс]: Официальный сайт. Режим доступа: http://investfunds.ru/свободный (Дата обращения 01.10.2014).
8. Об утверждении Инвестиционной декларации расширенного инвестиционного портфеля государственной управляющей компании: постановление Правительства Российской Федерации от 01.09.2003 № 540: (ред. от 25.12.2013) // КонсультантПлюс. ВерсияПроф [Электронный ресурс]. – Электрон. дан. – [М., 2014].
9. Larry W. Beeferman Pension Fund Investment in Infrastructure: A Resource Paper // Pensions and Capital Stewardship – Project Labor and Work life Program –Harvard Law School – Occasional Paper Series №3, December, 2008.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Калмыков В.Ю. Инвестиционно-накопительные механизмы пенсионного страхования и их роль в развитии экономики страны // Пермский финансовый журнал. 2014. № 2(11). С. 87 – 99

Vladimir Y. Kalmykov

Post graduate candidate of Institute of Economics and Finance,
Kazan (Volga Region) Federal University,
Kazan, Russia

Investment-Cumulative Mechanisms of Pension Insurance and Their Role in Development of National Economy

Abstract. The article shows investment mechanisms of pension funds in infrastructure and experience in realization of major infrastructure projects with their use.

The author of this article provides a comparative summary of the distributive and funded pension systems, discusses the advantages and disadvantages of each of them. Investment-cumulative mechanisms of pension insurance is defined as a set of financial relationships related to investment activities, contributing to the accumulation of financial resources, which temporary allocation can have an impact on the economy.

The article presents the characteristic of a modern pension system of the Russian Federation. Discusses the various investment instruments in infrastructure, among the variety the author allocates such class of assets as infrastructure bonds. Main advantages of investing pension funds in infrastructure bonds are following:

- a long period of circulation of infrastructure bonds;
- presence of collateral;
- targeted use of funds from the placement of infrastructure bonds;
- built-in mechanisms of insurance against inflation losses, due to coupon indexed in line with inflation;
- low dependence on the situation on the securities market.

The experience of implementing large-scale projects through concession agreement with the Ministry of transport of the Russian Federation is analyzed.

The role of infrastructure investments in the development of investment-cumulative mechanisms of pension insurance is:

- protection of pension savings from sharp fluctuations in changes in the value, yield and inflation;
- ensuring compliance of the investment horizons of pension funds long-term pension obligations;
- diversification of the pension savings during investment process.

Investment characteristics of the main segments of the infrastructure are analyzed. Author proposes the classification of infrastructure projects respectively to the degree of risk. On this basis recommendations for the formation of the investment portfolio of infrastructure investments using a variety of tools and objects of investment were given.

Key words: pension insurance, pension funds, pension reserves and savings, investment of pension funds, infrastructure, infrastructure investment, infrastructure bonds, concession agreements.

References

1. “Effektivnaya Rossiya. Proizvoditel'nost' kak fundament rosta”, available at: http://www.mckinsey.com/mgi (Accessed 01 October 2014).
2. Kondrat'ev, V. (2010), “Infrastruktura kak faktor ehkonomicheskogo rosta”, *Rossiiskoe predprinimatelstvo*, vol. 171 no. 11, pp. 29-36.

3. Makarevich, K. (2011), “Infrastrukturnye obligatsii: inostrannyj opyt i normativno-pravovoe regulirovanie v Rossii”, *Voprosy ehkonomiki i prava*, no. 2, p. 208.

4. O kontsessionnykh soglasheniyakh [On concession agreements] [Elektronnyj resurs]: Federal'nyj zakon ot 21.07.2005 N 115-FZ (red. 28.12.2013) // Spravochno-pravovaya sistema «Konsul'tant-Plyus». – Poslednee obnovlenie 01.07.2014 (Accessed 1 October 2014).

5. http://www.mintrans.ru (Accessed 1 October 2014).

6. http://russianhighways.ru (Accessed 1 October 2014).

7. http://investfunds.ru (Accessed 1 October 2014).

8. Ob utverzhdenii Investitsionnoj deklaratsii rasshirennogo investitsionnogo portfelya gosudarstvennoj upravlyayushhej kompanii [Approval of the Investment Declaration of the extended investment portfolio of the government management company] [Elektronnyj resurs]: postanovlenie Pravitel'stva RF ot 01.09.2003, № 540 (red. ot 25.12.2013) // Spravochno-pravovaya sistema «Konsul'tant-Plyus». – Poslednee obnovlenie 01.07.2014 (Accessed 1 October 2014).

9. Larry, W. (2008), Beeferman Pension Fund Investment in Infrastructure: A Resource Paper. Pensions and Capital Stewardship”, *Occasional Paper Series*, no.3, p.58.

Please cite this article in English as:

Kalmykov, Y.V. (2014), “Investment-Cumulative Mechanisms of Pension Insurance and Their Role in Development of National Economy”, *Perm Financial Review,* no. 2 (11), pp. 87 – 99.

Бондаренко Ольга Геннадиевна

магистрант
ФГБОУ ВПО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации», г. Москва

olgusik_06@bk.ru

Финансовая устойчивость коммерческой организации в условиях экономического кризиса

Аннотация. Финансовая устойчивость является важнейшей характеристикой деятельности коммерческой организации в условиях рыночной экономики. Ее значение особо возрастает в данный момент, так как для современной экономики России характерно действие целого ряда негативных факторов. С одной стороны, внешние факторы, связанные с санкциями, которые другие страны применяют к России, а с другой стороны, внутренние, обусловленные, например, недостаточностью финансовой поддержки организаций со стороны государства. Их действие связано, прежде всего, с изменением формы собственности без значительных изменений законодательной базы Российской Федерации, инфляцией, неопределенностью в поведении покупателей, поставщиков, конкурентов и др. На коммерческую деятельность организаций негативное влияние также оказывают экономические кризисы; в частности, кризис 2009 г. привел к банкротству целого ряда предприятий малого бизнеса. В связи с этим весьма актуальны исследования, посвященные эффективному управлению финансовой устойчивостью коммерческой организации в антикризисном менеджменте. Рассмотрению данной проблемы посвящена настоящая статья. Вследствие неоднозначности трактовки в научной литературе понятия финансовой устойчивости в статье проанализировано и сформулировано авторское определение данной категории. Рассмотрены влияющие на нее внешние (политические и правовые, экономические, социальные и культурные, технологические) и внутренние (отраслевая принадлежность, состав и структура выпускаемой продукции, компетентность менеджеров, величина и структура расходов, состояние имущества и финансовых средств факторы). Отражены принципы и функции, а также основные направления эффективного управления финансовой устойчивостью коммерческой организации в антикризисном менеджменте. Обсуждается существенная роль диагностики финансовой устойчивости коммерческой организации в антикризисном менеджменте.

Ключевые слова: финансовая устойчивость, диагностика, эффективное управление, коммерческая организация, экономический кризис, рыночная экономика, антикризисный менеджмент.

Финансовая устойчивость является важнейшей характеристикой финансово-экономической деятельности коммерческой организации в условиях рыночной экономики. На сегодняшний момент среди экономистов существуют различные точки зрения по вопросу финансовой устойчивости хозяйствующего субъекта и определения системы показателей оценки финансовой устойчивости (табл.1).

© Бондаренко О.Г., 2014

По приведенной таблице, очевидно, что невозможно дать однозначную трактовку финансовой устойчивости, вследствие того, что данная категория формируется под воздействием множества факторов и проявляется в многообразии оценочных показателей финансового состояния коммерческой организации. Тем не менее, понятие финансовой устойчивости является комплексной категорией, включающей в себя следующие элементы:

1) условия для успешного функционирования организации;

2) характеристику финансовых ресурсов;

3) анализ финансово-экономического состояния коммерческой организации.

Таким образом, целесообразно сформулировать следующее определение финансовой устойчивости, как долговременной платежеспособности при соблюдении условий финансового равновесия между собственным и заемным капиталом с учетом эффективного использования финансовых ресурсов в целях обеспечения высоких финансовых результатов.

Диагностика финансовой устойчивости предполагает проведение анализа, целью которого является оценка реального финансового состояния организации; а поиск внутрихозяйственных возможностей, средств и способов ее укрепления определяет характер проведения и содержания экономического анализа.

Обеспеченность финансовой устойчивости коммерческой организации является важнейшим аспектом антикризисного управления, в задачу которого входит создание условий платежеспособности компании.

На параметры финансовой устойчивости организации оказывает влияние совокупность факторов, которые подразделяются на группы исходя из их признаков. В экономических исследованиях принято выделять различные классификационные признаки факторов, оказывающих влияние на финансовое состояние компании.

Например, можно выделить в зависимости от признака:

1. Место возникновения:
   - внешние факторы;
   - внутренние факторы.
2. Важность результата:
   - основные факторы;
   - второстепенные факторы.
3. Структура:
   - простые факторы;
   - сложные факторы.
4. Время действия:
   - постоянные факторы;
   - переменные факторы.

Таблица 1

Сравнение различных точек зрения на финансовую устойчивость коммерческих организации* [1]

Автор	Год	Название работы	Понятие финансовой устойчивости	
			Описание финансового состояния	Показатель оценки финансовой устойчивости
Богдановская Л.А. [3]	2008	Анализ хозяйственной деятельности в промышленности	Сохранение платежеспособности предприятия в перспективе	Соотношение собственного и заемного капитала
Гиляровская Л.Т. Ендовицкая А.В. [4]	2006	Анализ и оценка финансовой устойчивости коммерческих организаций	Целеполагающее свойство финансового анализа и способность предприятия осуществлять основные и прочие виды деятельности в условиях предпринимательского риска и изменяющейся среды бизнеса с целью максимизации благосостояния собственников, укрепления конкурентных преимуществ с учетом интересов общества и государства	–
Грачев А.В. [5]	2010	Финансовая устойчивость предприятия: критерии и методы оценки в рыночной экономике	Уровень финансовой устойчивости характеризует обеспеченность предприятия собственными источниками для дальнейшего роста и развития	Уровень финансовой устойчивости формируется под влиянием платежеспособности текущей ликвидности и структуры активов

* Составлено автором на основе полученной информации

Продолжение табл. 1

Автор	Год	Название работы	Понятие финансовой устойчивости	
			Описание финансового состояния	Показатель оценки финансовой устойчивости
Кравченко Л.И. [6]	2009	Анализ хозяйственной деятельности в торговле	Постоянное наличие в необходимых размерах денежных средств на счетах в банках. Отсутствие просроченной задолженности	Оптимальный объем и структура оборотных активов, оборачиваемость оборотных активов, ритмичность выпуска продукции, товарооборот, рост прибыли
Родионова В.М. Федотова М.А. [7]	1995	Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции	Такое состояние финансовых ресурсов, их распределение и использование, которое обеспечивает развитие предприятия на основе роста прибыли и капитала при сохранении платежеспособности и кредитоспособности в условиях допустимого уровня риска	Система абсолютных и относительных показателей
Савицкая Г.В. [8]	2008	Анализ хозяйственной деятельности предприятия	Способность субъекта хозяйствований функционировать и развиваться, сохранять равновесие активов и пассивов в изменяющейся внутренней и внешней среде, гарантирующее его постоянную платежеспособность и инвестиционную привлекательность в границах допустимого уровня риска	Структура капитала, обеспечивающая постоянное повышение доходов над расходами с целью сохранения платежеспособности и создания условия для самовоспроизводства
Шеремет А.Д. Сайфулин Р.С. Негашев Е.В. [10]	2008	Методика финансового анализа	Основной показатель оценки финансового состояния предприятия Определенное состояние счетов предприятия, гарантирующее его постоянную платежеспособность	Разница между реальным собственным капиталом и уставным капиталом

Вследствие того, что коммерческая организация одновременно является и субъектом, и объектом отношений в рыночной экономике, наиболее важным, на наш взгляд, является деление факторов, влияющих на финансовую устойчивость, на внешние и внутренние (рис.1).

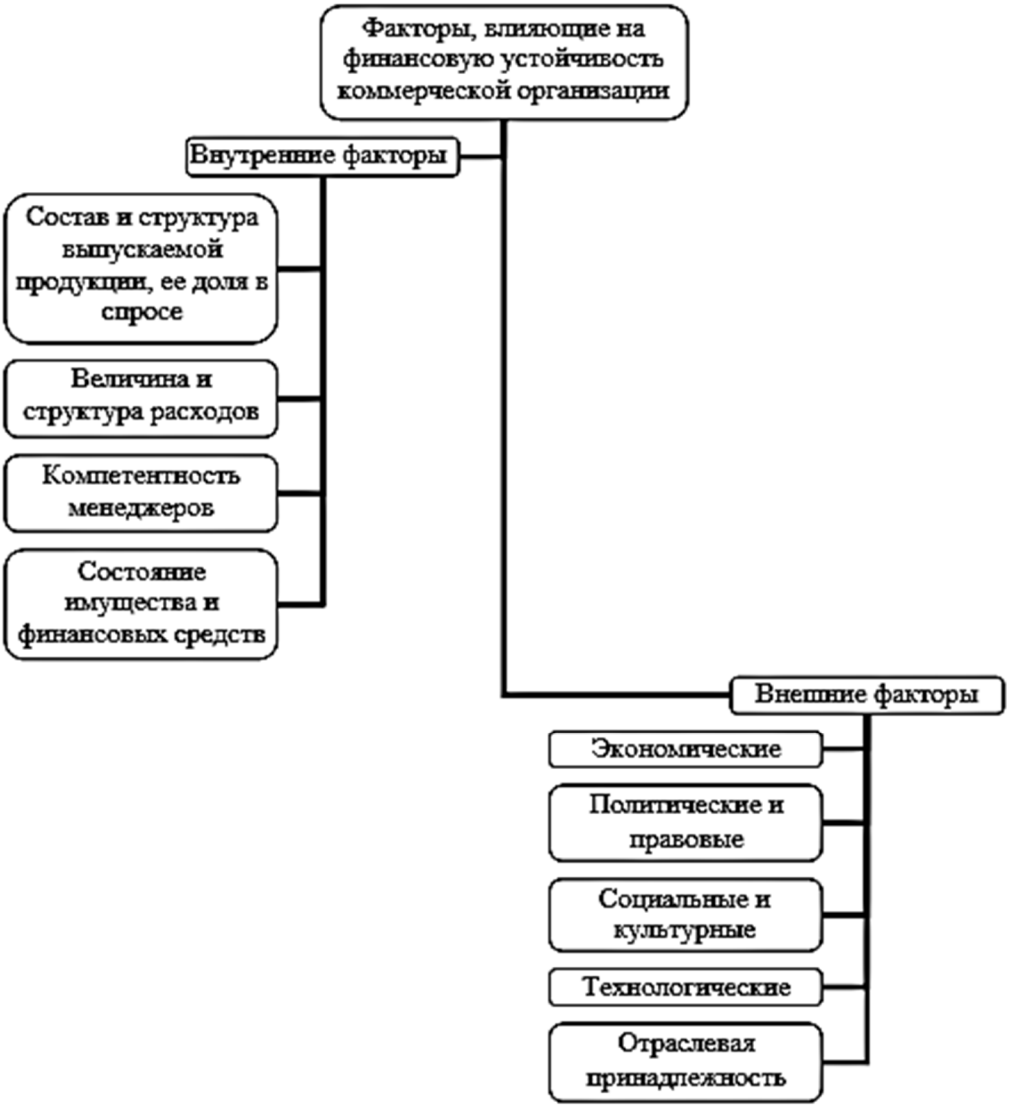

Рис. 1. Внешние и внутренние факторы, влияющие на финансовую устойчивость коммерческой организации

К внешним относятся факторы, находящиеся за пределами организации и воздействующие на нее. Внешняя среда, в которой функционирует коммерческая организация, находится в непрерывном движении и подвержена различным изменениям. Способность компании своевременно реагировать и справляться с этими изменениями внешней среды является одной из наиболее важных составляющих ее финансовой устойчивости.

Внешние факторы подразделяются на пять основных групп:

– политические и правовые факторы. Законодательство и политическая ситуация в стране оказывают влияние на уровень существующих возможностей и угроз. К наиболее значимым из них относятся: денежно-кредитное и налоговое регулирование; расстановка политических сил; отношения между бизнесом и правительством; патентное законодательство; структура правительственных расходов; антимонопольная политика;

– экономические факторы. Микро- и макроэкономический климат в стране определяет уровень возможностей достижения компаниями поставленных экономических целей. Плохие экономические условия снижают потребительский спрос на товары и услуги, а благоприятные – обеспечивают предпосылки для его роста. К внешним экономическим факторам относятся: уровень, динамика и колебания платежеспособного спроса, процентные ставки, экономический цикл, степень развития финансового, кредитного и страхового рынков, курсы обмена валют, уровень инфляции;

– социальные и культурные факторы. Посредством их осуществляется формирование потребительского поведения и оказывается значительное влияние на деятельность организации, определяя ее стратегии;

– технологические факторы. Технологические преобразования и открытия дают большие возможности и серьезные угрозы для деятельности коммерческих организаций.

– отраслевая принадлежность. Отраслевая специфика компании определяет ее положение на рынке, структуру производимых товаров и услуг.

Теперь рассмотрим внутренние факторы, оказывающие влияние на финансовую устойчивость.

К внутренним относятся факторы, напрямую зависимые от организации работы компании. К основным внутренним факторам финансовой устойчивости относятся:

– состав и структура выпускаемой продукции, ее доля в спросе. Для обеспечения финансовой устойчивости необходимо определить количество и состав выпускаемой продукции (услуг), технологии производства и управления;

– компетентность менеджеров. Финансовая устойчивость обеспечивается профессионализмом, опытностью менеджеров, их способностью учитывать изменения внутренней и внешней среды;

– величина и структура расходов. Переменные расходы компании (расходы на электроэнергию, сырье, логистику) должны быть пропорциональны объемам производства. Условно-постоянные расходы (расходы на покупку и аренду оборудования и помещений, управление, амортизацию, рекламу,

процентные выплаты заработная плата сотрудников и прочее) не зависят от объема производства;

– состояние имущества и финансовых средств. Устойчивость организации зависит от качества управления текущими активами, состава оборотных средств, размера запасов и активов в денежной форме.

В современных рыночных условиях основой стабильности положения коммерческой организации является ее финансовая устойчивость [1, 58 с.].

От того, насколько высока финансовая устойчивость коммерческой организации, зависит, насколько она независима от неожиданных колебаний рыночной конъюнктуры и, следовательно, от вероятности наступления банкротства.

В настоящее время в рыночной экономике происходит постоянный рост самостоятельности предприятий при принятии и реализации управленческих решений, их юридической ответственности за результаты хозяйственной деятельности. Возрастает значимость антикризисного управления в коммерческих организациях.

Многообразие мер, применяемых в процессе антикризисного управления на микро- и макроуровне, позволяет их объединить в рамках той или иной политики в данной области. Можно сказать, что антикризисное управление представляет собой комплекс мер, направленных на преодоление или предотвращение кризисного состояния коммерческой организации, проявляющегося в неплатежеспособности, банкротстве, убыточности. Антикризисное управление подразумевает прогнозирование кризисных ситуаций и разработку стратегий их сдерживания и опережения, а в условиях самого кризиса — нейтрализацию или минимизацию его последствий. Важную роль в антикризисном управлении играет диагностика финансовой устойчивости организации.

Б. Райзберг дает следующее определение диагностики финансовой устойчивости: совокупность исследований для определения состояния финансовой устойчивости хозяйственного объекта (организации, предприятия), способов ее достижения, выявления проблем и вариантов их решения [10, 83 с.].

Оценка финансовой устойчивости коммерческой организации в антикризисном управлении направлена на решение следующих задач:

– проведение диагностики финансовой деятельности предприятия на наличие финансового кризиса и на вероятность ее возникновения;
– выявление неплатежеспособности предприятия по своим обязательствам;
– выявление сокращения собственных средств для финансирования производственно-хозяйственной деятельности и привлеченных средств, которые могут привести к финансовым трудностям или финансового кризиса;
– мониторинг и постоянный анализ финансовой деятельности организации и своевременное реагирование на происходящие отклонения;

– минимизация последствий финансового кризиса.

Для проведения эффективного управления финансовой устойчивостью организации в антикризисном менеджменте, оно должно базироваться на следующих принципах:

– постоянной готовности к реагированию;
– превентивности действий;
– срочности реагирования на отдельные кризисные явления в текущей финансовой деятельности коммерческой организации;
– дифференциации индикаторов кризисных явлений по степени их опасности для организации.

Финансовой устойчивости организации в антикризисном управлении присущи аналогичные функции, что и классическому менеджменту, однако каждая из них претерпевает существенные изменения [2, 362 с.]:

- планирование - процесс определения целей предприятия и их изменений, стратегий и программ антикризисной финансовой стабилизации, ресурсов для их достижения;

- организация - формирование оптимальной структуры и объема финансовых ресурсов для их наиболее эффективного использования;

- мотивация - система поощрений и санкций, стимулирующих заинтересованность всего коллектива и каждого работника в повышении эффективности деятельности предприятия с целью скорейшего выхода из финансового кризиса;

- контроль - прогнозирование отклонений от намеченных целей для своевременного оперативного внесения изменений, направленных на повышение эффективности антикризисных финансовых мер.

Практическая реализация функций управления финансовой устойчивостью осуществляется с помощью системы методов.

К методам определения антикризисной финансовой устойчивости предприятий относят весь комплекс мероприятий предварительной диагностики финансового кризиса: нормативные, административные, финансовые, социально-психологические, которые должны сочетаться и создавать необходимый арсенал средств для эффективного оценивания антикризисной финансовой устойчивости предприятия.

К инструментам финансовой устойчивости организации в антикризисном управлении следует отнести: анализ финансовых коэффициентов, характеризующих антикризисную финансовую устойчивость предприятия, оценку денежных потоков, оценку риска.

Основу финансовой устойчивости организации в антикризисном управлении составляют:

- формирование информационной базы и системы индикаторов устойчивости;
- проведение мониторинга и анализа, стресс-теста для определения устойчивости предприятия к финансовым кризисам;
- выработка рекомендации по корректировке политики развития компании с целью усиления устойчивости и предотвращения будущих финансовых кризисов.

Основными направлениями управления финансовыми потоками в антикризисном менеджменте являются:

- обеспечение достаточности денежных средств – посредством уточненного (аналитического) метода; укрупненного метода; экспресс-метода;
- проведение процедур экономии текущих затрат коммерческой организации;
- реструктуризация кредиторской задолженности коммерческой организации.

Диагностика финансовой устойчивости коммерческой организации играет весьма значимую роль в антикризисном управлении, и определение уровня финансовой устойчивости предприятия является важным этапом для формирования приоритетных направлений развития и антикризисного финансового управления предприятием, способствует сокращению негативного влияния нестабильной внешней среды и минимизации воздействия угроз для динамического развития коммерческой организации.

В заключение следует отметить, что на современном этапе развития рыночной экономики действует множество разнообразных факторов, дестабилизирующих деятельность коммерческих организаций и вызывающих финансовые осложнения. Проблемы, с которыми сталкиваются коммерческие организации в настоящее время, спровоцированы снижением производства, недостаточной эффективностью финансового и антикризисного менеджмента, несбалансированностью финансовых потоков, что, в совокупности, обусловило важность и значимость роли диагностики финансовой устойчивости в антикризисном управлении организацией

Список литературы

1. Войтоловский Н.В., Калинина А.П., Мазурова И.И. Комплексный экономический анализ предприятия. – СПб.: Питер, 2010. – 576 с.
2. Бланк И.А. Финансовый менеджмент. Ника-Центр, Киев, 2003. - Т.1. – 592 с.
3. Анализ хозяйственной деятельности в промышленности: учебник / под общ. ред. В.И. Стражева, Л.А. Богдановской. – 7-е изд., испр. – Минск: Выш. шк. 2008. – 527 с.
4. Гиляровская Л.Т., Вехорева А.А. Анализ и оценка финансовой устойчивости коммерческого предприятия. – СПб.: Питер, 2003. – 256 с.
5. Грачев А.В., Абрютина М.С. Анализ и управление финансовой устойчивостью предприятия: от бухгалтерского учета к экономическому: учеб.- практ. пособие. – М.: Финпресс, 2009. – 434 с.

6. Кравченко Л.И. Анализ хозяйственной деятельности в торговле: учебник / Л.И. Кравченко. – 10-е изд., испр. - Минск: Новое знание, 2009. – 511 с.
7. Родионова В.М., Федотова М.А. Финансовая устойчивость предприятия в условиях инфляции. М.: Издательство «Перспектива», 1997. – 230 с.
8. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: учебник. - 4-е изд., перераб. и доп. - М.: ИНФРА-М, 2008. – 512 с.
9. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – М.: Инфра-М, 2012. – 479 с.
10. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа. - М.: ИНФРА-М, 2008. – 208 с.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Бондаренко О.Г. Финансовая устойчивость коммерческой организации в условиях экономического кризиса // Пермский финансовый журнал. 2014. № 2 (11). С. 100 – 110

Olga G. Bondarenko

Master of Financial University
under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russia

Financial Stability of The Commercial Organization in Economic Crisis

Annotation: Financial stability is the most important characteristic of a commercial organization in the market economics. Its importance increases especially in times of economic crisis. Its value increases especially at this moment, because the modern Russian economy is characterized by the action of a number of negative factors. On the one hand, there are external factors related to the sanctions of other countries applied to Russia, on the other hand, internal factors, caused, by a lack of financial support from the state organizations. Their action is due primarily to the change of ownership without significant changes in the legal framework of the Russian Federation, inflation, uncertainty in the behavior of customers, suppliers, competitors and others. The economic crises have a negative impact on the business activities of the organizations; in particular, the crisis of 2009 led to bankruptcy of enterprises of small businesses. In connection with this, studies on effective steering of financial stability of commercial organization in anticrisis management is highly relevant. The article has been devoted of this problem. Due to the ambiguity of interpretation in the scientific literature of the concept of financial stability in this article has been analyzed and formulated its own definition of this category. Both external (political, legal, economic, social and cultural, technological) and internal (branch, composition and structure of the products, competence of managers, the volume and cost structure, condition of the property and financial assets) factors considered in the article. Both the principles and functions, as well as the main directions of the effective management of financial stability of the commercial organization in crisis management were described in the paper. It has been discussed the essential role of diagnostics financial stability for commercial organization in anticrisis management.

Keywords: financial stability, diagnostics, effective management, commercial organization, economic crisis, market economics, anticrisis management.

References

1. Voytolovskiy, N.V., Kalinina, A.P. and Mazurova, I.I. (2010), *Kompleksnyi ekonomicheskiy analiz predpriyatiya* [Complex economic analysis of a company*],* Peter, Saint Petersburg, Russia.
2. Blank, I.A. (2003), *Finansovyi menedzhment. Tom 1* [Financial management. Vol.1]. Nika-Centr, Kiev, Ukraine.
3. Strazhev, V.I, Bogdanovskaya, L.A. (2008), *Analiz hozyaystvennoy deyatel'nosti v promyshlennosti* [Analysis of economic activity in the industry], VII (ed). Vyshaya shkola, Minsk, Belarus.
4. Gilyarovskaya, L.T. and Vehoreva, A.A. (2003), *Analiz i otsenka finansovoy ustoychivosti kommercheskogo predpriyatiya* [Analysis and evaluation of the financial stability of a business company], Peter, Saint Petersburg, Russia.
5. Grachev, A.V. and Abryutina, M.S. (2009), *Analiz i upravlenie finansovoy ustoychivost'yu predpriyatiya: ot buhgalterskogo ucheta k ekonomicheskomy* [Analysis and management of financial stability of company, from accounting to economic], Finpress, Moscow, Russia.
6. Kravchenko, L.I. (2009), *Analiz ekonomicheskoy deyatel'nosti v torgovle* [Analysis of economic activity in the trade], 10th ed., Novoe znanie, Minsk, Belarus.
7. Rodionova, V.M. and Fedotov, M.A. (1997), *Finansovaya stabil'nost' predpriyatiya v usloviyakh inflyatsii* [Financial stability of the enterprise in terms of inflation], Perspective, Moscow, Russia.
8. Savitskaya, G.V. (2008)*, Analiz hozyaystvennoy deyatel'nosti predpriyatiya* [Economic activity analysis], 4th ed., INFRA-M, Moscow, Russia.
9. Raizberg, B.A., Lozovskiy, L.S. and Starodubtseva, E.B. (2012), *Sovremennyy ekonomicheskiy slovar'* [Modern economic dictionary], INFRA-M, Moscow, Russia.
10. Sheremet, A.D., Saifulin, R.S. and Negashev, E.V. (2008), *Metodika finansovogo analiza* [The technique of financial analysis], INFRA-M, Moscow, Russia.

Please cite this article in English as:

Bondarenko, O.G. (2014), "Financial Stability of The Commercial Organization in Economic Crisis", *Perm Financial Review*, no. 2(11), pp. 100 – 110.

Подписано в печать 15.12.2014. Формат 60x84/8.
Усл. печ. л. 12,8. Тираж 500 экз. Заказ

Редакционно-издательский отдел
Пермского государственного национального исследовательского университета
614990, ул. Букирева, 15

Отпечатано в типографии «Печатная студия XXI век»
614010 Пермь, ул. Стахановская, 45а, оф.233