



Федеральная таможенная служба
Государственное казенное образовательное учреждение
высшего образования
«Российская таможенная академия»
Владивостокский филиал

М. Е. Кривелевич, В. А. Останин

**МОНЕТАРНАЯ ЭКОНОМИКА:
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДОХОДОВ,
СОБСТВЕННОСТИ, РИСКОВ**

Курс лекций

Владивосток
2016

УДК 336.7
ББК 65.9(2)26
К82

Рецензенты:

А. И. Фисенко, доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономики и финансов Морского государственного университета им. адм. Г. И. Невельского

Л. А. Сахарова, кандидат экономических наук, профессор кафедры финансового менеджмента Дальневосточного государственного технического рыбохозяйственного университета

В. В. Гребеник, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры экономической теории Российской таможенной академии

Кривелевич, М. Е.

К82 Монетарная экономика : распределение доходов, собственности, рисков : курс лекций / М. Е. Кривелевич, В. А. Останин ; Российская таможенная академия, Владивостокский филиал. – Владивосток : РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2016. – 114 с.

ISBN 978-5-9590-0639-6

Предназначено для формирования комплексного представления о принципах функционирования монетарной экономики. Материал охватывает широкий спектр направленной работы с финансовыми рынками, интерпретацией макроэкономических явлений и анализом состояния национальной экономики.

С учетом возросшей нестабильности финансовой системы в России и высокой вероятности скорого повторения финансовых кризисов полученные из настоящего пособия знания станут для аспирантов, магистрантов необходимым дополнением к учебникам по широкому спектру дисциплин, связанных с функционированием рынка ценных бумаг, иных финансовых рынков, макроэкономики и анализа инвестиций.

УДК 336.7
ББК 65.9(2)26

ISBN 978-5-9590-0639-6

© Кривелевич М. Е., Останин В. А., текст, 2016
© Российская таможенная академия,
Владивостокский филиал, 2016

Содержание

Предисловие от авторов	4
<i>Лекция 1.</i> Создание и применение деривативов	9
<i>Лекция 2.</i> Основные направления развития российского финансового рынка	28
<i>Лекция 3.</i> Предпосылки превращения России в международный финансовый центр	50
<i>Лекция 4.</i> Спекулятивные «мыльные пузыри» их монетарная и немонетарная природа.....	55
<i>Лекция 5.</i> Перераспределение прав собственности, присвоение и распределение дохода в монетарной экономике.....	67
<i>Лекция 6.</i> Специфика российского финансового кризиса 2014–2016 гг. и влияние международных финансовых санкций.....	72
<i>Лекция 7.</i> Ливеридж и распыление собственности на капитал как факторы, деформирующие принятие финансовых решений.....	85
<i>Лекция 8.</i> Распределение дохода и собственности на финансовых рынках	92
Вопросы для самоподготовки.....	104
Глоссарий.....	107
Библиографический список	109

Предисловие от авторов

Финансовые рынки в моделях развития Дальневосточного региона

Любая финансовая система с ее институтами рынков в процессе своего становления и формирования призвана быть адекватной родовой экономической системе, которая совместно с политической системой образует некоторую целостность. При этом уровень зрелости, развитости финансовых институтов в обществе должен соответствовать уровню зрелости экономических институтов, отражать одновременно уровень экономической, финансовой культуры населения, а также менталитета и традиций граждан. Поэтому неразвитость финансовых институтов, например финансового рынка, в стране будет тормозить общее социально-экономическое развитие общества.

В то же время передовые инструменты финансового рынка, которые успешно работают в более зрелых экономиках, не будут востребованы в условиях более примитивного экономического уклада как населением, так и бизнесом. Однако следует признать и то положение, что более быстрая интеграция передовых финансовых структур, в первую очередь структур финансового рынка, которые прошли успешную проверку и адаптацию в странах с развитыми финансовыми институтами, будет служить стимулом к экономическим и социальным преобразованиям.

Принято считать, что рыночная экономика объективно предполагает реализацию большей степени экономической и политической свободы. Однако не следует игнорировать и тот факт, что рыночная свобода, которая переходит во вседозволенность олигархата, может повышать градус социальной напряженности в обществе со всеми вытекающими социальными и политическими негативными последствиями не только для удерживающих экономическую и политическую власть, но и для остального населения. Для доказательства этого суждения достаточно обратиться, например, к современной новейшей истории Латинской Америки, Украины, стран Персидского залива. Опыт проведения экономических реформ в Китае, Индии, России позволяет одновременно обнаружить и противоположные тенденции. В России удалось обеспечить рост производства, внедрение инновационных производств, укрепление оборонно-производственного комплекса, решив главную на нынешнем этапе задачу – укрепление военной безопасности страны.

Следует признать, что этого удалось достичь, в том числе благодаря реализации в практике бюджетно-финансового планирования, внедрения современных финансовых инструментов, финансовых механизмов обеспечения большей доступности кредитных ресурсов для всего населения и бизнеса.

Этот подход позволил нарастить совокупный спрос в регионах, которые не остались в стороне от реализуемых финансовых инноваций. По данным международной статистики, темп совокупного роста валового внутреннего продукта стран с «проактивной» монетарной политикой в 2014 г. по отношению к 2013 г. составил: Макао – 11,9 %, Туркменистан – 10,1 %, Чад – 9,6 %, Монако – 9,3 %, Монголия – 8,1 %, Эфиопия – 8,2 %, Китай – 7,4 % в год.

Абсолютное большинство экономистов-теоретиков различия темпов экономического роста объясняют исходя из моделей производственных возможностей, вводя в них дополнительные факторы, например предпринимательские способности, что в конечном счете связывают с подходами Солоу.

Для этой цели оценивается количество ресурсов: капитала, труда, земли, доли лиц с предпринимательскими способностями. Отмечаются и исследуются факторы, способствующие росту производства, как экстенсивные, так и интенсивные. Первые определялись количеством используемых ресурсов, например большим количеством использованной рабочей силы, вводимых в строй новых предприятий на прежней технологической базе, вовлечением в сельскохозяйственный оборот дополнительных площадей, освоением новых месторождений. При этом предполагается, что отдача от использования ресурса сохраняется на прежнем уровне.

Интенсивные факторы отличаются от экстенсивных тем, что они способствуют более высокой и возрастающей отдаче. К ним относится привлечение более квалифицированной рабочей силы, внедрение новых технологий и производств, более современной техники и оборудования, научная организация труда, совершенствование методов планирования, прогнозирования и управления экономикой. Большую роль играют знания.

В конечном итоге исследователей удовлетворяют модели, которые объясняют рост производительности труда и эффективности производства в результате освоения ресурсов на основе оптимизации экономического поведения экономических агентов.

В истории существует достаточное число примеров, когда наращивание объема ресурсов и интенсификация их использования обеспечивали экономический рост, а следовательно, вели к росту благосостояния граждан. При этом модель уменьшающейся отдачи факторов производства удовлетворительно объясняла более высокие темпы роста ВВП в слаборазвитых странах. Предельная отдача каждой дополнительной единицы вводимого капитала обеспечивала относительно большой прирост национального дохода.

В то же время мы не находим исследований, в которых делался бы вывод и разрабатывались бы эконометрические модели оценки уровня развития финансового капитала, степени зрелости финансового рынка в качестве факторов роста национального дохода.

Располагаемые ресурсы в процессе трансформации воплощены уже в готовом продукте. Но так как процесс производства материальных продуктов

или услуг всегда протекает в инерционной экономико-производственной среде, то появляется фактор времени, который может отражать процесс не только трансформационных издержек, но и издержек трансакционных. Время трансакций и издержки трансакций будут являться в том числе функцией мобильности финансовой среды. Это будет раскрываться в быстрой и одновременно приемлемой по цене возможности получить доступ к реальному производственному капиталу.

Однако допуск к капиталу обеспечивается на финансовых рынках, то есть собственно в монетарной экономике. Монетарная экономика с ее развитыми финансовыми инструментами позволяет обеспечить свободный и приемлемый по цене и рискам доступ к капиталу. Кроме того, монетарная экономика располагает механизмами и финансовыми инструментами, которые способны обеспечить размещение временно свободных денежных ресурсов населения и бизнес-структур на рыночных основаниях в финансово-кредитных организациях, мобилизуя тем самым резервы, которые могут затем трансформироваться в финансовый капитал.

Монетарная экономика это сфера профессиональной деятельности, результатом которой становятся финансовые услуги. Суть таких услуг состоит в создании потребительной стоимости продукта, обеспечении доступа к ресурсам на рыночных основаниях, мобилизации ресурсов, распределении и распылении собственности на ресурсы и доход, а также распределении рисков внутри финансовой системы.

Монетарная экономика есть сфера, в которой реализуют свои функции финансы. Эта сфера предоставляет гражданам, корпорациям и органам публичной власти возможность доступа к чужим ресурсам на рыночных основаниях. Если деньги в свое время ассоциировались с колесом, то монетарная экономика предоставляет инфраструктуру, мосты, по которым деньги, приобретая целевую функцию в виде целевых фондов денежных средств, перемещаются внутри национальной экономики.

Отчужденные в монетарной экономике от своих собственников денежные ресурсы начинают накапливаться, распределяться, перераспределяться, распыляться, обременяться долгами, отчуждаться в пользу третьих лиц в форме кредитования, формируя при этом каналы потоков рисков и гарантий. Результатом этих процессов становится сокращение трансакционных издержек перемещения финансового капитала. Финансовый капитал в монетарной экономике приобрел то, чего не доставало ему в прошлом, – систему, которая придала мобильность и ликвидность финансовой системе.

Результатом действия монетарных агентов стало достижение большей эффективности всего процесса национального производства, максимизация общественного дохода. Полагаем, что надпись над входом в здание Всемирного банка: «За мир, свободный от бедности» имеет более глубокий смысл, чем это представляется на первый взгляд. Монетарная экономика через свои

современные финансовые инструменты позволяет монетизировать не только всю материально-вещественную форму капитала, но и интеллектуальный капитал, придав ему мобильность, которая прежде была бы невозможной. Рынки нефти, зерна, промышленных и драгоценных металлов, наконец, рынок кредитов, гарантий и т. д. являются финансовыми площадками, на которых торговля ведется одинаковыми финансовыми инструментами и примерно по одинаковой биржевой технологии.

Эти преимущества монетарной экономики позволили расширить ареал монетарной экономики практически по всему миру. Сделки с монетарными активами теперь могут осуществляться даже вне традиционных биржевых площадок. Монетарная экономика предоставляет возможность осуществлять сделки с реальными активами более широкому кругу лиц, так как существенно расширяются возможности доступа к ликвидности на денежно-кредитных рынках. Есть основания полагать, что возможности монетарной экономики сделали неактуальным основной тезис К. Маркса о том, что рабочие потому и рабочие, что они никогда не могут получить доступ к капиталу.

Правительство страны может вырабатывать формы поддержки малого предпринимательства, облегчая гражданам, которые обнаружили у себя предпринимательские способности, получение доступа к капиталу. Поэтому одной из важнейших задач, которые стоят перед правительствами, является оптимизация доступа к капиталу тех, кто желает осуществлять предпринимательскую деятельность. В этом следует видеть и более глубокое предназначение монетарной экономики, которая способна предоставить монетарную инфраструктуру, реализующую социальное предназначение.

Тем самым любая национальная территория, которая начинает позиционировать себя как территория опережающего социально-экономического развития, должна не только пользоваться эффектами от привлечения традиционных материальных, природных и трудовых ресурсов, но и формировать инфраструктуру монетарной экономики. Следует признать очевидное: та социально-политическая система, которая построена в России, представляет собой финансовый капитализм с государственно-олигархическим доминированием. Необходимо также понимать, что современный капитализм не может не быть финансовым капитализмом, а последний получает формы своего существования в рамках монетарной экономики. Те негативные моменты из жизни федерального центра и регионов в части коррупции в сфере финансов, сообщения о которых периодически появляются в прессе, совсем не означают, что следует создавать запреты и ограничения на деятельность монетарных и финансовых агентов на денежно-кредитных рынках.

Речь должна вестись о понимании социальной ответственности монетарных властей, о необходимости борьбы с коррупцией, о формировании новой системы для российской действительности в части расширенного воспроизводства рисков для коррупционеров. Необходимо формировать такую

инфраструктуру монетарной экономики, при которой она сама не будет подавлять интересы агентов. В тоже время эта сфера, где создается продукт, ценность которого реализуется опосредованно, снижая транзакционные издержки для реального бизнеса.

Коммерческий банк по определению нацелен *per se* на получение прибыли. Однако в обществе должно быть выработано понимание того, что степень ответственности агентов монетарной экономики должна быть на порядок выше, чем у остальных субъектов. Финансы изначально пронизаны целевой функцией, что и отличает их от ресурсов, как некоторого набора возможностей, имеющегося потенциала. Следовательно, создание территорий опережающего развития изначально должно сформировать такие институты, механизмы монетарной экономики на местах, которые бы демократизировали реализацию этой целевой функции финансов.

Попытки региональных властей на территориях, которые позиционируют себя как территории опережающего развития, экономить на создании этой сферы в силу ее достаточно высокой дороговизны, лишены логики. Данные по территориям Приморского края, включенным в соответствующие государственные программы, пока отсутствуют, однако можно провести некоторое сравнительное исследование на основе данных по крупнейшей мировой экономике – США. Например, траты граждан США на посещение ресторанов составляют 3,7 % от ВВП и на 40 % больше, чем расходы в сфере корпоративных финансов. При этом корпоративные финансы никак не назовешь непроизводительным сектором экономики: по сути монетарная экономика делает для стабильности американского общества не меньше, чем сфера охранных услуг (армия, охранные предприятия и все иные вакансии, связанные с физической защитой собственности и интересов экономических агентов), а ведь последняя втянула в себя 19,7 % всей рабочей силы США¹.

Таким образом, расходы на создание и формирование институтов монетарной экономики уже не могут казаться большими или необоснованными.

¹ Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / пер. с англ. Ю. Кантуревского, под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2004. С. 374.

Лекция 1. Создание и применение деривативов

План лекции

1. История деривативов.
2. Основные объекты и субъекты рынка деривативов.
3. Финансовая математика деривативов.
4. Синтетические позиции срочного рынка.
5. Примеры решения расчетных задач.

Учебно-методическое обеспечение лекции

Основные источники

1. Фьючерсный контракт на индекс РТС. Официальный сайт Московской биржи. URL: <http://fs.moex.com/files/3244> (дата обращения 09.06.2016).
2. Кривелевич М. Е., Останин В. А. Монетарная экономика. Ч. 1. Финансовые рынки и финансовые риски: учебное пособие. Владивосток, 2015. 152 с.
3. Уолш Карл. Монетарная теория и монетарная политика / пер. с англ. К. В. Ивановой, М. Г. Карева, Ю. В. Набатовой, М. В. Павленко; под науч. ред. М. Г. Карева. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2014. 632 с.
4. Eric Mack. The Bitcoin Pizza Purchase That's Worth \$7 Million Today. URL: <http://www.forbes.com/sites/ericmack/2013/12/23/the-bitcoin-pizza-purchase-thats-worth-7-million-today> (дата обращения 09.06.2016).
5. Clarida R., Gali J. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. URL: <http://www.nyu.edu/econ/user/gertlerm/science.pdf> (дата обращения 09.06.2016).
6. Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence // European Economic Review. 1998. Vol. 42. № 6. P. 1033–1067.

Дополнительные источники

1. Krivelevich M. Financial Market of Russian Far East: Potential for Cooperation with Asian Partners // Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право. 2013. № 1 (28). С. 46–55.
2. Savvides S. The Monetary Sector and Monetary Policy in Cyprus: A Monetary Econometric Model. URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=7458520> (дата обращения 09.06.2016).
3. Кривелевич М. Е. Интеграция российского фондового рынка в АТР // Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право. 2012. № 2 (26). С. 59–67.

4. Кривелевич М. Е., Шепарев А. А. Потенциальная роль российского финансового рынка в макрорегионе АТР // Государственный аудит. Право. Экономика. 2012. № 2. С. 47–54.

5. Social Function of Small Business Taxes in Russia / V. V. Glukhov, E. V. Glukhov, Z. I. Lialina, V. A. Ostanin, Y. V. Rozhkov // Asian Social Science. Vol. 11. №. 19. 2015.

6. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. E-Money and E-Finance as Economic Category // Mediterranean Journal of Social Sciences. 2015. Vol. 6. № 6. P. 448–454.

7. Glukhov V., Lialina Z., Ostanin V. Theoretical Basic Concepts of Interaction of Money and Finances // Middle-East Journal of Scientific Research 17 (1): 06–10. 2013.

8. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. Finances of a Holder and a Custodian of Financial Resources: Similarities and Differences // World Applied Sciences Journal 27 (11): 1473–1476. 2013.

9. Glukhov V. V., Lialina Z. I., Ostanin V. A. Meaning and Essence of Finance in Context of Internationalization of Economic Science in Russia // World Applied Sciences Journal 30 (11): 1537–1541. 2014.

10. Глухов В. В., Лялина Ж. И., Останин В. А. Противоречия финансов. История и современное состояние: монография. Владивосток: ДВГУ, 2003.

11. Останин В. А., Рожков Ю. В., Глухов В. В. Концепт понятия «финансы»: проблемы метода познания // Финансы и кредит. 2011. № 22 (454).

12. Основы теории и методологии финансов: учеб. пособие / В. В. Глухов, В. А. Останин, Н. П. Приступ, Ю. В. Рожков; под общ. ред. В. А. Останина. Владивосток: Изд-во Дальневосточного федерального университета, 2014. 140 с.

В последние годы сформировалось негативное отношение к деривативам, которые называют производными финансовыми инструментами, приписывая им «грехи» по зарождению в 2007 г. глубокого финансового кризиса. Однако эта позиция в корне ошибочна, так как деривативы есть финансовый инструмент, продукт, выводимый из другого рынка. В его основе лежит базовый актив, который инвесторы желают застраховать от нежелательных по размерам и направлению колебаниям. Поэтому сами по себе деривативы не могут быть ни плохими, ни хорошими. Другое дело, с какими целями и в каких масштабах могут осуществляться финансовые операции на рынке опционов. Рынок деривативов создает еще одну сферу надстроечных финансовых инструментов, придавая объективно всей финансовой системе качества ликвидности рынка и большей волатильности. Это, безусловно, дает основания относить деривативы к более сложным инструментам, требующим большей креативности от участников финансового рынка.

Чтобы понять финансовую природу рынка деривативов, следует представить типовую ситуацию, когда на форвардном рынке осуществляется торговля сырьевыми товарами в форме форвардных контрактов. *Форвардный контракт* – вид срочной сделки, при которой покупатель обязан купить, а продавец, в свою очередь, продать в будущем установленный объем базисного актива по зафиксированной в контракте цене. Расчетный форвардный контракт – это уже эквивалентный фьючерсам внебиржевой производный инструмент. При такой форме сделки не осуществляется физическая поставка базисного актива при исполнении, а выплачивается вознаграждение от «проигравшей» стороны «выигравшей» стороне, зависящее от дифференциала между спот-ценой в момент исполнения контракта и ценой исполнения, зафиксированной в контракте.

Каждый участник имеет возможность заключить контракт на поставку контрагентом в будущем к оговоренному времени и по согласованной и отраженной в контракте цене некоторый актив или права собственности на него. Другой разновидностью контрактов, которыми торгуются на бирже, является фьючерсный рынок сырьевого товара, который практически полностью аналогичен форвардному. Отличие фьючерсного рынка от форвардного в том, что фьючерсный рынок есть рынок организованный, или биржевой, а сам сырьевой товар должен соответствовать установленным правилами торговли стандартам качества; относительно него должны предоставляться гарантии, соблюдаться принятые на бирже порядок и биржевой регламент. Таким образом, фьючерсный контракт, или фьючерс, – это обязательное для выполнения соглашение на покупку (продажу) базового инструмента по установленной в соглашении цене с поставкой в установленный срок в будущем, спецификация которого разрабатывается организатором торговли. Фьючерсные контракты – это стандартизированные финансовые инструменты, обращающиеся на бирже. Если лицо по фьючерсному контракту обязуется купить базисный актив, то говорят, что оно открывает длинную позицию. Если лицо по фьючерсному контракту обязуется продать базисный актив, то говорят, что оно открывает короткую позицию.

Обращаются на рынке деривативов и такие финансовые инструменты, как опционы. Покупка опциона предполагает получение права приобрести/продать актив, например акцию или облигацию, в заранее определенный период времени по определенной будущей цене. Здесь следует понимать, что предоставленное право приобрести или продать совсем не есть обязательство. Владелец опциона может использовать эту возможность либо отказаться от покупки/продажи. Его решение определяется конъюнктурой рынка и его интересом. Однако тот, кто продал опцион обязан купить/продать базовый актив, если ему будет предъявлено требование исполнения опциона.

Рынок свопов также представляет собой отдельный сегмент рынка деривативов. Свop (например, валютный) есть соглашение между двумя

контрагентами об обмене финансовыми инструментами, в нашем примере валютами, в оговоренное время в будущем по заранее согласованному обменному курсу. На каждом из этих рынков устанавливается цена деривативов, т. е. цена форвардного, фьючерсного контрактов, цена опциона и цена свопа. Таким образом, цена дериватива есть плата за возможность купить или продать базовый актив по заранее установленной цене в согласованных количествах. Это способствует большей ликвидности основного сырьевого или валютного базового актива, что одновременно дает нам право судить об этом сегменте финансового рынка как о рынке, который несет в себе страховую защиту от нежелательных колебаний базового актива. Другое дело, если игроки на финансовых рынках начинают относиться к этому рынку деривативов как к азартной игре, когда неоправданные будущие ожидания толкают спекулянтов на эмиссию производных финансовых активов в объемах, которые уже не отражают объемы торговли базовых активов.

Следует одновременно признать, что современный финансовый рынок деривативов не является изобретением сегодняшнего времени. История деривативов уходит в далекое прошлое. Как свидетельствуют исторические литературные данные, Стагирит (384–322 гг. до Р.Х.) в своей работе «Политика» описал известный нам трейдинг древнегреческого философа Фалеса Милетского (640/624 – 548/545 гг. до Р.Х.). Фалес, будучи математиком и основываясь на строгих и формальных исчислениях, добивался приемлемых результатов, получив громадную прибыль от заключенного соглашения с аграриями. Так, Фалес заранее, еще в зимний период времени, дал задаток за использование всех местных давлений оливкового масла по согласованной ставке арендной платы. Мы можем полагать, что задаток есть опционная премия. Когда право получать оливковое масло оказалось в руках одного Фалеса, он, как свидетельствует Стагирит, получил громадный доход, хотя сейчас неизвестны условия, согласно которым Фалес приобретал оливки у аграриев. Если бы урожай погибал и давить было бы нечего, то Фалес просто бы отказался от аренды, откупившись платой за опцион, потеряв тем самым свой задаток. Однако то, что приобрел Фалес, может быть названо опционом, если употребить адекватные финансовые термины. Отличался его контракт на приобретение современного дериватива тем, что договор основывался не на цене, а на совокупной стоимости, или аренде давлений. Фалес одновременно сделал асимметричную ставку на стоимость урожая оливок, полностью выигрывая, если она превысит арендную плату по договору. Таким образом, возможный проигрыш сводился к потерям за выплату права аренды – опциона. Подобный асимметричный контакт, т. е. контракт на асимметричную ставку на цены, составляет сущность опциона.

Знакомство с рынком деривативов, или, как их еще называют, срочных контрактов и производных финансовых инструментов, целесообразно начать, определившись с терминами, применяемыми для разделения ролей участников рынка и их специфических стратегий при проведении сделок и иных операций.

Роли, которые могут выполнять участники рынка:

Спекулянт – это лицо, рассчитывающее получить прибыль в виде курсовой разницы при изменении котировок производных инструментов, которая может возникнуть вследствие изменения цены базисного актива или под действием иных факторов. Его действия характеризуются наибольшей степенью склонности к риску.

Арбитражер – это лицо, которое получает прибыль за счет одновременной купли и продажи одного и того же актива на разных рынках либо при разных способах создания позиции (например, с использованием синтетических фьючерсных и опционных позиций). Арбитражная операция – это операция без риска.

Хеджер – это лицо, страхующее ценовые риски. Хеджирование – процесс, направленный на снижение риска по основному инструменту (базисному активу), путем открытия противоположной позиции по тому же инструменту (это операция по страхованию ценового риска).

Заклячая форвардный контракт *в спекулятивных целях*, продавец контракта рассчитывает на понижение в будущем цены базового актива. При заключении контракта *в целях хеджирования* покупатель страхуется от повышения в будущем спот-цены базисного актива, а продавец – от понижения в будущем спот-цены базисного актива.

Длинный хедж (открытие позиции на покупку) на рынке фьючерсных контрактов используется для страхования от будущего повышения спот – цены базового актива (текущей цены рынка).

Короткий хедж (открытие позиции на продажу) на рынке фьючерсных контрактов используется для страхования от будущего падения спот-цены базового актива.

Хеджирование с помощью покупки опциона применяется с целью защиты от риска:

- повышения рыночной цены для колл-опциона (покупка базисного актива) базового актива.
- падения рыночной цены базового актива для пут-опциона (продажа базисного актива).

Ознакомившись со специфическими ролями участников рынка, можно перейти к знакомству с теми инструментами и стратегиями, которые они используют для достижения своих финансовых целей. Срочные контракты и производные финансовые инструменты (называемые также финансовыми инструментами рынка срочных сделок, или ФИСС) – это очень близкие понятия, которые часто используются для описания одних и тех же финансовых инструментов. Тем не менее, между этими двумя понятиями существуют определенные различия.

Так, общее определение «*срочный контракт*» – это соглашение о поставке в будущем предмета контракта на условиях, устанавливаемых в момент

заключения контракта; может быть применено ко всем классам ФИСС. При этом такая форма срочного контракта, как форвардный контракт, как правило, не относится к ФИСС, как, впрочем, и внебиржевые поставочные опционы и ряд экзотических финансовых инструментов, не обращающихся у организаторов торговли. Таким образом, говоря о ФИСС, мы будем иметь в виду фьючерсные и опционные контракты, а также контракты типа SWAP. Вопрос о возможности отнесения сделок РЕПО к ФИСС также является дискуссионным, поэтому операции РЕПО, за исключением случаев операции прямого РЕПО Центрального банка, мы будем относить только к срочным контрактам.

Для любого срочного контракта важны три ключевых значения: спот-цена, цена исполнения и срок окончания действия контракта.

Спот-цена базового актива – это текущая рыночная цена базового (базисного) актива.

Цена исполнения – это заранее установленная в срочном контракте цена базового актива, т. е. это будущая (фьючерсная) цена базового актива.

Наиболее распространенной формой внебиржевой срочной сделки является поставочный форвардный контракт.

Оффсетная сделка – противоположная операция по покупке/продаже аналогичного контракта, закрывающая позицию по фьючерсному контракту.

Контанго (англ. *contango*) – ситуация, когда фьючерсная цена в момент заключения фьючерсного контракта выше спот-цены базисного актива.

Бэквордейшен (англ. *backwardation*) – ситуация, когда фьючерсная цена в момент заключения фьючерсного контракта ниже спот-цены базисного актива.

При открытии позиции по контракту на бирже ее участник должен внести гарантийный взнос, который называется *начальной маржой*. Получение дохода от операций с расчетными фьючерсами происходит в форме исчисления и перевода вариационной маржи.

Вариационная маржа – это сумма платежа, который клиринговый центр проводит в пользу одного из участников фьючерсной сделки за счет другого участника.

Вариационная маржа рассчитывается и уплачивается в период с первого дня заключения контракта до дня исполнения контракта включительно. При этом днем исполнения контракта считается последний день заключения контракта. Обязательство по уплате вариационной маржи, определяемое в ходе вечерней клиринговой сессии дня исполнения контракта, является обязательством по расчетам.

Для иллюстрации воспользуемся спецификацией фьючерсного контракта на индекс РТС, размещенной на официальном сайте Московской биржи¹.

¹ Фьючерсный контракт на индекс РТС. Официальный сайт Московской биржи. URL: <http://fs.moex.com/files/3244>.

Вариационная маржа рассчитывается по следующим формулам.

В ходе дневной клиринговой сессии:

а) если расчет вариационной маржи по контракту ранее не осуществлялся:

$$BM_1 = \text{Round}(PC_1 \times \text{Round}(W_1/R;5);2) - \text{Round}(C_0 \times \text{Round}(W_1/R;5);2), \quad (1)$$

где BM_1 – вариационная маржа по контракту, рассчитанная в ходе дневной клиринговой сессии текущего торгового дня;

Round – функция математического округления с заданной точностью;

C_0 – цена заключения контракта;

PC_1 – текущая (последняя) расчетная цена контракта;

W_1 – стоимость минимального шага цены;

R – минимальный шаг цены.

б) если расчет вариационной маржи по контракту осуществлялся ранее:

$$BM_1 = \text{Round}(PC_1 \times \text{Round}(W_1/R;5);2) - \text{Round}(PC_n \times \text{Round}(W_1/R;5);2), \quad (2)$$

где PC_n – расчетная цена контракта, определенная по итогам вечернего расчетного периода предыдущего торгового дня.

Для расчета вариационной маржи в ходе дневной клиринговой сессии текущего торгового дня стоимость минимального шага цены рассчитывается с использованием курса доллара США, время определения которого устанавливается Биржей и публикуется на сайте Биржи в сети Интернет.

В ходе вечерней клиринговой сессии:

а) если расчет вариационной маржи по контракту ранее не осуществлялся:

$$BM_2 = \text{Round}(PC_2 \times \text{Round}(W_2/R;5);2) - \text{Round}(C_0 \times \text{Round}(W_2/R;5);2), \quad (3)$$

где BM_2 – вариационная маржа по контракту, рассчитанная в ходе вечерней клиринговой сессии за вечерний расчетный период текущего торгового дня;

PC_2 – текущая (последняя) расчетная цена контракта;

W_2 – стоимость минимального шага цены.

б) если расчет вариационной маржи по контракту осуществлялся в ходе дневной клиринговой сессии текущего торгового дня:

$$BM_2 = BM - BM_1, \quad (4)$$

где BM – вариационная маржа по контракту, рассчитанная в ходе вечерней клиринговой сессии за текущий торговый день.

При этом величина BM рассчитывается по следующим формулам:

а) если расчет вариационной маржи по контракту в ходе вечерней клиринговой сессии за предыдущий торговый день не осуществлялся:

$$BM = \text{Round}(P\mathcal{C}_2 \times \text{Round}(W_2/R;5);2) - \text{Round}(C_0 \times \text{Round}(W_2/R;5);2). \quad (5)$$

б) если расчет вариационной маржи по контракту в ходе вечерней клиринговой сессии за предыдущий торговый день осуществлялся:

$$BM = \text{Round}(P\mathcal{C}_2 \times \text{Round}(W_2/R;5);2) - \text{Round}(P\mathcal{C}_n \times \text{Round}(W_2/R;5);2). \quad (6)$$

Для расчета вариационной маржи в ходе вечерней клиринговой сессии текущего торгового дня стоимость минимального шага цены рассчитывается с использованием курса доллара США, время определения которого устанавливается Биржей и публикуется на сайте Биржи в сети Интернет.

Исполнение обязательств по уплате вариационной маржи, рассчитанной по указанным выше формулам, осуществляется в установленном правилами клиринга порядке и в установленные сроки. При этом:

- если вариационная маржа положительна, то обязательство по уплате вариационной маржи возникает у продавца;
- если вариационная маржа отрицательна, то обязательство по уплате вариационной маржи в сумме, равной абсолютной величине рассчитанной вариационной маржи, возникает у покупателя.

Кажущаяся сложность расчета вариационной маржи легко преодолевается, если провести аналогию между фьючерсной сделкой и пари и представить себе, как рассчитывался бы выигрыш для того, кто выиграл бы спор о будущей цене базисного актива в зависимости от того, насколько точно он сделал предсказание.

Для арбитражеров картина выглядит совсем несложной, так как их главный девиз: «купил дешевле – продай дороже, продал дороже – откупи дешевле». Если к моменту исполнения фьючерсного контракта:

- 1) фьючерсная цена будет выше спот-цены базисного актива – арбитражеры будут покупать базисный актив и «продавать» фьючерсные контракты (заключать фьючерсные контракты на продажу);
- 2) фьючерсная цена будет ниже спот-цены базисного актива – арбитражеры будут продавать базисный актив и покупать фьючерсные контракты (заключать фьючерсные контракты на покупку).

Теоретически правильной, или справедливой, ценой будет фьючерсная цена, при которой нет возможности арбитража за счет операций с наличным инструментом, т. е. к моменту исполнения контракта спот-цена равна цене исполнения.

Справедливая цена играет главную роль при принятии участниками рынка решения о совершении форвардных и фьючерсных сделок. С точки зрения

вычислений, определение справедливой цены форвардного контракта эквивалентно расчету справедливой цены для фьючерсной сделки, поэтому для данного подраздела мы будем использовать эти понятия как взаимозаменяемые.

При расчете цены фьючерсного контракта на акции компании X (или биржевой индекс), по которым выплачивается дивиденд, необходимо учитывать следующие факторы:

1. Текущая рыночная цена акции компании X (значение индекса на начало периода).
2. Процентные ставки на привлечение заемных средств.
3. Неполученный дивидендный доход по акциям компании X (по акциям, составляющим индекс).

Форвардная (фьючерсная) цена акции, по которой выплачиваются дивиденды в течение срока действия контракта, корректируется на потери от неполучения дивиденда.

При определении дивиденда в твердой сумме:

1. Если дивиденд выплачивается в последний день действия контракта, то форвардная цена равна:

$$FV = PV \times (1 + r \times t_{\text{контр.}} / 12) - \text{Div}, \quad (7)$$

где FV – цена исполнения (фьючерсная цена базисного актива), руб.;

PV – спот-цена (текущая цена базисного актива), руб.;

r – годовая ставка по депозиту (кредиту), в долях;

$t_{\text{контр.}}$ – срок действия контракта, в месяцах;

Div – сумма дивиденда, руб.

2. Если дивиденд выплачивается в некоторый момент времени в течение действия срока контракта, то инвестор теряет и дивиденд, и проценты от его инвестирования за период со дня выплаты дивидендов до даты исполнения контракта:

$$FV = PV \times (1 + r \times t_{\text{контр.}} / 12) - \text{Div} \times (1 + r \times t_{\text{див.}} / 12), \quad (8)$$

где $t_{\text{див.}}$ – период со дня выплаты дивидендов до даты исполнения контракта, в месяцах.

3. Если дивиденд определен в годовых процентах от спот-цены, то независимо от дня выплаты дивидендов форвардная цена равна:

$$FV = PV \times (1 + r \times t_{\text{контр.}} / 12) - PV \times C_{\text{див}} \times t_{\text{контр.}} / 12, \quad (9)$$

где $C_{\text{див}}$ – годовая ставка дивиденда, в долях от спот-цены.

При расчете фьючерсной цены товара необходимо учитывать расходы по хранению и страхованию актива.

Если расходы определены в годовых процентах от спот-цены, то форвардная цена равна:

$$FV = PV \times (1 + r \times t_{\text{контр.}} / 12) + PV \times C_{\text{расх.}} \times t_{\text{контр.}} / 12, \quad (10)$$

где $C_{\text{расх.}}$ – годовая ставка расходов, в долях от спот-цены.

При расчете справедливого форвардного курса валюты применяется следующая формула:

$$FVK = PVK \times (1 + r_{\text{руб.}} \times t_{\text{мес.}} / 12) / (1 + r_{\text{вал.}} \times t_{\text{мес.}} / 12), \quad (11)$$

где FVK – будущий курс рубля по отношению к иностранной валюте (цена исполнения валютного фьючерса), руб.;

PVK – текущий курс рубля по отношению к иностранной валюте, руб.;

$r_{\text{руб.}}$ – годовая ставка по депозиту в рублях, в долях;

$r_{\text{вал.}}$ – годовая ставка по депозиту в иностранной валюте, в долях.

Финансовая математика сделок «валютный своп» (SWAP) подобна финансовой математике валютного форварда/фьючерса, поэтому целесообразно привести ее в данном подразделе.

Валютный своп (currency swap) – это комбинация двух противоположных конверсионных сделок на одинаковую сумму с разными датами исполнения. Применительно к свопу дата исполнения более близкой сделки называется датой валютирования, а дата исполнения более удаленной по сроку обратной сделки – датой окончания свопа. Если ближняя по дате конверсионная сделка является покупкой валюты (обычно базовой), а более удаленная – продажей валюты, такой своп называется «купил/продал» (buy and sell swap). Если же вначале осуществляется сделка по продаже валюты, а обратная ей сделка является покупкой валюты, этот своп будет называться «продал/купил» (sell and buy swap).

Сделка валютного свопа может быть как двусторонней, так называемый чистый своп (pure swap), так и составленной из нескольких сделок разных контрагентов – сконструированный своп (engineered swap).

Ценой свопа называется разница между курсами конверсионных сделок, формирующих своп. Своп может быть представлен как совокупность двух противоположных сделок (например, депозита и кредита), заключаемых по согласованным процентным ставкам. Учитывая, что процентные ставки по депозитам и кредитам не равны, при равенстве эквивалентов сумм по первой и второй частям сделки процентные платежи также будут неэквивалентны. Эта разница определяет цену свопа.

Цена свопа рассчитывается на основании:

- дифференциала процентных ставок по валютам конверсионных сделок;

- срока свопа (разницы между датами начала и окончания свопа);
- курса первой конверсионной сделки.

Расчет своп-разницы на основании процентных ставок и курса валют осуществляется по следующим формулам:

Своп-разница :

$$Swap_{Bid} = Spot_{Bid} \times \left(\frac{1 + Rate.2_{Bid} \times YF_{Ccy.2}}{1 + Rate.1_{Ask} \times YF_{Ccy.1}} - 1 \right), \quad (12)$$

где $Spot_{Bid}$ – курс Spot валютной пары;

$Rate.1_{Ask}$ – процентная ставка Ask лидирующей валюты пары, для пары USD/RUB используется ставка валюты USD;

$Rate.2_{Bid}$ – процентная ставка Bid валюты цены пары, для пары USD/RUB используется ставка валюты RUB;

$YF_{Ccy.1}$ – продолжительность свопа в годах, рассчитанная по финансовой базе года первой валюты (срок/365, срок/360);

$YF_{Ccy.2}$ – продолжительность свопа в годах, рассчитанная по финансовой базе года второй валюты.

Расчет процентной ставки по первой валюте пары, когда процентная ставка по валюте цены известна:

$$Rate_{Ccy1..Bid} = \left[\frac{Spot_{Ask} \times (1 + Rate_{Ccy2..Ask} \times YF_{Ccy2})}{Spot_{Ask} + Swap_{Ask}} - 1 \right] \times \frac{1}{YF_{Ccy1}}; \quad (13)$$

$$Rate_{Ccy1..Ask} = \left[\frac{Spot_{Bid} \times (1 + Rate_{Ccy2..Bid} \times YF_{Ccy2})}{Spot_{Bid} + Swap_{Bid}} - 1 \right] \times \frac{1}{YF_{Ccy1}}. \quad (14)$$

Расчет процентной ставки по валюте цены пары, когда процентная ставка по первой валюте пары известна:

$$Rate_{Ccy2..Bid} = \left[\frac{(Spot_{Bid} + Swap_{Bid}) \times (1 + Rate_{Ccy1..Ask} \times YF_{Ccy1})}{Spot_{Bid}} - 1 \right] \times \frac{1}{YF_{Ccy2}}; \quad (15)$$

$$Rate_{Ccy2..Ask} = \left[\frac{(Spot_{Ask} + Swap_{Ask}) \times (1 + Rate_{Ccy1..Bid} \times YF_{Ccy1})}{Spot_{Ask}} - 1 \right] \times \frac{1}{YF_{Ccy2}}. \quad (16)$$

Наиболее интересным финансовым инструментом среди ФИСС, безусловно, являются биржевые опционы.

Опционный контракт предоставляет держателю право, но не обязанность принять или осуществить поставку базового актива. Продавец опциона несет обязательство по выполнению условий опционного контракта, только если

этого потребует держатель опциона. Если участник контракта желает осуществить поставку по контракту, то он не обязан в установленном порядке информировать лицо с противоположной позицией о необходимости принять базисный актив. При исполнении некоторых опционов не следует поставка базового актива (опцион на фьючерс).

Цена опциона – это премия по опциону, т. е. сумма, которую платит покупатель опциона его продавцу.

Страйк (цена исполнения) – цена, по которой опцион предоставляет держателю право покупки или продажи базового актива, т. е. заранее установленная в опционном контракте цена базового актива. Это будущая (фьючерсная) цена базового актива.

Контракт, предоставляющий своему покупателю (держателю) право купить базовый актив по установленной цене не позднее установленной даты, называется *колл-опцион*.

Контракт, предоставляющий своему покупателю (держателю) право продать базовый актив по установленной цене не позднее установленной даты, называется *пут-опционом* (табл. 1).

Таблица 1

Содержание сделок по колл- и пут-опционам

Вид позиции	Колл-опцион	Пут-опцион
Длинная позиция	Приобретение опциона = приобретение права на покупку базового актива	Приобретение опциона = приобретение права на продажу базового актива
Короткая позиция	Продажа опциона = обязательство продать базовый актив	Продажа опциона = обязательство купить базовый актив

Синтетические колл- и пут-опционы создаются путем комбинирования позиций по базовому активу и опциону. В результате такой комбинации инвестор получает такой же финансовый результат, как если бы он просто купил соответствующий опцион (табл. 2).

Следовательно:

1. Синтетический длинный колл-опцион (покупка колл-опциона) = покупка акции + покупка пут-опциона.

2. Синтетический короткий колл-опцион (продажа колл-опциона) = продажа акции и продажа пут-опциона.

3. Синтетический длинный пут-опцион (покупка пут-опциона) = продажи акции + покупка колл-опциона.

4. Синтетический короткий пут-опцион (продажа пут-опциона) = покупка акции + продажа колл-опциона.

Цена опциона и страйк-цена определяются в числе прочего:

- 1) ценой базового актива;
- 2) временем до исполнения;
- 3) процентными ставками.

Американский опцион можно исполнить в любой день до истечения срока действия опционного контракта. Европейский опцион можно исполнить только в день истечения срока действия опционного контракта.

Таблица 2

Содержание сделок по синтетическим опционам

Синтетический опцион		Акция		«Простой» колл-опцион		«Простой» пут-опцион	
		Покупка	Продажа	Покупка	Продажа	Покупка	Продажа
КОЛЛ	Покупка (длин.)	X				X	
	Продажа (кор.)		X				X
ПУТ	Покупка (длин.)		X	X	X		
	Продажа (кор.)	X			X		

Покупатель опциона может:

- 1) исполнить опцион;
- 2) отказаться от опциона;
- 3) закрыть свою позицию с помощью противоположной операции.

Опционы «в деньгах» (in-the-money) – внутренняя стоимость > 0 (вариационная маржа > 0):

1. Колл-опцион с ценой исполнения 170 руб. и рыночной ценой базового инструмента 200 руб.

2. Пут-опцион с ценой исполнения 230 руб. и рыночной ценой базового инструмента 200 руб.

Опционы «без денег» (out-of-the-money) – внутренняя стоимость $= 0$ (вариационная маржа < 0):

1. Колл-опцион с ценой исполнения 230 руб. и текущей ценой базового актива 200 руб.

2. Пут-опцион с ценой исполнения 170 руб. и текущей ценой базового актива 200 руб.

Выражение «опцион в деньгах» означает, что опцион имеет внутреннюю стоимость (положительная вариационная маржа). Например, внутреннюю стоимость для пут-опциона на акцию с ценой исполнения 270 руб. при текущей цене (спот-цене) акции 250 руб. $= 20$ руб. Опционы «в деньгах» исполняются.

Выражение «опцион без денег» означает, что внутренняя стоимость опциона равна нулю (вариационная маржа отрицательная или равна нулю). Например, внутреннюю стоимость для колл-опциона на акцию с ценой исполнения 250 руб. при спот-цене акции 200 руб. = 0 руб. Опционы «без денег» не исполняются.

Ситуация к моменту исполнения:

- спот-цена выше цены исполнения базисного актива;
- спот-цена равна цене исполнения базисного актива;
- спот-цена ниже цены исполнения базисного актива.

Временная стоимость опциона = цена опциона (премия по опциону) – внутренняя стоимость.

Если пут-опцион при цене исполнения, равной 400 руб., был приобретен за 50 руб., то:

- 1) при спот-цене = 380 руб. его временная стоимость равна

$$50 - 20 = 30 \text{ рублей};$$

- 2) при спот-цене = 420 руб. его временная стоимость равна

$$50 - 0 = 50 \text{ рублей.}$$

Продавая опцион, продавец опциона рассчитывает только на то, что опцион в будущем исполнен не будет и он заработает прибыль в размере премии опциона.

Покупатель опциона приобретает опцион чаще всего с целью страхования ценового риска (хеджирования).

Наиболее приемлемо для инвестора – покупателя опциона:

1. Если покупатель опциона не владеет базовым активом в настоящий момент и желает застраховаться от повышения его цены в будущем, ему следует купить колл-опцион.

2. Если инвестор играет на понижение и хочет, тем не менее, ограничить свои потенциальные убытки, ему следует купить пут-опцион.

Если стоимость опциона (премия опциона) к моменту исполнения не равна его внутренней стоимости (разнице спот- и страйк-цен), то можно совершить арбитражную операцию. Если премия по опциону больше разницы цен, то:

- 1) продают колл-опцион и покупают акцию;
- 2) продают пут-опцион и продают акцию.

Если премия по опциону меньше разницы цен, то:

- 1) покупают колл-опцион и продают акцию;
- 2) покупают пут-опцион и покупают акцию.

Стоимость колл-опциона

Нижняя граница премии колл-опциона равна спот-цене базового актива за вычетом приведенной (дисконтированной) цены исполнения:

$$C = S - F / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12), \quad (17)$$

где C – цена (премия) колл-опциона, руб.;

S – спот-цена базового актива, руб.;

F – цена исполнения опционов (страйк), руб.;

r – годовая процентная ставка за период исполнения опциона, в долях;

$t_{\text{мес.}}$ – срок до исполнения контракта, в месяцах.

Нижняя граница премии европейского колл-опциона на акцию, по которой выплачивается дивиденд на момент истечения опциона:

$$C = S - F / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12) - \text{Div} / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12). \quad (18)$$

Нижняя граница премии европейского колл-опциона на акцию, по которой выплачивается дивиденд до момента истечения опциона:

$$C = S - F / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12) - \text{Div} / (1 + r \times t_{\text{мес. д.}} / 12), \quad (19)$$

где $t_{\text{мес. д.}}$ – срок до выплаты дивидендов, в месяцах.

Верхняя граница премии колл-опциона равна спот-цене базового актива:

$$C = S. \quad (20)$$

Верхняя граница премии европейского колл-опциона на акцию, по которой выплачивается дивиденд на момент истечения опциона:

$$C = S - \text{Div} / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12). \quad (21)$$

Верхняя граница премии европейского колл-опциона на акцию, по которой выплачивается дивиденд до момента истечения опциона:

$$C = S - \text{Div} / (1 + r \times t_{\text{мес. д.}} / 12). \quad (22)$$

Стоимость пут-опциона

Нижняя граница премии пут-опциона равна приведенной (дисконтированной) цене исполнения за вычетом спот-цены базового актива.

$$P = F / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12) - S, \quad (23)$$

где P – цена (премия) пут-опциона, руб.

Нижняя граница премии европейского колл-опциона на акцию, по которой выплачивается дивиденд на момент истечения опциона:

$$P = F / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12) + \text{Div} / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12) - S. \quad (24)$$

Нижняя граница премии европейского колл-опциона на акцию, по которой выплачивается дивиденд до момента истечения опциона:

$$P = F / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12) + \text{Div} / (1 + r \times t_{\text{мес. д.}} / 12) - S. \quad (25)$$

Верхняя граница премии пут-опциона равна цене исполнения:

$$P = F. \quad (26)$$

Верхняя граница премии европейского пут-опциона на акцию, по которой выплачивается дивиденд на момент истечения опциона:

$$P = F + \text{Div}. \quad (27)$$

Паритет европейских колл- и пут-опционов имеет следующий вид:

$$C + F / (1 + r \times t_{\text{мес.}} / 12) = P + S. \quad (28)$$

Как видно из формулы, зная величину премии пут-опциона, можно рассчитать премию колл-опциона, и наоборот. Если условия паритета не выдерживаются, то открывается возможность для совершения арбитражной операции.

Пример 1. Инвестор купил расчетный фьючерсный контракт на акцию по 100 руб. и продержал его до момента истечения. Котировочная цена в последний день действия контракта равна 70 руб. Определить финансовый результат для инвестора.

Если зафиксированная в контракте цена покупки равна 100 руб., а на рынке можно купить по 70 руб., то проигрыш инвестора составляет: $70 - 100 = -30$ руб.

Пример 2. Инвестор продал расчетный фьючерсный контракт на акцию по 100 руб. и продержал его до момента истечения. Котировочная цена в последний день действия контракта равна 70 руб. Определить финансовый результат для инвестора.

Если зафиксированная в контракте цена продажи равна 100 руб., а на рынке можно продать по 70 руб., то выигрыш инвестора составляет: $100 - 70 = 30$ руб.

Пример 3. Инвестор купил акцию за 70 руб. на спотовом рынке и купил фьючерс на эту акцию по 100 руб. Через неделю он продал акцию за 90 руб. и закрыл фьючерсную позицию по 110 руб. Определить финансовый результат для инвестора.

Инвестор купил акцию за 70 руб., а затем продал ее за 90 руб., прибыль равна $90 - 70 = 20$ руб.

Инвестор зафиксировал в контракте цену покупки, равную 100 руб., а затем зафиксировал цену продажи по аналогичному контракту, равному 110 руб., прибыль равна $110 - 100 = 10$ руб. Итого прибыль равна $20 + 10 = 30$ руб.

Пример 4. Инвестор купил акцию за 70 руб. на спотовом рынке и продал фьючерс на эту акцию по 100 руб. Через неделю он продал акцию за 90 руб. и закрыл фьючерсную позицию по 110 руб. Определить финансовый результат для инвестора.

Инвестор купил акцию за 70 руб., а затем продал ее за 90 руб., прибыль равна $90 - 70 = 20$ руб.

Инвестор зафиксировал в контракте цену продажи, равна 100 руб., а затем зафиксировал цену покупки по аналогичному контракту, равную 110 руб., убыток равен $100 - 110 = -10$ руб. Итого прибыль равна $20 - 10 = 10$ руб.

Пример 5. Цена спот-акции 300 руб., ставка без риска 12 %. Определить 60-дневную форвардную цену акции. Финансовый год равен 365 дням.

$$X = 300 \times (1 + 0,12 \times 60 / 365) = 305,92 \text{ руб.}$$

Пример 6. Цена спот акции 100 руб., ставка без риска 8 %. Фактическая форвардная цена акции с поставкой через 40 дней равна 100,83 руб. Определить, возможен ли арбитраж. Если арбитраж возможен, какую прибыль может получить арбитражер к моменту окончания действия контракта.

Через 40 дней цена акции будет равна $100 \times (1 + 0,08 \times 40 / 365) = 100,88$ руб. Прибыль равна $100,88 - 100,83 = 0,05$ руб.

Пример 7. Цена спот-акции 100 руб., через три месяца на акцию выплачивается дивиденд в размере 20 руб. Ставка без риска для трех месяцев равна 5,4 % годовых, для пяти месяцев – 6 % годовых. Фактическая пятимесячная форвардная цена равна 82,32 руб. Определить, возможен ли арбитраж.

Если арбитраж возможен, какую величину арбитражной прибыли можно получить к началу заключения контракта.

$$X = 100 \times (1 + 0,06 \times 5/12) - 20 (1 + 0,054 \times 2/12) = 102,5 - 20,18 = 82,32.$$

Арбитраж невозможен.

Пример 8. Спот-цена пшеницы равна 3 000 руб. за тонну, ставка без риска для 90 дней – 6 % годовых, расходы по хранению и страхованию за этот период составляют 120 руб. Определить 90-дневную форвардную цену пшеницы. Финансовый год равен 365 дням.

$$X = 3\,000 \times (1 + 0,06 \times 90/365) + 120 \times (1 + 0,06 \times 90/365) = 3\,120 \times 1,0148 = 3\,166,18 \text{ руб.}$$

Пример 9. Спот-цена пшеницы 2 500 руб. за тонну, ставка без риска для 180 дней 6,5 % годовых, расходы по хранению и страхованию за этот период составляют 8 % годовых от спотовой цены пшеницы. Определить 180-дневную форвардную цену пшеницы. Финансовый год равен 365 дням.

$$X = 2\,500 (1 + 0,065 \times 180/365) + 2\,500 \times 0,08 \times 180/365 = 2\,580,14 + 98,63 = 2\,678,77 \text{ руб.}$$

Пример 10. Курс доллара равен 25,8 руб., трехмесячная ставка без риска по рублям – 8 %, по долларам – 4 % годовых. Определить трехмесячный форвардный курс доллара.

$$X = 25,8 \times (1 + 0,08 \times 3/12) / (1 + 0,04 \times 3/12) = 25,8 \times 1,02 / 1,01 = 26,06 \text{ руб.}$$

Пример 11. Курс доллара: 1 USD = 25 руб. Определите форвардный курс валюты на 6 месяцев, если процентная ставка по рублевому депозиту равна 12 %, а по долларовому – 4 %.

$$X = 25 \times (1 + 0,12 \times 6/12) / (1 + 0,04 \times 6/12) = 25 \times 1,06 / 1,01 = 26,24 \text{ руб.}$$

Пример 12. Инвестор купил европейский трехмесячный колл-опцион на акцию с ценой исполнения 80 руб. за 8 руб. К моменту окончания контракта спотовая цена акции составила 85 руб. Определите финансовый результат операции для инвестора.

Прибыль от продажи на рынке по цене 85 руб. актива, приобретенного по контракту по цене 80 руб., составит 5 руб. Так как расходы по покупке опциона составили 8 руб., то итоговый финансовый результат равен $5 - 8 = -3$ руб.

Пример 13. Инвестор продал европейский трехмесячный колл-опцион на акцию с ценой исполнения 120 руб. за 15 руб. К моменту окончания контракта спотовая цена акции составила 160 руб. Определите финансовый результат операции для инвестора.

Так как спот-цена актива выше страйк-цены, то колл-опцион будет исполнен и продавец опциона получит убыток, равный $120 - 160 = -40$ руб. Прибыль от продажи опциона равна 15 руб. Итоговый финансовый результат равен $15 - 40 = -25$ руб.

Пример 14. Инвестор продал европейский трехмесячный пут-опцион на акцию с ценой исполнения 100 руб. за 7 руб. К моменту окончания контракта спотовая цена акции составила 118 руб. Определите финансовый результат операции для инвестора.

Так как спот-цена актива выше страйк-цены, то пут-опцион не будет исполнен и продавец опциона получит только прибыль от продажи опциона, равную 7 руб.

Пример 15. Инвестор купил двухмесячный американский колл-опцион на фьючерсный контракт на акции РАО ЕЭС с ценой исполнения 1 500 руб.

за 100 руб. На следующий день цена фьючерсного контракта выросла, и инвестор исполнил опцион. Котировочная фьючерсная цена в этот день равна 1850 руб. Определите финансовый результат операции для инвестора.

Так как котировочная фьючерсная цена на следующий день актива выше страйк-цены, то при исполнении колл-опциона прибыль составила: $1\ 850 - 1\ 500 = 350$ руб. Так как расходы по покупке опциона составили 100 руб., то итоговый финансовый результат равен $350 - 100 = 250$ руб.

Пример 16. Инвестор продал колл-опцион на акцию с ценой исполнения 70 руб. за 7 руб. и купил акцию за 57 руб. Определите финансовый результат для инвестора, если к моменту истечения контракта цена спот-акции равна 72 руб.

Так как спот-цена актива выше страйк-цены, то колл-опцион будет исполнен, и продавец опциона получит прибыль, равную $70 - 57 = 13$ руб. Прибыль от продажи опциона равна 7 руб. Итоговый финансовый результат равен $13 + 7 = 20$ руб.

Пример 17. Перед истечением срока действия контракта цена колл-опциона на акцию равна 7 руб., цена исполнения – 108 руб., цена спот-акции – 122 руб. Определить, возможен ли арбитраж и величину арбитражной прибыли.

Арбитраж возможен, так как разница между страйк-ценой и спот-ценой не совпадает с размером премии. Величина арбитражной прибыли составит $(122 - 108) - 7 = 7$ руб.

Пример 18. Если цена базисного инструмента равна 120 ед., процентная ставка за привлечение заемных средств –10 % годовых, других затрат, связанных с приобретением базисного инструмента нет, то цена фьючерса на шесть месяцев равна $120 \times (1 + 0,1 \times 6/12) = 126$ руб.

Пример 19. Спот-цена акции – 1 500 руб., рыночная процентная ставка 15 % годовых. Определить цену форвардного контракта на акцию сроком на 90 дней, по сравнению с покупкой акции на спотовом рынке, если дивиденд по акции в размере 100 руб. выплачивается на 30-й день заключения контракта (считать, что в году 360 дней).

$X = 1\ 500 \times (1 + 0,15 \times 90/360) - 100 \times (1 + 0,15 \times 60/360) = 1\ 556,25 - 102,5 = 1\ 453,75$ руб.

Лекция 2. Основные направления развития российского финансового рынка

План лекции

1. Программно-целевой подход к развитию финансового рынка.
2. Нормативная база развития российского финансового рынка.
3. Качественные изменения, запланированные на период до и после 2020 года.
4. Роль мегарегулятора в формировании финансового пространства.

Учебно-методическое обеспечение лекции

Основные источники

1. Krivelevich M. Financial Market of Russian Far East: Potential for Cooperation with Asian Aartners // Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право. 2013. № 1 (28). С. 46–55.

2. Social Function of Small Business Taxes in Russia / V. V. Glukhov, E. V. Glukhov, Z. I. Lialina, V. A. Ostanin, Y. V. Rozhkov // Asian Social Science. Vol. 11. №. 19. 2015.

3. Кривелевич М. Е., Шепарев А. А. Потенциальная роль российского финансового рынка в макрорегионе АТР // Государственный аудит. Право. Экономика. 2012. № 2. С. 47–54.

4. Кругман П. Выход из кризиса есть! / пер. с англ. Ю. Гольдберга. М.: Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013. 320 с.

5. Кривелевич М. Е., Лазарев В. А. Финансовая трансформация в АТР: разработка вариантов российского участия // Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право. № 1 (30). 2014. С. 8–17.

Дополнительные источники

1. Кудрин А. Л. Влияние доходов от экспорта нефтегазовых ресурсов на денежно-кредитную политику России // Вопросы экономики. № 3. 2013. С. 4-9.

2. Кривелевич М. Е. Первые итоги воздействия иностранных санкций на российскую экономику // Экономика и предпринимательство. № 10-2 (63-2). 2015. С. 76-80.

Стратегический подход (его еще называют программно-целевым подходом) к управлению развитием отечественного финансового рынка осуществляется с 2006 г., когда он был запущен в рамках «Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006–2008 годы», утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации от 1 июня 2006 г. № 793-р, в которой были сформулированы среднесрочные задачи модернизации институтов и инструментов финансового рынка в условиях нарастания процессов глобализации мировой финансовой системы, роста интернационализации рынков ценных бумаг, трансграничных инвестиционных сделок и усиления конкуренции крупнейших мировых финансовых центров.

Финансовый рынок представляет собой важнейшую часть национальной экономики и его развитию уделяется повышенное внимание вне зависимости от того, насколько серьезные кризисы возникают в его динамике в данный момент времени. Символично, что «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года» была утверждена распоряжением Правительства РФ от 29 декабря 2008 г. № 2043-р, то есть в один из самых тяжелых периодов падения капитализации российских эмитентов.

Стратегия и другие документы Банка России и профильных министерств, принятые в ее развитие, нацелены на обеспечение ускоренного экономического развития страны посредством качественного повышения конкурентоспособности российского финансового рынка и формирования на его основе самостоятельного финансового центра, способного сконцентрировать предложение широкого набора финансовых инструментов, спрос на финансовые инструменты со стороны внутренних и внешних инвесторов и тем самым создать условия для формирования цен на такие финансовые инструменты и соответствующие им активы в Российской Федерации.

Смена стратегии в 2008 г. на более долгосрочную, переход от трехлетнего планирования к планированию на десятилетие вперед было связано с принципиально новым пониманием долгосрочных тенденций развития монетарной экономики в мировом масштабе, и прежде всего тенденции экспансии действующих в рамках крупнейших финансовых центров финансовых институтов в страны с развивающимися экономиками. Это постепенно ведет к формированию на мировом финансовом рынке зон влияния таких финансовых центров. В результате растет вероятность того, что число стран, где могут сохраниться и продолжать функционировать независимые и полноценные финансовые рынки, будет постепенно сокращаться.

Предполагается, что в первой четверти XXI в. немногочисленные национальные финансовые рынки будут либо становиться мировыми финансовыми центрами, либо входить в зону влияния уже существующих глобальных центров. Поэтому наличие самостоятельного финансового центра в той или иной стране станет одним из важнейших признаков конкурентоспособности

экономик таких стран, роста их влияния в мире, обязательным условием их экономического, а значит, и политического суверенитета.

В этой связи обеспечение долгосрочной конкурентоспособности российского финансового рынка и формирование в России самостоятельного финансового центра не могут рассматриваться как сугубо отраслевые или ведомственные задачи. Решение этих задач должно стать важнейшим приоритетом долгосрочной экономической политики. Задача создания самостоятельного финансового центра в России предполагает совершенствование налогообложения на финансовом рынке. Без формирования благоприятного налогового климата невозможно качественно повысить ликвидность рынка финансовых инструментов и привлекательность долгосрочных инвестиций, расширить спектр инструментов, обращающихся на финансовом рынке, перечень операций и оказываемых услуг, а также создать условия для преимущественного развития организованного рынка финансовых инструментов. В настоящее время необходимо принятие мер, направленных на создание более привлекательного режима налогообложения на российском финансовом рынке, чем налоговые режимы, существующие в странах, в которых действуют конкурирующие финансовые центры.

Российское законодательство в целом подвергается значительной ревизии в вопросах, относящихся к функционированию финансовых рынков. Так, за последние годы уже были приняты федеральные законы: «О внесении изменений в Федеральный закон “Об ипотечных ценных бумагах”», направленный на совершенствование регулирования эмиссии и обращения ипотечных ценных бумаг; «О внесении изменений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг”», направленный на создание регулятивной основы для выпуска российских депозитарных расписок; «О внесении изменений в статью 1062 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации», послуживший импульсом для качественного роста объемов сделок с производными финансовыми инструментами и направленный на предоставление судебной защиты по срочным сделкам; «О внесении изменений в Федеральный закон “Об инвестиционных фондах”» и отдельные законодательные акты Российской Федерации», направленный на совершенствование системы инвестирования с использованием механизмов паевых инвестиционных фондов, обеспечение широкого привлечения в экономику стратегических инвестиций, в том числе путем создания венчурных фондов, введение понятия «квалифицированный инвестор», защиту неквалифицированных инвесторов, повышение прозрачности деятельности управляющих компаний, специализированных депозитариев и негосударственных пенсионных фондов, а также усиление надзора за их деятельностью со стороны уполномоченных органов.

В целях реализации указанных федеральных законов разработаны нормативные правовые акты, регулирующие процедуры эмиссии и обращения

облигаций с ипотечным покрытием и биржевых облигаций, процессы поглощений и вытеснений в акционерных обществах, обеспечившие расширение возможностей акционерных обществ по привлечению инвестиционных средств на рынке акций путем первичного размещения новых выпусков.

Для обеспечения доступности информации о ценных бумагах и прозрачности сделок с ними подготовлены изменения в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», направленные на уточнение перечня существенных фактов деятельности акционерных обществ, подлежащих публичному раскрытию.

В целях создания условий для дальнейшего развития рынка производных финансовых инструментов были разработаны единые подходы к совершенствованию режима налогообложения операций с производными финансовыми инструментами.

Отсутствие правовой определенности в отношении порядка исполнения обязательств по срочным сделкам в случае введения процедур банкротства в отношении одного из участников сделки в настоящее время является одним из факторов, сдерживающих развитие рынка производных финансовых инструментов.

До 2020 г. государство планирует решить следующие задачи развития финансового рынка: повышение емкости и прозрачности финансового рынка; обеспечение эффективности рыночной инфраструктуры; формирование благоприятного налогового климата для его участников; совершенствование правового регулирования на финансовом рынке. В рамках решения задачи по повышению емкости и прозрачности российского финансового рынка потребуются: внедрение механизмов, обеспечивающих участие многочисленных розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций; расширение спектра производных финансовых инструментов и укрепление нормативной правовой базы срочного рынка; создание возможности для секьюритизации широкого круга активов; повышение уровня информированности граждан о возможностях инвестирования сбережений на финансовом рынке.

В рамках решения задачи по обеспечению эффективности инфраструктуры финансового рынка предусматривается: унификация регулирования всех сегментов организованного финансового рынка; создание нормативно-правовых и организационных условий для возможности консолидации биржевой и расчетно-депозитарной инфраструктуры; создание четких правовых рамок осуществления клиринга обязательств, формирования и капитализации клиринговых организаций финансового рынка, а также функционирования института центрального контрагента; повышение уровня предоставления услуг по учету прав собственности на ценные бумаги и иные финансовые инструменты.

В целях реализации задачи по совершенствованию правового регулирования на финансовом рынке необходимо: повышение эффективности регулирования финансового рынка путем развития системы пруденциального надзора

в отношении участников финансового рынка, унификации принципов и стандартов деятельности участников финансового рынка, а также взаимодействия государственных органов с саморегулируемыми организациями; снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг; обеспечение эффективной системы раскрытия информации на финансовом рынке; развитие и совершенствование корпоративного управления; принятие действенных мер по предупреждению и пресечению недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

Помимо решения указанных задач необходимо повысить эффективность контрольно-надзорной деятельности уполномоченных органов, проводить постоянный анализ применения норм законодательства Российской Федерации и на этой основе совершенствовать нормативную правовую базу. Решение задач, поставленных «Стратегией», позволит создать надежную базу долгосрочного роста российского финансового рынка и сформировать на его основе конкурентоспособный самостоятельный финансовый центр. Если меры, предусмотренные вышеописанными государственными документами, будут исполнены, то отечественный финансовый рынок будет способен к 2020 г. достичь целевых показателей развития, обозначенных в программных документах.

Участие населения в операциях на финансовом рынке является одним из признаков не только повышения уровня жизни в стране, но и показателем определенной зрелости финансового рынка, обеспечивающего трансформацию индивидуальных сбережений в необходимые экономике инвестиции. Государственное регулирование в этой области должно быть направлено на усиление защиты прав и законных интересов розничных инвесторов и создание условий для снижения рисков индивидуальных инвестиций.

Важным средством стимулирования участия населения на финансовом рынке является определение четких правовых рамок для создания компенсационных механизмов для граждан, инвестирующих свои средства на финансовом рынке. Одним из источников выплат гражданам предусматривается компенсационный фонд, который будет формироваться за счет взносов профессиональных участников рынка ценных бумаг, оказывающих услуги гражданам, и в случае недостаточности средств такого фонда необходимо рассмотреть возможность использования государственных средств на соответствующие цели.

Предполагается на законодательном уровне определить круг лиц, которые будут вправе получать выплаты из компенсационного фонда, основания таких выплат и контроль за инвестированием средств этого фонда. Выплата компенсаций будет осуществляться в ограниченных случаях, связанных главным образом с потерей финансовой компанией способности выполнять свои обязательства перед третьими лицами, а также в случае совершения уголовных правонарушений сотрудниками финансовой компании.

В случае выплаты компенсации права требований, удовлетворение по которым получил гражданин, будут переходить к лицу, которое осуществляет

управление фондом. Полномочия такой организации при процедуре банкротства должны также предусматриваться законом. В дополнение к обязательной компенсационной системе необходимо обеспечить условия для развития добровольных компенсационных систем, в том числе путем создания страховых фондов саморегулируемых организаций участников финансового рынка.

Повсеместно – и государством, и участниками рынка – отмечается, что существующая система регулирования рекламы на финансовом рынке требует пересмотра. Необходимо установить более жесткие требования к распространению рекламы розничных финансовых услуг. В связи с участвовавшими в последнее время случаями создания финансовых пирамид и иных форм злоупотреблений на финансовом рынке предусматривается рассмотрение вопроса о наделении федерального органа исполнительной власти в сфере финансовых рынков дополнительными полномочиями по контролю и надзору за рекламой на финансовом рынке. Целесообразно в средствах массовой информации публиковать сведения о недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

Также необходимо разработать эффективное нормативное регулирование порядка предложения финансовых услуг розничным клиентам, в частности определить рамки предоставления розничным инвесторам услуг с повышенным риском, в том числе при заключении сделок без их покрытия активами клиента (маржинальных и срочных сделок), а также детально регламентировать правила обработки и исполнения клиентских поручений и отчетности. Кроме этого, с целью защиты прав и законных интересов розничных инвесторов требуют урегулирования вопросы, связанные с установлением гражданско-правовой и административной ответственности лиц, оказывающих розничные услуги на финансовых рынках.

С учетом накопленной правоохранительными органами правоприменительной практики необходимо создать совместно с саморегулируемыми организациями эффективные правовые и организационные барьеры, препятствующие безлицензионной деятельности по привлечению денежных средств населения.

В ближайшие годы предстоит определить условия и правовые рамки для формирования института инвестиционных консультантов (инвестиционных советников), которые помогут инвесторам выбрать наиболее подходящую для них инвестиционную стратегию. Создание такого института является одним из лучших способов продвижения финансовых услуг населению, поскольку повышает качество инвестиционных услуг и дает реальную возможность для осуществления такой деятельности небольшими региональными компаниями, которые в большинстве случаев пользуются доверием населения, проживающего в этом регионе. Наличие широкой сети независимых инвестиционных консультантов может существенно снизить издержки на поддержание сети филиалов или сети агентов финансовых институтов и, как следствие,

издержки конечных инвесторов – граждан, связанных с операциями на фондовом рынке.

Следует на нормативно-правовом уровне решить вопрос об обязательном участии в саморегулируемых организациях участников финансового рынка, оказывающих услуги розничным инвесторам. Расширение спектра производных финансовых инструментов и развитие срочного рынка (рынка производных финансовых инструментов) позволяет снижать риски при совершении сделок с базисными активами, а также создает дополнительную возможность справедливого ценообразования на базисные активы.

С целью совершенствования правового регулирования срочного рынка предстоит завершить работу над проектом федерального закона, направленного на введение механизма ликвидационного неттинга. Для повышения эффективности правового регулирования обращения на финансовом рынке производных финансовых инструментов необходимо: обеспечить учет прав на финансовые инструменты, не являющиеся ценными бумагами, и обращение этих инструментов по правилам учета и обращения ценных бумаг; распределить риски, связанные с деятельностью посредников на рынке финансовых инструментов; обеспечить защиту прав владельцев финансовых инструментов.

Учитывая, что рынок производных финансовых инструментов является динамично развивающимся и виды этих инструментов постоянно обновляются, следует признать нецелесообразным установление на законодательном уровне исчерпывающего перечня производных финансовых инструментов и их определений. В то же время необходимо закрепить за федеральным органом исполнительной власти в сфере финансовых рынков право утверждать примерный перечень производных финансовых инструментов и требования к базисным активам производных финансовых инструментов, устанавливать требования к публичному предложению производных финансовых инструментов, а также наделить биржи и саморегулируемые организации правом квалифицировать производные финансовые инструменты.

Кроме этого, следует предусмотреть процедуру классификации таких инструментов с точки зрения возможности их обращения среди неквалифицированных инвесторов, а также порядок раскрытия информации о финансовых инструментах. Для своевременного выявления случаев манипулирования и совершения инсайдерских сделок на срочном рынке необходимо установить требования обязательного мониторинга биржами нестандартных срочных сделок.

Формирование условий рыночного ценообразования на важнейшие для экономики товары, в частности энергоносители, зерно, металлы, строительные материалы, невозможно без организованного срочного рынка таких товаров. Для того чтобы товаропроизводители и потребители указанных товаров шире использовали механизмы срочного рынка, потребуется на законодательном

уровне признать, что цены биржевых срочных контрактов на поставку товара являются рыночными.

Это важно для целей расчета налогов с учетом реальной ценовой политики на финансовом рынке. Совместно с биржами следует проводить постоянную работу по разъяснению экономическим агентам возможностей срочного рынка для снижения рисков изменения цен товаропроизводителей и потребителей, способствуя тем самым формированию цивилизованного товарного биржевого рынка.

В условиях обострения кризисных процессов на мировых финансовых рынках, учитывая важность сохранения ликвидности российской финансовой и банковской системы на уровне, способном обеспечить увеличивающийся в условиях экономического роста спрос предприятий на финансовые ресурсы, сохраняет актуальность разработка основ правового регулирования в сфере секьюритизации финансовых активов. На законодательном уровне предполагается установить ряд норм, которые могут быть использованы не только в процессе секьюритизации активов, но и в процессе совершения иных операций на финансовом рынке.

В частности, необходимо предусмотреть такие механизмы повышения кредитного качества, как залоговые и номинальные банковские счета, ввести институт общего собрания владельцев облигаций, а также расширить возможности использования субординации выпускаемых ценных бумаг не только для облигаций с ипотечным покрытием, но и в отношении других видов облигаций.

Для обеспечения привлечения инвестиционных ресурсов в долгосрочные проекты по развитию транспортной, энергетической, жилищно-коммунальной и социальной инфраструктуры, реализуемые в формате государственно-частного партнерства, предлагается предусмотреть меры, направленные на стимулирование инвестирования в инфраструктурные облигации. Исполнение обязательств по таким облигациям может обеспечиваться активами, создаваемыми в рамках проекта, а также постоянными платежами за пользование инфраструктурными объектами.

В законодательство Российской Федерации потребуется внести изменения, обеспечивающие защиту прав владельцев инфраструктурных облигаций, а также возможность инвестирования в такие облигации средств кредитных организаций, пенсионных накоплений, в том числе аккумулируемых Пенсионным фондом РФ, пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и активов паевых инвестиционных фондов. Указанная мера позволит привлечь инвестиции для финансирования инфраструктурных проектов и одновременно расширить перечень объектов для инвестирования средств пенсионных накоплений и размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов.

При значительном приросте стоимости активов финансовых институтов отрасли коллективного инвестирования наблюдается сокращение прироста числа граждан, осуществляющих инвестиционную деятельность в этой отрасли, по отношению к предыдущему периоду. Число индивидуальных инвесторов, напрямую работающих на финансовом рынке, не превышает 1 млн человек. При этом в России достаточно высока норма сбережений, что определяет емкость рынка розничных финансовых услуг. По некоторым оценкам, число индивидуальных инвесторов, которые готовы инвестировать свои средства в ценные бумаги и иные финансовые инструменты, может достигать до 70 % экономически активного населения. Недостаточная степень вовлеченности населения в финансовую сферу отчасти объясняется низким уровнем информированности и доверия к финансовым инструментам. Это приводит к тому, что сбережения граждан осуществляются преимущественно в виде вложений в иностранную валюту или на краткосрочные депозиты банков. В настоящее время информация о вопросах развития финансовых рынков и возможностей их использования для повышения благосостояния граждан не имеет системного характера и предназначена в большей степени для специалистов, работающих на этих рынках, чем для обычных граждан.

Население недостаточно информировано о созданных законодательных основах инвестирования на финансовом рынке и правовой защищенности вложений, что является лимитирующим фактором развития финансовых рынков в условиях негативного опыта, связанного с деятельностью финансовых пирамид.

Для повышения осведомленности граждан о возможностях и рисках инвестирования на финансовом рынке предполагается реализация следующих мер: определение целевой аудитории для проведения мероприятий, направленных на привлечение населения на финансовый рынок, а также разработка методических рекомендаций по проведению мероприятий для каждой из целевых групп; проведение анализа в целях выявления причин отсутствия доверия широких слоев населения к инструментам финансовых рынков; подготовка и реализация мер, направленных на широкое информирование граждан об их правах и возможностях на финансовых рынках для инвестирования личных сбережений. Основным результатом реализации указанных предложений должны стать изменение инвестиционного поведения населения и привлечение сбережений граждан на финансовый рынок, а также эффективная реализация пенсионной реформы.

Развитие организованного финансового рынка и консолидация биржевой инфраструктуры характеризуются, во-первых, расширением зоны организованного рынка за счет возникновения внебиржевых организаторов торговли и, во-вторых, усилением международной конкуренции бирж, в ответ на которое происходит концентрация ликвидности на крупнейших биржах,

трансграничная консолидация бирж и консолидация национальных бирж внутри отдельно взятой страны.

Для того чтобы соответствовать общемировым тенденциям в развитии биржевой торговли в среднесрочной перспективе, необходимо обеспечить: условия для возможности консолидации биржевого рынка и концентрации на нем ликвидности, а также качественное повышение стандартов биржевой торговли, включая раскрытие информации и противодействие нерыночным практикам; высокий уровень защиты интересов инвесторов на внебиржевом организованном рынке за счет вовлечения его в зону эффективного регулирования.

Характерной чертой российского финансового рынка является наличие существенных объемов внебиржевых сделок, в том числе за счет роста объема сделок, заключаемых между клиентами одного брокера. В связи с этим актуальной задачей является регулирование не только биржевых институтов, но и организованного рынка в целом независимо от того, в какой форме он существует. При этом под организованным рынком следует понимать общую торговую среду, в которой существуют различные по своей форме и степени институционализации системы заключения сделок с финансовыми инструментами в соответствии с выработанными участниками таких систем или установленными государством правилами.

Регулирование такой среды в части раскрытия информации о заключаемых сделках, обеспечения защиты интересов участников, прозрачности осуществляемых операций и предотвращения недобросовестных сделок с финансовыми инструментами должно быть унифицировано. Кроме того, потребуется установить единые базовые требования к техническому обеспечению как бирж, так и иных внебиржевых торговых систем. При этом федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков должен обладать правом определять основные требования к электронным форматам деятельности и стандартам электронного документооборота на организованном рынке. Это позволит повысить уровень защиты прав и законных интересов инвесторов, будет способствовать расширению круга финансовых инструментов, обращающихся на организованном рынке, а также признанию рыночными цен на большое количество финансовых инструментов.

В то же время представляется необходимым сохранить значение бирж как основного центра сосредоточения ликвидности, способного конкурировать в мировом масштабе не только с иностранными биржами, но и служить фундаментом конкурентоспособности всего российского организованного рынка.

Для этого предлагается, с одной стороны, предъявлять к деятельности бирж более высокие требования по сравнению с иными торговыми системами, а с другой стороны, закрепить за биржами ряд преференций. Так, в отношении бирж следует установить более высокие требования по допуску финансовых

инструментов к торгам и обеспечению исполнения сделок, совершенных на биржевых торгах, а также требования пруденциального надзора.

При этом необходимо закрепить исключительно за биржами осуществление листинга финансовых инструментов и допуск ценных бумаг к торгам без осуществления государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг и отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг в предусмотренных законами случаях. Надлежит расширить полномочия бирж по раскрытию информации о ценных бумагах и об их эмитентах, контролю за уровнем и качеством корпоративного управления в акционерных обществах, ценные бумаги которых допущены на биржу, и допуску ценных бумаг к обращению. Расширению подлежат также полномочия бирж по контролю за манипулированием ценами и сделками на основе инсайдерской информации. Одновременно предполагается усилить административную и уголовную ответственность лиц, входящих в состав исполнительных органов бирж, за нарушения законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, а также за ненадлежащее исполнение биржами соответствующих полномочий. На законодательном уровне на федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков следует возложить полномочия, связанные с согласованием назначения на должность, а также отстранения от должности лиц, входящих в состав исполнительных органов бирж, в случае нарушения биржей требований законодательства Российской Федерации. Клиринг, расчеты и учетная система могут быть объединены вокруг биржи, являющейся ядром организованного рынка.

Одной из приемлемых моделей консолидации биржевой инфраструктуры может стать вертикально-интегрированная модель холдинга с широким представительством в его капитале банков, небанковских институтов и, возможно, государства и иностранных институтов. В рамках такого холдинга возможны объединение локальных торговых площадок, в том числе специализирующихся по видам торгуемых инструментов и активов, расчетных депозитариев, клиринговых организаций, а также унификация с учетом установленных государством единых требований электронных стандартов обмена данными, заключения сделок и расчетов. Предложенная модель способна сконцентрировать и направить на дальнейшее повышение конкурентоспособности российского финансового рынка необходимые управленческие, технологические и финансовые ресурсы.

Одной из основных причин недостаточной капитализации финансового рынка является несовершенство клиринговых процедур и существующих механизмов расчетов между участниками финансового рынка, что создает высокие риски в процессе клиринга и расчетов по сделкам с финансовыми активами. Необходимо создать условия для повышения надежности системы клиринга и расчетов на финансовом и товарном рынках, а также внедрения

международных стандартов функционирования этой системы. Приоритетной задачей является создание правовых условий эффективного функционирования института центрального контрагента и правовых условий повышения эффективности клиринга.

Создание правовых условий эффективного функционирования института центрального контрагента включает:

- формирование правового механизма возникновения, изменения и прекращения обязательств центрального контрагента;
- устранение налоговых проблем, возникающих у центрального контрагента, а также закрепление в налоговом законодательстве Российской Федерации статуса центрального контрагента как технической стороны, не имеющей экономического интереса по соответствующим сделкам;
- создание механизмов для завершения центральным контрагентом расчетов по сделкам в случае нарушения обязательств перед ним, в частности использование гарантийных фондов, приобретение или продажа ценных бумаг на финансовом рынке и (или) иных механизмов.

Создание правовых условий повышения эффективности клиринга включает:

- обеспечение завершения расчетов по обязательствам, возникшим в результате клиринга (исключение возможности наложения ареста и обращения взыскания на ценные бумаги и денежные средства, предназначенные для исполнения обязательств по результатам клиринга, исполнение обязательств, определенных по результатам клиринга до момента открытия конкурсного производства в отношении участника клиринга и др.);
- установление правовых оснований изменения и прекращения обязательств в связи с проведением неттинга, в том числе в случае осуществления процедуры неттинга без участия центрального контрагента, а также порядка исполнения обязательств, возникших в результате проведения неттинга;
- закрепление правового статуса клирингового счета;
- легитимация создания и использования клиринговой организацией гарантийных фондов и иного обеспечения исполнения обязательств, определенных по результатам клиринга;
- разработка и внедрение действенных механизмов минимизации рисков в процессе деятельности клиринговой организации (установление требований, соблюдение которых обязательно при осуществлении клиринговой деятельности, лицензирование клиринговой деятельности федеральным органом исполнительной власти в сфере финансовых рынков вне зависимости от того, осуществляется ли клиринг по сделкам, заключенным на финансовом или товарном рынках);
- создание правовых механизмов предоставления ценных бумаг и денег для завершения расчетов (заем, сделки РЕПО), в том числе предоставление

возможности депозитариям совершать указанные операции с ценными бумагами, учет прав на которые осуществляет депозитарий.

Основной задачей развития учетных институтов является снижение рисков, связанных с осуществлением учета прав на ценные бумаги, и сокращение сроков проведения операций по счетам депо (лицевым счетам). Необходимо принять меры, направленные на увеличение устойчивости и надежности учетных институтов. В частности, наряду с увеличением требований к их собственным средствам следует расширить практику страхования рисков профессиональной ответственности, ввести дополнительные качественные требования к регистраторской деятельности, включая применение электронного документооборота для взаимодействия с владельцами и номинальными держателями ценных бумаг, при сокращении до необходимого минимума количественных требований. Требуется предпринять шаги, связанные с повышением прозрачности деятельности регистраторов и депозитариев, исключением их участия в корпоративных конфликтах, особенно в пользу своих акционеров, а также обеспечением стимулирования их перехода на электронный документооборот между собой, с клиентами и федеральным органом исполнительной власти в сфере финансовых рынков путем корректировки лицензионных требований и условий.

Дальнейшее развитие финансового рынка невозможно без завершения создания на организованном финансовом рынке централизованной системы хранения и (или) учета прав на ценные бумаги, центром которой являются расчетные депозитарии, выполняющие функции, аналогичные функциям центральных депозитариев. Прежде всего необходимо усовершенствовать взаимодействие между расчетными депозитариями. Указанные депозитарии обязаны иметь корреспондентские отношения друг с другом.

Это даст возможность инвесторам, осуществляющим торговлю на различных торговых площадках, оперативно переводить ценные бумаги из одного депозитария в другой, не прибегая к услугам регистраторов, что позволит сконцентрировать расчеты по торговым операциям в рамках расчетных депозитариев и снизить издержки инвесторов. Расчетные депозитарии должны стать надежными проводниками информации о корпоративных действиях, а также обеспечивать реализацию инвесторами их прав.

Надлежит урегулировать вопросы ответственности регистраторов и депозитариев при несанкционированном списании ценных бумаг со счета владельца, ответственности за нарушение прав лиц, зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг, а также порядок взаимодействия регистратора с номинальными держателями и номинальных держателей между собой. Необходимо создать правовые условия, касающиеся предоставления депозитариям права распоряжаться ценными бумагами, учет прав на которые они осуществляют, в порядке и в случаях, установленных законом и депозитарным договором, при условии согласия депонентов.

Кроме того, следует предусмотреть ежедневную сверку ценных бумаг, права на которые учитываются депозитарием на счетах депо, с ценными бумагами, учтенными на счетах номинального держателя, открытых депозитарию в реестрах владельцев ценных бумаг (в других депозитариях). При этом стоит определить пути разрешения ситуаций, при которых возникает несоответствие между количеством ценных бумаг, права на которые учитывает депозитарий, и количеством ценных бумаг, находящихся на счетах номинального держателя, открытых этому депозитарию, исходя из того, что риск недостаточности ценных бумаг распределяется между всеми депонентами.

В целях сокращения издержек, связанных с доступом иностранных инвесторов на российский организованный финансовый рынок, необходимо установить случаи и условия открытия иностранным лицам счетов, на которых могут учитываться ценные бумаги в интересах других лиц, а также установить специальный режим таких счетов. При этом надлежит создать механизмы, обеспечивающие соблюдение лицами, которым открыты такие счета, требований законодательства Российской Федерации и ликвидацию последствий нарушения таких требований.

С количественным ростом и качественным усложнением финансового рынка возникает объективная потребность в развитии функций саморегулирования, для чего необходимо повышение эффективности взаимодействия саморегулируемых организаций и государственных органов. Нормы и правила, разрабатываемые саморегулируемыми организациями, нужны для дополнения и детализации норм государственного регулирования, причем следует стимулировать саморегулируемые организации к установлению более жестких требований к деятельности участников финансового рынка.

Необходимо разработать комплекс мер, направленных на укрепление роли профессионального сообщества в осуществлении контроля на рынке ценных бумаг и снижении инвестиционных рисков. Кроме того, следует расширить возможности саморегулируемых организаций при сборе и анализе отчетности участников финансового рынка и возложить на них функции по ее анализу, обобщению и раскрытию.

Унификация принципов и стандартов деятельности участников финансового рынка

Финансовый рынок становится одним из приоритетных секторов экономики, эффективность управления которым может оказывать влияние на общую эффективность государственной экономической политики.

Кроме того, в условиях формирования и развития многоотраслевых финансовых холдингов возникает специфическая задача их комплексного регулирования. В связи с этим актуальными являются задачи по обеспечению

унификации требований и стандартов деятельности на финансовом рынке, а также консолидации соответствующих государственных функций.

В целях реализации этих задач необходимо: унифицировать требования к доверительному управлению ценными бумагами, а также порядку осуществления государственной регистрации выпусков ценных бумаг; унифицировать подходы к регулированию рисков на финансовом рынке в соответствии с основными принципами эффективного банковского надзора, определенными Базельским комитетом по банковскому надзору; объединить регулирование близких по роду деятельности финансовых институтов. Необходимо решить вопрос о переходе от принципов отраслевого (функционального) регулирования финансового рынка к принципам государственного регулирования рисков, возникающих на финансовом рынке (рисков финансовой устойчивости, недобросовестной деятельности и нарушения прав инвесторов и участников рынка).

Эффективная система пруденциального надзора позволит оперативно выявлять и пресекать нарушения на рынке ценных бумаг. Следует предусмотреть несколько уровней такого надзора, включая осуществление самими участниками финансового рынка внутреннего контроля за соблюдением установленных требований законодательства Российской Федерации, контроль саморегулируемых организаций, а также контроль со стороны государственных органов. На законодательном уровне следует обеспечить независимость служб внутреннего контроля профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также ввести требования к управлению финансовыми рисками, возникающими у финансовых посредников. В частности, необходимо закрепить обязанность участников финансового рынка определять лицо, ответственное за организацию управления указанными рисками, или создавать самостоятельное структурное подразделение по управлению рисками.

При этом для специалистов по управлению рисками внутри организации устанавливаются соответствующие квалификационные требования.

Также в надзорных целях потребуется:

- предусмотреть возможность введения в организациях – профессиональных участниках рынка ценных бумаг временной администрации;
- принять меры по гармонизации методов и правил надзора за профессиональными участниками рынка ценных бумаг с требованиями банковского надзора;
- ввести единые для всех профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний паевых инвестиционных фондов требования к расчету собственных средств, соответствующие международным стандартам, при одновременной модернизации правил ведения бухгалтерского учета в финансовых организациях и их унификации;
- пересмотреть требования к минимальному размеру собственных средств с целью их приближения к международным стандартам;

- развивать требования к достаточности капитала, а также его адекватности финансовым рискам организации;
- внедрить передовые методики оценки рисков, используя принятые в мире модели, включая рейтинговые оценки, а также применение цифровых показателей, отражающих операционный риск;
- создать условия для скорейшего перехода на предоставление всеми участниками финансового рынка отчетности в электронном виде, установить требования к программному обеспечению, используемому участниками финансового рынка (это позволит существенно снизить расходы, увеличить эффективность функционирования рыночных институтов, обмена информацией и совершения операций на рынке ценных бумаг).

При развитии надзорных требований будет применяться принцип пропорциональности осуществления пруденциального надзора, заключающийся в необходимости применения надзорных требований к участникам рынка исходя из их размера, сферы деятельности, характера проводимых операций и рисков, присущих этим операциям. Также при внедрении системы пруденциального надзора, ориентированного на оценку рисков, должна быть предусмотрена возможность индивидуального подхода к оценке рисков отдельных участников финансового рынка или их активов.

В целях гармонизации методов осуществления пруденциального надзора на финансовом рынке, особенно при ликвидации его участников, следует завершить работу по совершенствованию законодательства Российской Федерации о банкротстве финансовых организаций с учетом норм о банкротстве кредитных организаций.

Снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг

В целях снижения административных барьеров и упрощения процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг необходимо: внести уточнения в регулирование процедуры эмиссии биржевых облигаций, а также расширить круг лиц, имеющих право выпускать биржевые облигации; отказаться от проведения технических эмиссий ценных бумаг, которые направлены на изменение номинальной стоимости и (или) объема прав по ранее размещенным ценным бумагам.

Процедуру эмиссии ценных бумаг в этих случаях следует заменить процедурой внесения соответствующих изменений в зарегистрированное ранее в установленном порядке решение о выпуске ценных бумаг; упростить процедуру эмиссии дополнительных выпусков ценных бумаг, если ценные бумаги эмитента того же вида уже включены в котировальный список, предусмотрев возможность допуска таких ценных бумаг к торгам на фондовой бирже

без осуществления государственной регистрации их выпуска (дополнительного выпуска); сократить объем информации, содержащейся в проспекте ценных бумаг, при условии, что эмитенты, в отношении ценных бумаг которых ранее уже была осуществлена регистрация их проспекта, раскрывают информацию ежеквартально; определить процедуры предложения ценных бумаг международным и отечественным инвесторам профессиональными участниками рынка ценных бумаг, оказывающими услуги по размещению и (или) организации обращения ценных бумаг, а также установить ответственность этих лиц и выработать механизмы контроля за предложением ценных бумаг в Российской Федерации и за ее пределами, в том числе с участием саморегулируемых организаций.

Кроме того, в целях повышения конкурентоспособности российского финансового рынка и обеспечения участия в размещении глобальных инвесторов следует предусмотреть условия размещения ценных бумаг, аналогичные тем, которые действуют на развитых иностранных финансовых рынках. В частности, требуется установление возможности размещения ценных бумаг на условиях неполной оплаты, если обязательство по их полной оплате принимает на себя профессиональный участник рынка ценных бумаг, а также возможности обращения размещенных ценных бумаг до государственной регистрации отчета (представления уведомления) об итогах их выпуска.

Необходимо решить существующие проблемы правовой регламентации процедуры государственной регистрации выпусков ценных бумаг в ходе реорганизации юридических лиц. В настоящее время государственная регистрация выпусков ценных бумаг, размещенных при реорганизации, осуществляется после состоявшейся реорганизации и размещения ценных бумаг, в результате чего регистрирующий орган лишен возможности предотвратить нарушения, которые были допущены в ходе эмиссии.

В связи с этим целесообразно ввести процедуру, в соответствии с которой документы для государственной регистрации выпуска акций акционерного общества, размещаемых при реорганизации, представляются в регистрирующий орган до государственной регистрации акционерного общества, создаваемого в результате реорганизации.

Также законодательство Российской Федерации не содержит реального механизма передачи обязательств по выпущенным облигациям или иным эмиссионным ценным бумагам, позволяющего обеспечить права владельцев ценных бумаг и экономические интересы реорганизуемых эмитентов. Учитывая это, на законодательном уровне следует предусмотреть специальный порядок передачи обязательств по облигациям или иным эмиссионным ценным бумагам реорганизуемой организации к ее правопреемнику. Предстоит создать условия для снижения издержек выхода на организованный финансовый рынок новых быстро растущих эмитентов, в том числе венчурных, инновационных, наукоемких и инвестиционных компаний. Как правило, инвестирование

средств в такие компании представляет особый риск для населения и других групп консервативных инвесторов. Вместе с тем ценные бумаги таких эмитентов могут быть привлекательны для отдельных групп квалифицированных инвесторов. В связи с этим следует освободить указанных эмитентов от регистрации проспекта ценных бумаг, если их ценные бумаги предлагаются квалифицированным инвесторам.

Представляется актуальным создание организованного финансового рынка для квалифицированных инвесторов. Для этого потребуются снять существующие ограничения для допуска ценных бумаг, предлагаемых квалифицированным инвесторам, к обращению на торгах фондовой биржи только среди квалифицированных инвесторов. Предложенные меры позволят эмитентам высокорискованных ценных бумаг, с одной стороны, получить необходимые инвестиции, а с другой – опыт и рыночную оценку своих ценных бумаг для их последующего публичного обращения среди неограниченного круга лиц.

Необходимо обеспечить унификацию требований к эмиссиям ценных бумаг различных финансовых организаций, а также распространить имеющиеся в отношении кредитных организаций ограничения по составу имущества, вносимого в оплату уставного капитала при его формировании, на такие финансовые организации, как профессиональные участники рынка ценных бумаг, инвестиционные фонды и негосударственные пенсионные фонды.

Кроме того, в перспективе следует определить единый федеральный орган исполнительной власти, уполномоченный осуществлять государственную регистрацию выпусков ценных бумаг.

Обеспечение эффективной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг

Система раскрытия информации включает правила и процедуры, устанавливаемые государством и вырабатываемые на добровольной основе участниками финансового рынка, а также соответствующими институтами и организациями.

Для повышения эффективности системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг необходимо:

- создать систему публичного раскрытия информации организациями, оказывающими розничные услуги на финансовых рынках;
- продолжить работу по использованию современных информационных технологий для повышения эффективности сбора, обработки, анализа и публичного раскрытия информации эмитентами и другими участниками финансового рынка, а также для обеспечения доступа всех заинтересованных лиц к базам данных, содержащим раскрываемую информацию;
- обеспечить правовую основу деятельности рейтинговых агентств, а также предусмотреть более широкие возможности использования рейтингов

при осуществлении регулирования деятельности финансовых посредников и управляющих компаний;

- установить требования к раскрытию информации о лицах, являющихся реальными собственниками (конечными бенефициарами) российских компаний, тем более что опыт осуществленных российскими эмитентами первоначальных публичных предложений показывает готовность многих эмитентов раскрывать информацию об указанных лицах в целях обеспечения спроса на эмитируемые финансовые инструменты и снижения стоимости привлечения капитала;

- обеспечить выполнение требований к раскрытию информации о реальных собственниках (конечных бенефициарах), предусмотренных для кредитных организаций, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, управляющими компаниями и специализированными депозитариями, деятельность которых связана с оказанием финансовых услуг широкому кругу лиц;

- дополнить процедуры раскрытия информации об облигациях с ипотечным покрытием требованием к раскрытию информации об активах, за счет которых обеспечивается исполнение обязательств по соответствующим облигациям, распространив в последующем аналогичные требования на иные виды облигаций, эмитируемые в процессе секьюритизации;

- установить требования к раскрытию информации об иностранных ценных бумагах, учитывающие специфику таких ценных бумаг.

За последние годы многое было сделано для улучшения качества корпоративного управления. Вместе с тем целый ряд проблем, связанных с корпоративным управлением, требует своего решения.

Для развития и совершенствования корпоративного управления необходимо:

- разработать эффективные механизмы привлечения к ответственности членов органов управления хозяйственных обществ, установить критерии их недобросовестного и неразумного поведения;

- решить вопрос об ответственности представителей государства в совете директоров (наблюдательном совете) хозяйственных обществ, а также предусмотреть страхование ответственности членов органов управления хозяйственных обществ;

- уточнить процессуальный статус акционера, предъявляющего иск в интересах общества;

- установить требования к корпоративному управлению профессиональных участников рынка ценных бумаг, управляющих компаний инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов путем формулирования соответствующих рекомендаций и их закрепления в нормативных правовых актах;

- усовершенствовать порядок приобретения крупных пакетов акций открытых акционерных обществ путем установления предварительного

государственного контроля за публичным предложением ценных бумаг открытых акционерных обществ, устранения несоответствия между акционерным, антимонопольным и банковским законодательством Российской Федерации и уточнения случаев, в которых возникает обязанность направить публичное предложение о приобретении ценных бумаг;

- установить требование к одинаковой номинальной стоимости акций всех категорий (типов) в целях предотвращения злоупотреблений правами акционеров и получения количества голосов, несоразмерного доле акционера в уставном капитале;

- обновить и уточнить редакцию очевидно устаревшего Кодекса корпоративного поведения, одобренного на заседании Правительства Российской Федерации 28 ноября 2001 г.

Отдельной задачей является повышение роли независимых директоров в публичных компаниях. Независимые директора способствуют реализации одного из основных принципов корпоративного управления, разработанных Организацией экономического сотрудничества и развития, согласно которому совет директоров должен иметь возможность выносить объективное независимое суждение по корпоративным вопросам. Вынесению таких решений прежде всего способствует участие в работе совета директоров независимых директоров, которые являются носителями объективного взгляда на оценку работы компании и ее руководства.

Помимо этого независимые директора играют важную роль там, где интересы руководства компании и ее акционеров расходятся, в частности по вопросам вознаграждения руководителей, изменений в корпоративном контроле, защиты от враждебного поглощения, крупных приобретений и осуществления аудита. Для обеспечения избрания в совет директоров обществ независимых директоров необходимо на уровне закона предусмотреть порядок их избрания. Роль независимых директоров должна быть усилена не только в публичных компаниях, но и среди крупных профессиональных участников рынка ценных бумаг, особенно в инфраструктурных организациях (биржах и расчетных депозитариях). Одновременно с усилением роли и значения независимых членов советов директоров необходимо рассмотреть вопрос их объединения в саморегулируемые организации, основными задачами которых станет разработка стандартов и правил поведения независимых директоров, а также контроль за их профессиональной деятельностью.

Кроме того, предполагается разработать принципы и правила корпоративного управления в компаниях с государственным участием на основе руководства Организации экономического сотрудничества и развития по корпоративному управлению государственных предприятий. Следование принципам этого руководства является актуальным в контексте общего процесса вступления Российской Федерации в указанную Организацию. Актуальной является проблема корпоративных конфликтов между российскими компаниями, а также

споров с участием иностранных инвесторов. Судебный порядок разрешения таких конфликтов и споров за счет своей длительности и невысокой эффективности не способен привести конфликтующие стороны к сравнительно быстрому и взаимоприемлемому выходу из спорной ситуации.

Длящиеся годами судебные процессы приводят к увеличению расходов российских компаний, причиняют прямой и косвенный вред инвесторам и снижают инвестиционную привлекательность экономики России. В связи с этим необходимо оказать поддержку внесудебным формам разрешения корпоративных и иных конфликтов, стимулировать передачу споров в третейские суды, в том числе созданные саморегулируемыми организациями, и рассмотреть возможность применения нового для российской деловой практики способа поиска решений и выхода из критических ситуаций – медиации (посредничества).

К преимуществам этого способа следует отнести конфиденциальность, оперативность рассмотрения спора и невысокие затраты, а также отсутствие необходимости принудительного исполнения решения, поскольку в ходе примирительных процедур стороны сами вырабатывают удовлетворяющее их решение и поэтому заинтересованы в его исполнении.

В целях внедрения механизмов медиации при рассмотрении корпоративных споров нужно разработать систему мер, стимулирующих их применение, наделить соответствующий государственный орган необходимыми полномочиями, связанными с организацией этой работы и аккредитацией профессиональных медиаторов.

По мере развития механизмов и институтов медиации следует рассмотреть целесообразность введения обязательного досудебного этапа использования медиации при возникновении отдельных, наиболее сложных категорий корпоративных споров в области эмиссии ценных бумаг, раздела активов, слияний и поглощений и иных случаях, существенным образом затрагивающих права и интересы инвесторов.

Важной государственной задачей является формирование эффективной нормативной правовой базы по предотвращению манипулирования ценами и совершения сделок на основе инсайдерской информации. Однако пока отсутствует единый нормативный акт, который дает однозначное определение инсайдерской информации; обеспечивает уполномоченным лицам федерального органа исполнительной власти в сфере финансовых рынков доступ к информации по банковским счетам профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний; уточняет требования к внутреннему контролю участников финансового рынка и регламентных норм работы сотрудников регулирующих органов, сводящих к минимуму возможность указанных нарушений; наделяет федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков полномочиями по взаимодействию с правоохранительными органами при выявлении и расследовании фактов недобросовестной деятельности на финансовом рынке.

Необходимо принять закон, устанавливающий административную и уголовную ответственность конкретных лиц за недобросовестные операции на рынке ценных бумаг на основе инсайдерской информации и манипулирования ценами.

Также требуется разработка кодекса поведения участников финансового рынка по предупреждению и недопущению манипулирования ценами и совершения сделок на основе инсайдерской информации на организованном финансовом рынке, положения которого будут носить рекомендательный характер. Контроль за применением указанного кодекса следует возложить на федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков совместно с саморегулируемыми организациями участников финансового рынка и биржами.

Для стимулирования участников финансового рынка выявлять и своевременно устранять нарушения законодательства Российской Федерации в своей деятельности предполагается внести изменения в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях, касающиеся установления нормы о снижении штрафов в отношении участников финансового рынка, когда ими самостоятельно выявляются нарушения законодательства Российской Федерации в сфере их деятельности, информируется федеральный орган исполнительной власти в сфере финансовых рынков и добровольно представляется информация о принятых мерах по устранению выявленного нарушения.

Лекция 3. Предпосылки превращения России в международный финансовый центр

План лекции

1. Текущее состояние монетарной экономики в России.
2. Представление о функционале международного финансового центра.
3. Исследование предпосылок превращения России в международный финансовый центр.

Учебно-методическое обеспечение

Основные источники

1. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. URL: http://cbr.ru/finmarkets/files/development/strategy_fm.pdf (дата обращения 09.06.2016).

2. План мероприятий (Дорожная карта) «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации». URL: <http://cbr.ru/finmarkets/files/development/map.pdf> (дата обращения 09.06.2016).

Дополнительные источники

1. Glukhov V. V., Lialina Z. I., Ostanin V. A. Meaning and Essence of Finance in Context of Internationalization of Economic Science in Russia // World Applied Sciences Journal 30 (11): 1537–1541. 2014.

2. Krivelevich M. Financial Market of Russian Far East: Potential for Cooperation with Asian Partners // Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право. 2013. № 1 (28). С. 46–55.

3. Кривелевич М. Е., Шепарев А. А. Потенциальная роль российского финансового рынка в макрорегионе АТР // Государственный аудит. Право. Экономика. 2012. № 2. С. 47–54.

В предшествующих разделах мы обращали внимание на амбициозные цели и ориентиры развития отечественного финансового рынка, которые установлены на среднесрочную перспективу.

Далее представлены целевые показатели развития финансового рынка Российской Федерации, достижение которых связывается с реализацией

«Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года»¹.

К моменту окончания действия «Стратегии...» в 2020 г.:

Капитализация публичных компаний – 170 трлн руб.

Соотношение капитализации к валовому внутреннему продукту – 104 %.

Биржевая торговля акциями – 240 трлн руб.

Соотношение биржевой торговли акциями к валовому внутреннему продукту – 146 %.

Стоимость корпоративных облигаций в обращении – 19 трлн руб.

Соотношение стоимости корпоративных облигаций в обращении к валовому внутреннему продукту – 12 %.

Активы инвестиционных фондов – 17 трлн руб.

Пенсионные накопления и резервы негосударственных пенсионных фондов – 12 трлн руб.

Соотношение активов инвестиционных фондов, пенсионных накоплений и резервов негосударственных пенсионных фондов к валовому внутреннему продукту – 18 %.

Годовой объем публичных размещений акций на внутреннем рынке по рыночной стоимости – 3 трлн. руб.

Количество розничных инвесторов на рынке ценных бумаг – 20 млн человек.

Доля иностранных ценных бумаг в обороте российских бирж – 12 %.

Разумеется, достижение столь ярких успехов, как увеличение количества розничных инвесторов на рынке ценных бумаг почти на порядок, невозможно без превращения России в один из глобальных финансовых центров.

Для формирования предпосылок к такому превращению, распоряжением Правительства Российской Федерации от 19.06.2013 № 1012-р утвержден «План мероприятий (Дорожная карта) “Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в РФ”»², целью которого избрано достижение определенного уровня контрольных показателей, в частности позиции в рейтинге «Doing Business», составляемом Всемирным банком, места в глобальном рейтинге конкурентоспособности Всемирного экономического форума, а также позиции Российской Федерации и Москвы в известных международных рейтингах. Предполагается качественно улучшить удовлетворение потребностей участников финансовых рынков в современных финансовых продуктах и услугах.

Кроме мер, направленных на глубинное совершенствование отечественного финансового рынка, о которых говорилось в предыдущих лекциях, предложен ряд мер, способствующих лучшей интеграции российского рынка в международный. Например, предполагается присоединение России

¹ Банк России. URL: http://cbr.ru/finmarkets/files/development/strategy_fm.pdf.

² План мероприятий (Дорожная карта) «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации». URL: <http://cbr.ru/finmarkets/files/development/map.pdf>.

к меморандуму Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), внедрение международных подходов к регулированию банковской деятельности (Базель II, Базель II.5 и Базель III), упрощение процедуры эмиссии ценных бумаг.

Для привлечения розничных инвесторов и вовлечения сбережений домохозяйств в оборот финансового рынка планируется подготовка комплексных предложений по совершенствованию регулирования деятельности негосударственных пенсионных фондов, усиление защиты прав потребителей финансовых услуг, включая регулирование потребительского кредитования, и даже введение и развитие механизма факсимильного воспроизведения подписи инвалидов по зрению.

Дополнительную безопасность операциям на российском финансовом рынке должны обеспечить развитие консолидированного надзора и введение института мотивированного суждения в банковской сфере и на финансовом рынке в целом.

Интеграция финансового регулирования в рамках Таможенного союза и Единого экономического пространства, как предполагается, будет дополнена развитием организованного товарного рынка (товарные расписки, складские свидетельства и др.). Также предполагается создание компенсационных и гарантийных механизмов для участников финансового рынка и введение дифференцированного подхода при применении санкций за административные правонарушения на финансовом рынке, что будет способствовать большей безопасности совершения финансовых операций.

Этой же цели послужит совершенствование системы допуска капитала на рынок финансовых услуг, предполагающее недопущение к участию в капиталах банков лиц с неудовлетворительным финансовым положением и деловой репутацией, приведение требований к квалификации и деловой репутации руководителей и членов совета директоров, а также учредителей, приобретающих или владеющих более чем 10 % акций кредитных организаций, в том числе профессиональных участников рынка ценных бумаг, в соответствии с международными подходами.

В течение ближайших лет планируется реализация на российском рынке принципов и рекомендаций «Группы двадцати», Совета финансовой стабильности и ОЭСР по вопросам финансовой грамотности и защиты потребителей банковских услуг, в том числе в рамках проекта Минфина России и Всемирного банка «Содействие повышению уровня финансовой грамотности населения и развитию финансового образования в Российской Федерации».

Обеспечение унифицированных надзорных требований к оценке устойчивости кредитных организаций и требований к участию в системе страхования вкладов на основе международных принципов надзора и применения мер воздействия планируется осуществлять совместно с решением частных регулятивных проблем, таких как совершенствование правового регулирования

банковских операций с драгоценными металлами и создание условий для развития биржевой торговли драгоценными металлами, а также механизмов совершенствования системы лицензирования участников рынка драгоценных металлов.

Введение в законодательство и развитие института специальных целевых счетов для инвестирования сбережений граждан и появление вкладов с фиксированным сроком возврата создадут, по мысли государства, разумную альтернативу высокорисковым способам инвестирования.

Впрочем, и для сторонников более рискованных объектов инвестирования предполагается создание комфортных условий ведения бизнеса, в частности, посредством развития биржевых паевых инвестиционных фондов и инструментов долгового рынка, включая секьюритизацию и эмиссию инфраструктурных облигаций.

Относительно кредитного рынка предполагается совершенствование правового регулирования деятельности бюро кредитных историй и Центрального каталога кредитных историй, стимулирование безналичных расчетов, дальнейшее развитие законодательства Российской Федерации об ипотечных ценных бумагах. Также внимание, согласно программным государственным документам, должно быть уделено расширению перечня эмитентов ценных бумаг и иных финансовых инструментов, в которые могут инвестироваться средства пенсионных накоплений и пенсионных резервов.

Совершенствование механизмов участия российской биржевой инфраструктуры в приватизации будет выражаться в развитии системы центрального депозитария и внедрении режима торгов с частичным обеспечением и отсрочкой расчетов ($T + N$), а также посредством внедрения международных стандартов в практику функционирования российских инфраструктур финансового рынка, таких как принцип «центрального контрагента».

Корпоративное управление и правоприменение, включая защиту прав инвесторов, разрешение случаев неплатежеспособности, исполнение контрактов, разрешение споров на финансовых рынках будет совершенствоваться через лучшее регулирование аффилированности, контроля над юридическим лицом, ответственности контролирующего лица, участия подконтрольного юридического лица в управлении контролирующим лицом. Предполагается уточнение регулирования обязательного предложения, принудительного выкупа и связанных с ними институтов, законодательства об иностранных инвестициях

Для того чтобы российский финансовый рынок был «понятнее» иностранному инвестору, предусмотрено введение и регулирование институтов публичного или непубличного акционерного общества, в первую очередь в контексте обеспечения защиты прав акционеров при увеличении уставного капитала публичного или непубличного акционерного общества, регулирования вопросов статуса различных категорий или типов акций. Эти меры также коснутся уточнения регулирования различных аспектов крупных сделок и сделок

с заинтересованностью акционерного общества, в том числе введения соответствующего регулирования в части подконтрольных ему юридических лиц.

Предполагается принятие нормативных правовых актов, направленных на совершенствование требований к листингу ценных бумаг, гармонизации их с международными стандартами.

Впрочем, финансовый центр – это не только сосредоточение всех форм активности на биржевом рынке, но и дальнейшее развитие классических внебиржевых форм финансовых операций, относимых к инвестированию. К стимулирующим мерам в этом сегменте рынка можно отнести, в частности, развитие регулирования механизмов возмещения убытков в корпоративных отношениях, ответственности членов органов управления хозяйственных обществ и иных участников корпоративных отношений; совершенствование регулирования деятельности совета директоров акционерного общества; устранение пробелов регулирования и обеспечение защиты прав инвесторов в рамках процедур реорганизации и использования оценки в корпоративных отношениях; установление правовых норм регулирования электронных способов взаимодействия акционеров и общества.

Если ранее упомянутые меры являются развитием уже привычных методов и инструментов поддержания работоспособности элементов финансового рынка, то ряд мер можно считать революционными. Например, предполагается введение института собрания владельцев облигаций и установление уголовной ответственности за фальсификацию отчетности кредитной организации в целях сокрытия существенной информации о фактическом финансовом состоянии кредитной организации.

Закрепление за государственной корпорацией «Агентство по страхованию вкладов» на постоянной основе функций по финансовому оздоровлению банков и установление обязанности кредитных организаций раскрывать неограниченному кругу лиц информацию о профессиональной квалификации и деловом опыте руководителей тоже можно считать новшеством.

Если реформа в том виде, в котором она содержится в государственных программах развития и дорожных картах, действительно будет проведена, то наша страна с полным правом сможет назвать себя наиболее совершенным финансовым рынком Восточного полушария.

Лекция 4. Спекулятивные «мыльные пузыри», их монетарная и немонетарная природа

План лекции

1. Биржевая паника: причины, масштабы, последствия.
2. Модели оценки рисков.
3. Рациональное управление финансовыми рисками.
4. Немонетарная природа биржевых паник и ее связь с их монетарной природой.

Учебно-методическое обеспечение

Основные источники

1. Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / пер. с англ. Ю. Кантуревского; под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2004.
2. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. Н. Н. Любимова. М.: Гелиос АРВ, 2015.
3. Кругман П. Выход из кризиса есть! / пер. с англ. Ю. Гольдберга. М.: Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013.
4. Сорос Дж. Алхимия финансов. М.: ИНФРА-М, 1999. 416 с.
5. Lewis M. Panic. London: Penguin, 2008. 391 p.
6. Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. М.: Инфра-М, 2001. 1035 с.
7. Тарп В., Брайан Дж. Внутрдневной трейдинг: секреты мастерства / пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2003. 399 с.
8. Evanoff D., Kaufman G., Malliaris A. Asset price bubbles: What are the causes, consequences, and public policy options? URL: http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/chicago_fed_letter/2012/cfnovember2012_304.pdf (дата обращения 09.06.2016).
9. Годовая книга ICISA 2014–2015. URL: [http://mercury.cs135.remotion.nl/websites/ICISA_2010/files_content/ICISA%20Yearbook%202014-2015%20\(digital\)%20\(28ОСТ14\).pdf](http://mercury.cs135.remotion.nl/websites/ICISA_2010/files_content/ICISA%20Yearbook%202014-2015%20(digital)%20(28ОСТ14).pdf) (дата обращения 09.06.2016).

Дополнительные источники

1. Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence // European Economic Review. 1998. Vol. 42. № 6. P. 1033–1067. URL: http://www.eeg.ru/downloads/PUBLICATIONS/SCIENTIFIC/2004_008en.pdf (дата обращения 09.06.2016).

2. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. E-Money and E-Finance as Economic Category // *Mediterranean Journal of Social Sciences*. 2015. Vol. 6. № 6. P. 448–454.

3. Glukhov V., Lialina Z., Ostanin V. Theoretical Basic Concepts of Interaction of Money and Finances // *Middle-East Journal of Scientific Research* 17 (1): 06–10. 2013.

4. Основы теории и методологии финансов: учеб. пособие / В. В. Глухов, В. А. Останин, Н. П. Приступ, Ю. В. Рожков; под общ. ред. В. А. Останина. Владивосток: Изд-во Дальневосточного федерального университета, 2014. 140 с.

Биржевая паника по масштабам своего воздействия на экономику часто сопоставима с природной или техногенной катастрофой по своей разрушительности и поэтому окружена не меньшим количеством мифов и слабо обоснованных гипотез, порожденных политической целесообразностью. В частности это гипотезы о том, что «перенакопление» спекулятивного капитала или превышение некоего соотношения спекулятивного капитала и капитала, вложенного в «реальный» сектор экономики, вызывает «мыльный пузырь» на финансовом рынке, который позднее лопаается, ведя ко всеобщему разорению, и что модели контроля риска перестают работать в периоды биржевых потрясений, оставляя финансовый корабль «без руля и без ветрил».

В настоящее время появление «мыльных пузырей» воспринимается как естественное состояние финансовой системы.

Спекулятивный «мыльный пузырь», по Р. Шиллеру, – это ситуация, при которой новость о повышении цены подстегивает энтузиазм инвесторов посредством «психологического заражения» от человека к человеку в процессе распространения историй, способных оправдать увеличение цен. В результате этого класс инвесторов становится все больше и больше. Несмотря на сомнения в реальной ценности вложений, инвесторы вступают в этот процесс отчасти из зависти к успехам других, отчасти под влиянием азарта игрока¹. Такие побудительные факторы лежат в сфере энтузиазма, сомнений, зависти, азарта. А если использовать некоторое пояснение Кейнса, то к ним следует отнести такие субъективные факторы, как стремление к потреблению, желание пользоваться жизнью, недалекновидность, щедрость, нерасчетливость, тщеславие, мотовство².

¹ Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / пер. с англ. Ю. Кантуревского; под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2004. С. 374.

² Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. Н.Н. Любимова. М.: Гелиос АРВ, 2015. С. 109, 110.

Таким образом, причину спекулятивных «мыльных пузырей» лауреат премии А. Нобеля по экономике (2013 г.) Р. Шиллер видит в психологическом состоянии и некоторой девиации у большинства акторов на финансовых рынках. Спекулятивный «мыльный пузырь» представляет собой социальный феномен, как результат взаимодействия большого количества преимущественно нормальных людей. Положительный «пузырь» характерен тем, что на некотором спекулятивном рынке в процессе наблюдения генерируются признаки обратной связи. Так, рост цен привлекает внимание новостных СМИ, а также обычных людей к теориям, которые часто относят к теориям новой эры. Положительные сигналы усиливаются историями, что некоторые обогащались, что будущее будет еще более радужным, чем прошлое. В результате энтузиазм на рынке подхлестывается, инвесторы стараются приобрести еще больше растущих активов, что одновременно способствует росту их цен.

Однако следует иметь в виду и противоположную тенденцию. Те инвесторы, которые на ранних этапах уже приобрели активы на повышательном тренде, предполагают, что цены взлетели уже достаточно высоко, и начинают избавляться от актива. Наступает состояние, когда спрос на активы сравнивается с предложением. Но на каждой стадии контура «инфекция», которая разносится сторонниками новой эры, инициирует новый спрос, который «подогревает» внимание публики и будущих потенциальных инвесторов, вызванный ростом цен на активы. Повторение контура приводит к тому, что истории становятся все более известными, в результате ценовое отклонение все более увеличивается.

Если речь идет об отрицательном «мыльном пузыре», то все происходит по описанному сценарию, за исключением того, что падение цены на активы порождает негативные истории, или истории катастрофы, поощряющие продажи активов. При каждой итерации цены падают достаточно низко, чтобы часть инвесторов приобрела активы, от которых стремятся избавиться другие, даже несмотря на широкую известность отрицательных историй.

Те спекулянты, которые понимают скрытый от неосведомленных механизм функционирования финансового рынка, находят в этом возможности получения дохода. В этой ситуации спекулянты стабилизируют рынок. Однако в большинстве случаев эта ситуация носит ограниченный характер – мало кто может точно полагать, когда лопнет этот «мыльный пузырь». При этом неважно, положительным или отрицательным он был.

Ближкий конец «пузыря» обнаруживается в частых краткосрочных разворотах рынка, хотя не исключено, что эти сигналы могут быть ложными и вводят инвесторов в заблуждение. Попытки же действовать вопреки «пузырям» сопряжены с высоким риском. Более того, невозможно, опираясь на математические модели, дать оценку, рассчитать, что «мыльный пузырь» уже сформирован и созрел до опасных размеров. Это относится и к методикам, которые

анализируют динамику показателя «цена/прибыль». Не может помочь в этой области такой институт, как государство. В противном случае у последнего была бы возможность проинформировать инвесторов об опасности.

Причиной появления немонетарных «пузырей» может стать опять субъективный фактор, например, как это имело место в плановой советской экономике (голод в СССР в 1932–1933 гг.) или в коммунистическом Китае в период «большого скачка» (1958–1961 гг.)³.

В данной лекции будет приведена критика подобных предположений и методом «от обратного» подтверждено, что спекулятивный капитал накапливается не как причина «пузыря», а как следствие государственной политики по преодолению последствий биржевого кризиса. Модели контроля финансовых рисков остаются в целом применимыми при разрыве привычного шаблона и выходе рисков на кризисные уровни.

Следует сразу оговориться, что финансовый кризис 2007–2009 гг. мы можем считать последним на сегодняшний день мировым финансовым кризисом, в то время как гораздо более разрушительный для российского финансового рынка кризис 2014–2016 гг. является специфическим явлением для стран с сырьевой экономической моделью и должен рассматриваться в дальнейшем отдельно, с учетом его «страновой специфики». Понять природу современного финансового кризиса можно, если предварительно признать факт экономической депрессии. Экономика России работает в состоянии хронической пониженной активности уже в течение продолжительного времени. Пока тенденции к оздоровлению, скорее, обнаруживают себя в заявлениях политиков. Причины кризиса в любом случае следует видеть как в монетарной, так и в немонетарной сферах. Как отмечает П. Кругман, одновременно следует признать и то, что политики, государственные чиновники, а также многочисленный класс говорящих и пишущих, формирующих общественное мнение, по разным причинам предпочли забыть уроки истории и выводы нескольких поколений экономистов, заменив их идеологически и политически удобными предубеждениями. Немонетарные причины лежат в сфере недостаточного спроса. Политики забыли важный вывод Дж. М. Кейнса, предложившего правительству в периоды спада тратить больше, а не меньше, пока частный сектор снова не будет тянуть экономику вперед. Реализация политики строгой экономии, которая проводилась в России в период нарастания кризисных явлений, разрушала рынок. Это еще сильнее обнаружило социальные противоречия, которые разрушают общество. Радужные надежды на оживление в долгосрочной перспективе, по мысли того же Дж. М. Кейнса, являются плохим советчиком. «В долгосрочной перспективе мы все покойники. Экономисты слишком облегчили бы себе задачу и лишили бы ее какой бы то ценности, если бы во время

³ Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / пер. с англ. Ю. Кантуревского; под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2004. С. 375–381.

бури только и сказали нам, что, когда шторм будет далеко позади, океан снова успокоится»⁴.

Сейчас можно утверждать, что экономический спад стал фактором финансового кризиса, когда частные инвесторы больше не желают кредитовать реальный сектор экономики.

Оппонируют этому поведению те, кто утверждает следующее:

1) госрасходы всегда замещают равный объем расходов частного сектора, следовательно, никакой дополнительный эффект невозможен;

2) у правительства нет хранилища с деньгами, чтобы распределять их в экономике;

3) каждый доллар, направляемый правительством в экономику, сначала должен быть получен в виде налогов или займов из экономики, тем самым не создается дополнительный спрос, он просто перемещается от одной группы людей к другой.

Монетарные факторы спада можно видеть в том, что государство ссужает деньги банкам, надеясь, что они начнут выдавать кредиты. Это делается таким образом, что ФРС выкупает облигации у банков. Но, как пишет по этому поводу П. Кругман: «В реальном мире способность ФРС стимулировать экономику реализуется через возможность регулировать ставку процента. Ее можно снижать до определенного уровня, но не ниже нуля. При низких значениях ставки становится выгодным просто сидеть на мешке с деньгами, чем ссужать их иным людям или бизнесу. ФРС достигла нижней границы в 2007 г., а к концу 2008 г. ставки достигли нуля. К сожалению, нулевая процентная ставка оказалась недостаточно низкой, поскольку лопнувший мыльный пузырь на рынке недвижимости нанес экономике слишком большой ущерб. При ловушке ликвидности нулевой ставки оказалось недостаточно. ФРС накачала экономику ликвидностью до такой степени, что средства было можно получить практически бесплатно, но общий спрос остается слишком низким»⁵.

Подобную ситуацию задолго до кризиса 2008 г. предсказал Хайман Мински. И хотя он, по едкому замечанию П. Самуэльсона, предсказал девять кризисов из трех, он оказался прав по сути. Здесь уже мы видим причины монетарного спекулятивного спроса, который привел к очередному финансовому «пузырю». Главная идея Мински – сосредоточиться на финансовом левеидже, т. е. на соотношении вложений капитала в ценные бумаги с фиксированным доходом. Это в первую очередь облигации, привилегированные акции и иные ценные бумаги с нефиксированным доходом, например обыкновенные акции. Это приводило к накоплению долга по отношению к активам

⁴ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. Н.Н. Любимова. М.: Гелиос АРВ, 2015.

⁵ Кругман П. Выход из кризиса есть! / пер. с англ. Ю. Гольдберга. М.: Азбука Бизнес; Азбука-Аттикус, 2013. С. 66.

или доходам. В этом случае в периоды экономической стабильности обнаруживается рост левериджа, поскольку все перестают беспокоиться о том, что заемщики не смогут выплатить долги. Однако такой рост приводит к экономической нестабильности, а впоследствии к финансовому и экономическому кризисам.

Долг можно считать выходом для тех, кто в данный момент не может найти применение своим деньгам. Долг не делает общество беднее в целом. Общеизвестно, что долг одного есть актив другого, а совокупное богатство не зависит от величины долга. Однако это справедливо для мирового хозяйства в целом, а не для отдельной страны. Если речь вести о конкретном государстве, то следует также признать, что у некоторых долги выше их зарубежных активов, и наоборот. Поэтому последствия могут быть самыми различными. Ирвинг Фишер сформулировал парадоксальный тезис: «Чем больше должники платят, тем больше они должны». Иными словами, если потребители сократят расходы, пытаясь погасить долги по кредитным картам, экономика сожмется, уровень безработицы вырастет, бремя потребительского долга увеличится еще больше. А если дела пойдут достаточно плохо, вся экономика начнет страдать от дефляции – общего снижения цен, что будет означать повышение покупательской способности доллара и, следовательно, увеличение реального долга, даже если его стоимость в долларовом выражении снизится. Таким образом, суть проблемы по П. Кругману: «должники не могут тратить, а кредиторы не хотят».

Леверидж по Мински, как повышение долга над активами, хорош до тех пор, пока не становится плох. В развивающейся экономике с растущими ценами, особенно на такие активы, как жилье, заемщики обычно выигрывают. Покупается дом на кредиты, цена растет быстрее, чем кредит, через несколько лет получают прибыль потому, что цены выросли и объект инвестиций продан. Биржевой спекулянт покупает акции в долг, потом цены акций вырастают – чем больше он занял для покупки, тем он стал богаче.

Почему выигрывают и кредиторы? Пока дела в экономике идут хорошо, долги не кажутся рисковыми. Закладные ликвидны, рост залога обеспечивает стабильность кредитору. Пока уровень долгов невысок, неурядицы случаются редко либо преодолеваются без особых затрат. Со временем люди теряют бдительность, а погоня за прибылями подталкивает систему к краху. Это готовит почву для катастрофы. На определенном этапе наступает «момент Мински», когда экономика как бы замирает, а потом обрушивается. Если уровень накопленного долга большой, то катализатором может стать все, что угодно, – обычный спад, лопнувший на рынке «мыльный пузырь» и т. д.

Есть основание предположить, что угасание памяти о Великой депрессии подготовило почву для беспрецедентного роста долга, начавшегося в 1980 г. Долг постепенно увеличился не только потому, что все забыли эти уроки, но и из-за амнезии политиков и экспертов, которые препятствовали наступлению рецидива депрессии.

Современные политики и экономисты, апологеты нынешней политики злоупотребляют метафорами. Они рассматривают экономику США как семью, которая попала в трудную ситуацию, у которой сократись доходы. Выход им видится один – сократить расходы.

Сейчас кризис иной. Доходы уменьшаются потому, что мы мало тратим. Одновременно следует признать доминирование разбухшего финансового рынка над реальным производством. Следует помнить предостережение Кейнса: «когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов». Как пишет по этому поводу П. Кругман, разговоры об иррациональности инвесторов, «мыльных пузырях» финансового рынка, деструктивной спекуляции практически исчезли из научного дискурса. Доминировала гипотеза эффективных рынков. Например, утверждалось, что стоимость акций всегда точно отражает ценность компании с учетом сведений о прибыли, перспективах бизнеса и т. д. Также предполагалось, что, поскольку финансовые рынки всегда устанавливали правильные цены, то лучшее, что могут сделать руководители корпораций – не только для себя, но и для экономики – это максимизировать стоимость акций. Финансисты свято верили: развитие экономики следует отдать во власть тех, кого Кейнс назвал игорным домом.

Изменения подходов к анализу рисков портфелей сложных финансовых инструментов, прежде всего опционов, происходят скачкообразно под воздействием финансовых кризисов, демонстрирующих несостоятельность принятых методик управления риском. При этом каждый раз речь идет не о приближении к истинной оценке стоимости риска, а о переходе, в терминологии Дж. Сороса, к очередному «полезному заблуждению». Невозможность построения объективных законов изменения стоимости производных финансовых продуктов имеет очевидное обоснование с точки зрения экономической теории в том, что сам предмет исследования – финансовый рынок, как система независимого ценообразования, подвержен постоянным изменениям в силу преобразования методик его прогнозирования, то есть создается замкнутый круг рефлексивных взаимодействий.

Один из череды системных финансовых кризисов, происходящих уже в «наше время», то есть при современном развитии финансовых инструментов, – банкротство Long Term Financial Management – привел к повсеместному принятию моделей оценки рисков, основанных на использовании нормального распределения вероятностей в сочетании с логарифмической, то есть непрерывной формой изменения стоимости денег во времени⁶. Ярким примером таких оценок является формула Блэка – Шоулза, применяемая для расчета теоретической цены опционов с использованием их внутренней стоимости,

⁶ Lewis M. Panic. London: Penguin, 2008.

безрисковой процентной ставки и волатильности, выраженной стандартным отклонением, и срока до экспирации⁷.

Другая близкая к ней форма оценки – измерение ценовых рисков на основе показателя «стоимости под риском» (value at risk – VaR). VaR – это выраженная в данных денежных единицах (базовой валюте), оценка максимальной суммы денег, которую может потерять портфель инвестора в течение определенного периода времени с заданной доверительной вероятностью. При расчете VaR в качестве множителей используются стоимость портфеля, волатильность, доходность и количество стандартных отклонений, соответствующее уровню доверительной вероятности⁸. Обе модели подверглись жесткой критике в 2008–2009 гг., когда в экспертном сообществе был достигнут консенсус по поводу того, что Блэк (Fischer Black) и Шоулз (Myron Scholes) несут такую же ответственность за коллапс современной системы торговли деривативами, как и Алан Гринспен (A. Greenspan), который в качестве председателя ФРС проводил чрезмерно мягкую монетарную политику, способствовавшую формированию «пузырей» на всех биржевых рынках.

Впрочем, последние совместные исследования Чикагского университета и Федерального резервного банка Чикаго доказывают, что у ФРС в принципе нет действенных инструментов предотвращения образования «пузырей» на биржевых рынках, использование которых не наносило бы существенного вреда темпам экономического развития⁹, так что вина последнего не представляется уже абсолютно доказанной.

Одновременно мы не можем с абсолютной уверенностью утверждать, что как сами исследования, так и результаты предопределены в некоторой степени теоретическими конструкциями, а также политическими пристрастиями.

Рассмотрим особенности поведения рынков в кризисный 2008 г. по сравнению с 2007 г. на примере наиболее представительного индекса американского фондового рынка – S&P 500, и его российского аналога – индекса РТС.

При беглом взгляде рынки в 2008 г. представляются гораздо более волатильными, чем годом ранее (табл. 3). Медиана дневных изменений котировок увеличилась более чем вдвое. Не менее значительным оказалось и изменение уровней стандартного отклонения. Особое внимание биржевых аналитиков и комментаторов привлекают аномально большие дневные «свечи»; действительно максимальное дневное движение рынков в 2007 г. уже в следующем году воспринималось как обычный торговый день.

⁷ Шарп У.Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. М.: Инфра-М, 2001.

⁸ Тарп В., Брайан Дж. Внутрисудневной трейдинг: секреты мастерства / пер. с англ. 2-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2003.

⁹ Evanoff D., Kaufman G., Malliaris A. Asset price bubbles: What are the causes, consequences, and public policy options? URL: http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/chicago_fed_letter/2012/cflnovember2012_304.pdf.

**Ежедневные приросты индексов (по модулю), выраженные в процентах
разницы котировок открытия и закрытия торгов**

Показатель	Индекс РТС	Индекс S&P 500	Индекс РТС	Индекс S&P 500
	2007 г.		2008 г.	
Максимум	3,65	3,47	21,79	8,42
Среднее	1,01	0,57	2,57	1,29
Медиана	0,80	0,35	1,53	0,80
Стандартное отклонение	0,78	0,66	3,15	1,58

Источник: Финам.ru – инвестиционная компания, брокер. URL: www.finam.ru.

Обращает на себя внимание значительный отрыв в соотношениях стандартного отклонения между индексами. Так, если до кризиса стандартное отклонение (СКО) индекса РТС относилось к СКО индекса S&P как 1,18, то в кризисный год волатильность российского индекса оказалась вдвое больше, чем у американского аналога. Этот эффект имеет ту же психологическую первопричину, что и эффект резкого возрастания «временной» части премии опциона при переходе из положения «ОТМ», то есть «вне денег», в положение «АТМ», то есть «на деньгах». Пересечение своеобразной точки безубыточности, то есть границы возникновения «внутренней стоимости» опциона, вызывает, как правило, необоснованный прилив оптимизма у инвесторов.

Оборотной стороной этого эффекта является положение, складывающееся на дальних концах «улыбки волатильности» опционного графика. Опционы, находящиеся «глубоко вне денег» и имеющие соответственно минимальные шансы принести своему держателю доход при сохранении существующей скорости изменения котировок, оказываются зачастую переоцененными в силу немотивированной веры инвесторов в возможность наступления крайне маловероятных событий.

На финансовом рынке в полной мере справедлива американская пословица: «Лотерея – это налог на плохое знание арифметики».

Однако при анализе котировок любой желающий может убедиться, что индекс S&P 500 нечасто выходил за границы в 1 стандартное отклонение от линии регрессии, а индекс РТС также почти всё падение провел в достаточно узком коридоре между линией регрессии и 4-недельной линией Боллинджера с шириной в 1 стандартное отклонение. То есть если исключить из динамики рынков трендовую составляющую, то распределение рынка будет близко к нормальному.

Таким образом, можно утверждать что динамика биржевых индексов, являющихся наиболее популярным базисным активом, для опционов на фьючерсы

как на российском, так и на американском рынках в 2008 г. не была чем-то совсем уж удивительным. Скорее, можно говорить об устойчивом нисходящем тренде, сопровождавшемся значительным, но более-менее равномерным ростом волатильности. Ускорение же движения рынка по мере падения абсолютно объяснимо в рамках общепринятого взгляда на биржевую панику как на психологическую эпидемию, которая, как и большинство эпидемий, развивается по экспоненте.

То есть нельзя принять на веру господствующее сейчас в экспертных кругах мнение, что причиной массовых банкротств явились фундаментальные просчеты в теории оценки опционов. Скорее, можно сказать, что причина в использовании управляющими исторических данных о стандартном отклонении вместо значений, полученных на основе адекватного прогноза (для которого можно использовать множество инструментов от уравнения регрессии до экспоненциальных средних).

Фактически управляющие инвестиционными фондами допускали в течение длительного времени (месяцами) ту же ошибку, которую делают незадачливые посетители казино, ставящие на рулетке на «красное», после того как три раза подряд выпало «черное». Действительно, вероятность выпадения четырех «черных» полей подряд составляет $1/16$, однако, так как каждый розыгрыш независим от остальных, вероятность выпадения «красного» после трех «черных» остается по-прежнему немногим менее 50 % (необходимо учитывать поле «зеро»).

Действительно предсказать, что рынок будет падать месяцами, было сложно, но формирование устойчивого нисходящего тренда нельзя было игнорировать, и полагать, что после падения на X % обязательно наступит отскок, было наивно. Всё, что требовалось, чтобы с использованием существующих опционных калькуляторов получить верные оценки стоимости пут-опционов, – это задать верную «предполагаемую волатильность». Распределение вопреки ожиданиям не было устойчиво ассиметричным.

На рисунке 1 приведены графики динамики индекса РТС, дневных изменений индекса, а также скос и эксцесс распределения в период кризиса. Если бы по мере снижения рынка рос левый (отрицательный скос), можно было бы согласиться с тем, что использовать нормальное (гауссовское) распределение действительно нельзя, и как модель Блэка – Шоулза, так и VaR не подходят для анализа рисков. При такой ситуации вероятность падения рынка была бы существенно больше вероятности роста.

Аналогичный вывод мог бы быть обоснован устойчивым отрицательным эксцессом распределения. При такой ситуации вероятность значительных отклонений была бы больше предсказываемой стандартным опционным калькулятором.

Однако, как видно из рис. 1, флуктуации скоса были хоть и значительными, но никак не однонаправленными, а эксцесс зачастую демонстрировал

высокие значения – свидетельство того, что понижительный тренд существует, устойчив и предсказуем.

Тем не менее, всё большую популярность приобретает использование альтернативных опционных калькуляторов, предполагающих большую вероятность маловероятных исходов, чем может быть рассчитано по правилу трех сигм.

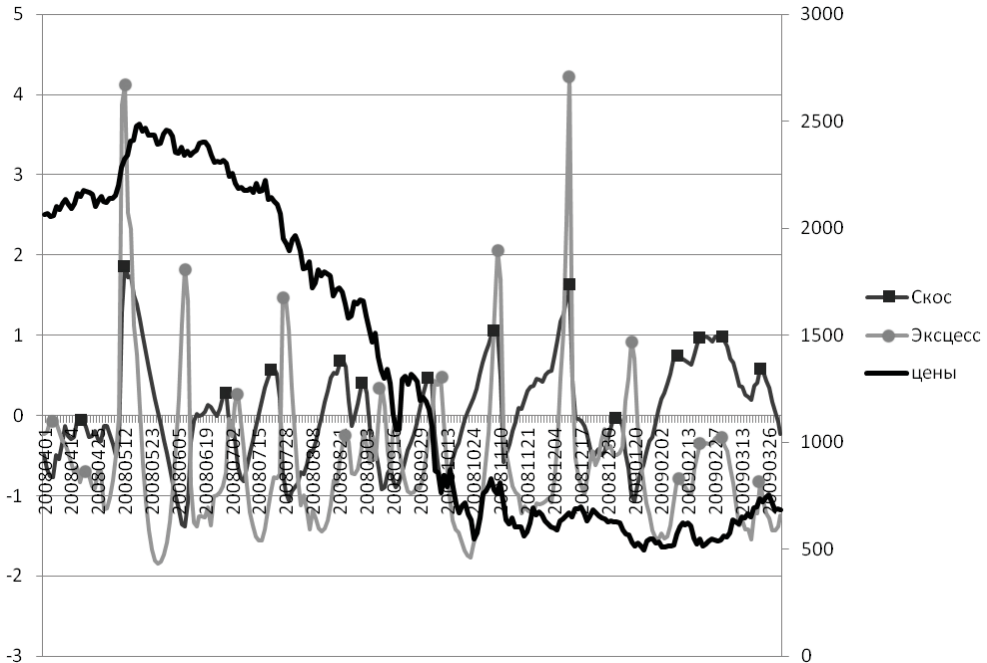


Рис. 1. Динамика индекса РТС в период кризиса (абсолютные значения – правая шкала), скос и эксцесс (скользящие значения за торговый месяц, то есть 22 рабочих дня, – левая шкала)

Важнейшим следствием необоснованного отказа от моделей, основанных на использовании нормального распределения вероятности, и замены их моделями с большими значениями на хвостах распределения, например распределения Коши, стала фундаментальная переоцененность рисков в системе современного финансового рынка.

В условиях эффективного рыночного равновесия сумма страховых выплат страховщика должна асимптотически стремиться к сумме премий, собранных страховщиком. Доход же извлекается страховой организацией (или равно справедливо – продавцом опционов) от размещения страховых резервов (собранных премий по выписанным опционам) по безрисковой ставке или при сбалансированном инвестиционном портфеле в рисковые и безрисковые инструменты в оптимальных пропорциях.

На рисунке 2 приведена динамика сборов и выплат по сделкам поручительства и страхования кредитных рисков организаций, входящих

в Международную ассоциацию по страхованию кредитов и поручительству (The International Credit Insurance & Surety Association, ICISA).

В первый же посткризисный год (2010 г.) соотношение выплат к премиям снизилось до уровня 36 %, что является самым низким уровнем за десятилетие. В условиях конкурентного рынка страхования кредитных рисков причиной подобной аномалии можно считать переоценку вероятности наступления рисков потребителями финансовых услуг. Разница между оценкой рисков в 2010 г. и средним уровнем за 2000-е гг. составляет примерно 180–190 млн долл. США только по рассмотренному рынку. С очевидностью эффект будет еще сильнее на рынках с большей капитализацией (рынок CDS или товарных фьючерсов) или более высоким уровнем леввериджа (меньшими требованиями к гарантийному обеспечению), как, например, рынок валютных опционов.

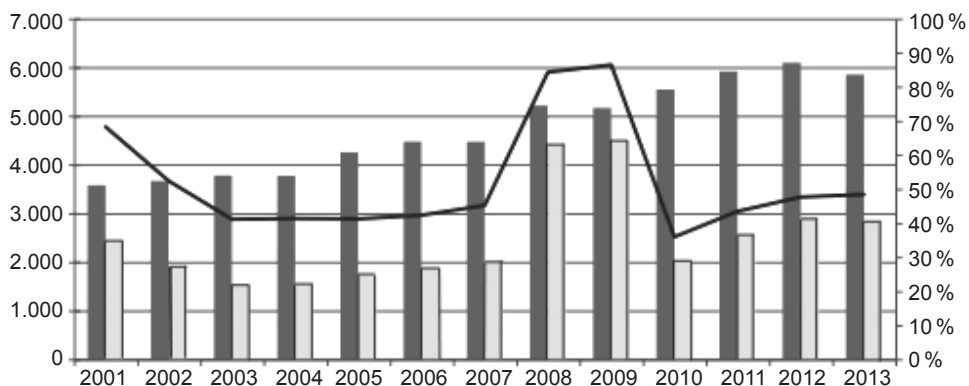


Рис. 2. Соотношение выплаченных участниками ICISA компенсаций к собранным страховым премиям: левые столбцы – страховые премии; правые столбцы – выплаченные компенсации; левая ось – млн евро; правая ось – проценты; линия – соотношение выплаченных участниками ICISA компенсаций к собранным страховым премиям (%)¹⁰

Учитывая вышесказанное, можно предложить использовать период временной переоценки рисков в мировой финансовой системе как конкурентное преимущество для старта программы Международного финансового центра в России. Пока другие экономики сооружают «китайские стены», ограничивая проведение высокорисковых операций, можно создать соответствующую торговую площадку в России с перспективой запуска финансового трансформатора, преобразующего портфельные инвестиции в прямые.

¹⁰ Годовая книга ICISA 2014–2015. URL: [http://mercury.cs135.remotion.nl/websites/ICISA_2010/files_content/ICISA%20Yearbook%202014-2015%20\(digital\)%20\(28OCT14\).pdf](http://mercury.cs135.remotion.nl/websites/ICISA_2010/files_content/ICISA%20Yearbook%202014-2015%20(digital)%20(28OCT14).pdf)

Лекция 5. Перераспределение прав собственности, присвоение и распределение дохода в монетарной экономике

План лекции

1. Монетарная экономика как сфера финансового обогащения.
2. Причины экономического неравенства в монетарной экономике.

Учебно-методическое обеспечение

Основные источники

1. Бауман З. Идет ли богатство немногих на пользу всем прочим? / пер. с англ. Н. Эдельмана. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015.
2. Glukhov V. V., Lialina Z. I., Ostanin V. A. Meaning and Essence of Finance in Context of Internationalization of Economic Science in Russia // World Applied Sciences Journal 30 (11): 1537–1541. 2014.
3. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. E-Money and E-Finance as Economic Category // Mediterranean Journal of Social Sciences. 2015. Vol. 6. № 6. P. 448–454.
4. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. Finances of a Holder and a Custodian of Financial Resources: Similarities and Differences // World Applied Sciences Journal 27 (11): 1473–1476. 2013.
5. Krivelevich M. Financial Market of Russian Far East: Potential for Cooperation with Asian Partners // Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право. 2013. № 1 (28).
6. Останин В. А. Философия присвоения: монография / науч. ред. Ю. В. Рожков. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2011. 300 с.

Дополнительные источники

1. Glukhov V., Lialina Z., Ostanin V. Theoretical Basic Concepts of Interaction of Money and Finances // Middle-East Journal of Scientific Research 17 (1): 06–10. 2013.
2. Основы теории и методологии финансов: учеб. пособие / В. В. Глухов, В. А. Останин, Н. П. Приступ, Ю. В. Рожков; под общ. ред. В. А. Останина. Владивосток: Изд-во Дальневосточного федерального университета, 2014. 140 с.

В настоящее время есть достаточно оснований полагать, что сформированная современная глобальная финансовая система доказала свою необходимость в поиске оптимальных механизмов распределения и дальнейшего перераспределения национальных богатств. Однако возникает вопрос о том, насколько эти модели перераспределения богатства соответствуют принципам справедливости, насколько финансовая система реализует такие модели распределения и перераспределения рисков, что приводит к глобальным кризисам не только монетарных экономик, но и порождает кризисы политические, демографические, военные и т. д. Следует признать, что при всей самодостаточности современной монетарной экономике не удалось сформировать непротиворечивую систему распределения богатства, как представленного в монетарной форме, так и выраженного в реальных материальных благах. Как отмечал в свое время Стагирит, истинное богатство проявляется в потреблении. Человек не потребляет символы богатства, его симулякры, которые следует признать знаками ложного подобия, он потребляет богатство реальное, которое, однако становится ему доступным, скорее, опосредованно наличной возможности обладать этими симулякрами.

В то же время получить доступ к этим символам человек может, только если он уже обладает богатством, накопленным на предыдущих этапах человеческого существования, либо отдавая свои ресурсы, свой труд за плату. В современных обществах через монетарную систему и финансово-кредитные институты произошло практически в глобальных масштабах отчуждение абсолютного большинства жителей планеты от средств производства своего собственного бытия.

Согласно исследованиям, проведенным З. Бауманом:

- В 2011 г. число миллиардеров в США достигло 1 210 человек, совокупное богатство выросло от 3 500 в 2007 г. до 4 500 млрд долл. в 2010 г.
- По данным МОТ около 3 млрд американцев находятся за чертой бедности, установленной на уровне 2 долл. США в день.
- Отмечается поворот от роста неравенства между нациями и невозрастающим или снижающимся неравенством внутри нации к сокращению неравенства между нациями и росту неравенства внутри них.
- Происходит размывание среднего класса и превращение его в «прекариат»¹.
- Почти во всех странах быстрыми темпами возрастает неравенство, а это значит, что богатые становятся еще более богатыми, а бедные беднее.

¹ Прекариат – термин, сформулированный профессором Лондонского университета Г. Стэндингом. Понимается как часть общества, для которой отсутствует определенность, финансовые и профессиональные перспективы. Есть основания полагать, что прекариат, как порождение глобализации, может превратиться в разрушающую силу, если не будет реализована система получения безусловного основного дохода.

Более того, богатые люди становятся богаче потому, что они богаты. Бедные же становятся беднее просто потому, что они бедны.

- Совокупное состояние 1 % американцев составляет 16,8 трлн долларов, что на 2 трлн больше, чем совокупное богатство 90 % населения (исследования Конгресса США по бюджету).

- В течение последних 30 лет средний доход 50 % американцев вырос на 6 %, доход верхнего 1 % увеличился на 229 %.

- В 1960 г. средняя зарплата руководителей американских корпораций после выплаты налогов в 12 раз превышала средний заработок фабричных рабочих. В 1974 г. разрыв уже увеличился в 35 раз, в 1980 г. – в 42 раза, а в последующие десять лет эта цифра удвоилась (превышение в 84 раза). Именно с 1980 г. резко возросло неравенство. К середине 1990 гг. эта величина составляла 135, к 1999 г. достигла 400, а к 2000 г. подскочила до 531 раза.

- США становятся страной, в которой богатые живут в замкнутых общинах, посылают своих детей в дорогие школы и имеют доступ к перво-классным медицинским услугам. В результате США и Англия тратят возрастающие суммы на покрытие издержек, связанных с географическим, а также социальным десантированием (в результате формируется ситуация, которая именуется «дорлинг»; по мере географической поляризации людей их знания друг о друге во всё большей мере сменяются фантазиями).

- Усиление неравенства после 1980 г. не принесло процветание. Более того, оно породило спады производства, кризисы, существенно возросла поляризация экономики, а суровые реалии социального неравенства пагубно сказываются на всех или почти на всех членах общества.

- Снижение доходов ведет к снижению спроса в условиях сильной зависимости экономики от потребительских расходов, т. е. потребительские общества утрачивают способности к потреблению.

Общий вывод, к которому приходит З. Бауман, может быть сформулирован так: сосредоточение плодов экономического роста в руках малочисленной глобальной финансовой элиты ведет к появлению экономических «пузырей»².

Монетарным фактором, который усиливает неравенство, является инфляция. Переполнение каналов денежного обращения может быть вызвано и непродуманной денежно-кредитной политикой, которую реализует Центральный банк. Для понимания этого механизма, можно рассмотреть типичную для России ситуацию: когда товар реализуется на внешнем рынке, то российский экспортер получает выручку, которая покрывает отечественные издержки. Издержки иностранного покупателя-импортера автоматически становятся доходами российского экспортера. Однако при громадной разнице в валютной выручке и рублевых издержках при сложившемся валютном курсе экспортер

² Бауман З. Идет ли богатство немногих на пользу всем прочим? / пер. с англ. Н. Эдельмана. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015. С. 12, 25.

частично возмещает свои издержки в рублевой массе. Остаток же обрушивается на валютный рынок.

Если предположить, что Центральный банк РФ скупает эту валютную выручку, то расплатиться он может только тем, что станет результатом банковской эмиссии, что увеличит рублевую массу. Но эта возросшая денежная масса, которая через валютный рынок вольется в экономику, будет тем больше давить на денежный рынок со стороны спроса, чем больше будет эффективность от внешнеэкономической деятельности у экспортера. Нарушается баланс соотношения товарной массы и товарных ценностей. Эти процессы в современных монетарных экономиках начинают протекать более быстро, эти трансакции уже не могут быть ограничены практически национальными барьерами. Высокая волатильность финансовых рынков становится уже не исключением, а скорее нормой в современных монетарных экономиках.

Здесь мы можем обнаружить проявление принципа Ле Шателье – Брауна, но уже непосредственно в монетарной сфере. Система противодействует причинам, которые вызвали ее, обесценивая уже всю наличную массу. Инфляция есть реакция всей национальной экономики через инструменты и механизмы монетарной политики. Результат с необходимостью будет следующим: обесценивание прежних накоплений богатства в абсолютно ликвидной форме уже всех субъектов национальной экономики. Центральный банк не может не выкупить в конечном счете эту валютную выручку. Его задача – добиваться оптимального соотношения спроса и предложения валют, не допуская резких и неожиданных изменений курса рубля, так как влияние последних в современных экономиках может быть непредсказуемым как по направлениям, так и по силе воздействия. Очередная «ловушка», ставшая возможной в условиях использования инструментов и механизмов монетарной экономики, в которой оказалась Россия: чем более эффективна торговля ресурсами на внешнем рынке, тем в большей степени изымаются доходы населения страны в форме «налога на деньги».

Допустимая степень неравенства в обществе несет в себе и положительный стимул к развитию. Однако отмеченный выше уровень экономического неравенства и его дальнейшее ускоряющееся углубление сопряжено с огромным количеством проблем. Сейчас отсутствуют основания для утверждения, что именно инструменты монетарной экономики стали причиной громадной диспропорции в распределении богатства в мире. Современный финансовый капитализм с адекватной ему монетарной экономикой скорее стимулировал, ускорял эти процессы, но сама монетарная экономика не могла стать причиной. Истинные причины следует искать в отношениях собственности, формах распределения средств производства, в системе сложившихся производственных отношений³.

³ Останин В.А. Философия присвоения: монография / науч. ред. Ю.В. Рожков. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2011.

Более выверенная монетарная и финансовая политика даст возможность использовать преимущества инструментов и механизмов монетарной экономики, не допустив при этом углубления неравенства. В результате мы можем высказать парадоксальное суждение о том, что всеислие регулятора оказалось несколько преувеличенным. Сама монетарная экономика поддерживает необходимую денежную массу, которая выполняет функцию средства обращения. Монетарная экономика оперирует не только номинальным объемом денежной массы, но и реальными кассовыми остатками. Политика Центрального банка и иных монетарных институтов способна вызывать шоки на денежных рынках. Но именно эти шоки, которые выливаются в процессы формирования и схлопывания спекулятивных «финансовых пузырей», вызывают перераспределение собственности на денежные и иные финансовые и материальные активы через механизмы цен, установление лимитов, запретов, квот, санкций.

Лекция 6. Специфика российского финансового кризиса 2014–2016 гг. и влияние международных финансовых санкций

План лекции

1. Предпосылки циклического кризиса российских финансов в 2014–2016 гг.
2. Причины финансового кризиса и факторы, усугубившие его течение.
3. Влияние международных финансовых санкций на состояние российского финансового рынка.

Учебно-методическое обеспечение

Основные источники

1. Itham Redzic. Efficiency and Impact of Economic Sanctions // 3rd International Symposium on Sustainable Development May 31 – June 01 2012, Sarajevo.
2. The Impact of Economic Sanctions Volume I: Report // Select Committee on Economic Affairs 2nd Report of Session 2006–07, House Of Lords, HL Paper 96-I. Published 9 May 2007.
3. Radcliffe B. Sanctions Between Countries Pack a Bigger Punch Than You Might Think. URL: <http://www.investopedia.com/articles/economics/10/economic-sanctions.asp> (дата обращения 09.06.2016).
4. Golson E. Purchasing German Shortages? Allied Commercial Companies and Preemptive Procurement Operations, 1943–1945. URL: <http://www.golson.com/ebg/abstract/ABHGOLSON.pdf> (дата обращения 09.06.2016).
5. Souva M., Lektzian D. Institutions and International Cooperation: An Event History Analysis of the Effect of Economic Sanctions // Journal of Conflict Resolution 45(1): 61–79.
6. Impact Of Targeted Sanctions On Belarus // European Parliament Directorate-General For External Policies Policy Department 2012. URL: <http://www.europarl.europa.eu/committees/fr/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=73753> (дата обращения 09.06.2016).
7. Московская Биржа объявляет финансовые результаты по итогам первого квартала 2014 года. URL: <http://moex.com/n5539/?nt=106> (дата обращения 09.06.2016).
8. Московская Биржа объявляет финансовые результаты по итогам второго квартала 2014 года. URL: <http://moex.com/n6116/?nt=106> (дата обращения 09.06.2016).

9. Прибыль и убыток организаций по основным видам деятельности в январе – августе 2014 года. URL: http://habstat.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_ts/habstat/resources/9c73128045d3136b8c35cee75978d42e/Pribil_i_ubitok_organizacii.htm (дата обращения 09.06.2016).

10. Прямые инвестиции в Российскую Федерацию по странам-партнерам в 2007–2014 годах и I кв. 2015 года (участие в капитале, реинвестирование доходов и долговые инструменты). URL: www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/inv_in-country.xlsx (дата обращения 09.06.2016).

11. Минакир П. А. Санкции: политическая риторика и экономические шоки // *Пространственная экономика*. 2014. № 3. С. 7–11.

12. Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором с 2005 года по III квартал 2014 года. URL: www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/bop/outflow.xlsx (дата обращения 09.06.2016).

13. График погашения внешнего долга Российской Федерации по состоянию на 1 июля 2014 года: основной долг. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/schedule_debt.htm&pid=svs&sid=vd_GVD (дата обращения 09.06.2016).

14. График предстоящих выплат по внешнему долгу Российской Федерации по состоянию на 1 июля 2014 года: проценты. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/schedule_int.htm&pid=svs&sid=vd_Gppv (дата обращения 09.06.2016).

15. Прямые инвестиции в Российскую Федерацию по странам-партнерам в 2007–2013 годах и 1-м квартале 2014 года (участие в капитале, реинвестирование доходов и долговые инструменты). URL: http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/inv_in-country.xlsx (дата обращения 09.06.2016).

16. Информация о социально-экономическом положении России в январе – сентябре 2014 года. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2014/info/info09.rar (дата обращения 09.06.2016).

17. World Federation of Exchanges monthly reports. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения 09.06.2016).

18. Данные с официального сайта Московской биржи. URL: <http://moex.com/n10436/?nt=120> (дата обращения 09.06.2016).

Дополнительные источники

1. Кривелевич М. Е., Останин В. А. Монетарная экономика. Ч. 1. Финансовые рынки и финансовые риски: учеб. пособие. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2015. 152 с.

Активизация применения экономических санкций в конце XX в. была связана политически с военным конфликтом на территории бывшей Югославии, а экономически – с ускоряющейся глобализацией мировой экономики. Так, в период с 1990 по 1999 г. отмечено 62 эпизода ввода экономических санкций, в то время как в предшествующие десятилетия – 28 и 38 для 80-х и 70-х годов прошлого века соответственно¹.

При этом роль США как главного инициатора использования санкций значительно преувеличена в общественном сознании. В частности, Парламент Великобритании решительно присоединился к осуждению Европейским союзом практики введения экстерриториальных экономических санкций со стороны США² и объявил о наличии юридических инструментов для борьбы с этой практикой. Не отрицая того, что США достаточно широко применяют санкции как инструмент своей внешней политики, заметим, что в 1990-ые гг. количество эпизодов введения США санкций в одностороннем порядке сократилось до 14 по сравнению с 26 эпизодами в 1970-х и общая тенденция показывает сокращение интереса США к использованию данного политического инструмента. При этом постоянно растет доля санкций, согласованно вводимых большим числом государств.

Коллегиальность экономических санкций становится важным фактором, влияющим на их эффективность. Так, в исследованиях американских экономистов³ отмечается, что наличие третьей стороны, обеспечивающей возможность торговли в обход санкций, существенно снижает их эффективность. Кроме того отмечается наличие побочных эффектов, которые тем сильнее, чем шире фронт участников с обеих сторон. В качестве примера побочного эффекта можно привести биржевой крах 1973–1974 гг., непосредственно связанный с введением ОПЕК нефтяного эмбарго. Нефтяной шок фактически профинансировал расширение нефтегазовых проектов в странах, не участвующих в ОПЕК, и способствовал выходу Советского Союза на европейский энергетический рынок.

Исследователи из Лондонской школы экономики (LSE) обращают внимание на то, что рациональные экономические агенты предпринимают упреждающие действия в ожидании введения экономических санкций или военной блокады, что негативно отражается на эффективности санкций⁴.

Все упомянутые исследователи согласны в том, что негативный социальный эффект экономических санкций значительно превышает тот

¹ Ilham Redzic. Efficiency and Impact of Economic Sanctions // 3rd International Symposium on Sustainable Development May 31 – June 01 2012, Sarajevo.

² The Impact of Economic Sanctions Volume I: Report // Select Committee on Economic Affairs 2nd Report of Session 2006–07, House Of Lords, HL Paper 96-I. Published 9 May 2007.

³ Radcliffe B. Sanctions Between Countries Pack a Bigger Punch Than You Might Think. URL: <http://www.investopedia.com/articles/economics/10/economic-sanctions.asp>.

⁴ Golson E. Purchasing German Shortages? Allied Commercial Companies and Preemptive Procurement Operations, 1943–1945. URL: <http://www.golson.com/ebg/abstract/ABHGOLSON.pdf>.

политический эффект, ради которого они вводятся. При этом традиционно обосновываются два тезиса: экономические санкции в отношении демократических государств эффективнее, чем в отношении недемократических; санкции, вводимые богатыми государствами в отношении бедных, более эффективны⁵. Если первый тезис является политологическим и его исследование выходит за рамки пространственной экономики, то в отношении второго тезиса можно привести несколько чисто экономических контраргументов. Традиционно более бедные или развивающиеся страны демонстрируют не только большую связанность власти и бизнеса, но и меньшую прозрачность финансовой отчетности, что помогает эффективно избегать последствий экономических санкций для крупного бизнеса. Так, несмотря на достаточно широкий спектр экономических санкций, применяемых против Белоруссии, в отчете Европейского парламента отмечается, что санкции фактически обходятся крупным бизнесом и не представляют для него сколько-нибудь существенную угрозу⁶. Можно добавить, что технически помешать торговле нефтью по своп-контрактам с Венесуэлой и Россией, проводимым Белоруссией, не могут ни Евросоюз, ни США. Аналогичная ситуация наблюдалась в случаях Бирмы, Ирака и Ирана.

Современная экономика ориентирована на максимальное использование конкурентных рынков капитала. Финансирование как текущей деятельности крупных финансово-промышленных групп, так и масштабных долгосрочных инвестиционных проектов зачастую осуществляется посредством эмиссии облигаций, перевода части акций в депозитарные расписки или секьюритизации кредита. О степени вовлечения российской экономики в биржевой вариант трансформации сбережений в инвестиции свидетельствует тот факт, что суммарный объем торгов на Московской бирже в первом квартале текущего года превысил 120 трлн руб.

При этом и сама финансовая инфраструктура, как отрасль экономики, генерирует существенный финансовый результат и вносит свой вклад в формирование ВВП и в наполнение консолидированного бюджета страны. В первом квартале 2014 г. чистая прибыль Московской биржи составила 3,17 млрд руб.⁷, а во втором квартале, который можно считать последним докризисным периодом, достигла 3,47 млрд руб.⁸ Таким образом, полугодовая прибыль биржи

⁵ Souva M., Lektzian D. Institutions and International Cooperation: An Event History Analysis of the Effect of Economic Sanctions // *Journal of Conflict Resolution* 45(1): 61–79.

⁶ Impact Of Targeted Sanctions On Belarus // European Parliament Directorate-General For External Policies Policy Department 2012. URL: <http://www.europarl.europa.eu/committees/fr/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=73753>.

⁷ Московская Биржа объявляет финансовые результаты по итогам первого квартала 2014 года. URL: <http://moex.com/n5539/?nt=106>.

⁸ Московская Биржа объявляет финансовые результаты по итогам второго квартала 2014 года. URL: <http://moex.com/n6116/?nt=106>.

превышает, например, сумму прибыли, показанной всеми прибыльными предприятиями в отраслях «добыча полезных ископаемых» или «обрабатывающие производства» такого региона, как Хабаровский край, за аналогичный период⁹. Во втором квартале 2015 г. чистая прибыль биржи выросла на 72,8 % по отношению ко второму кварталу 2014 г. и достигла 6,0 млрд руб., а прибыль в расчете на одну акцию увеличилась на 71,0 % – с 1,58 до 2,70 руб.¹⁰

В этих условиях финансовые санкции могут рассматриваться как эффективное средство ведения экономической войны, как традиционной – через затруднение доступа на рынки капитала и отключение от международных платежных систем и систем подтверждения безналичных платежей (SWIFT), так и «гибридной» – через занижение рейтингов кредитоспособности заемщиков и эмитентов и иные действия, влияющие на принятие инвестиционных решений глобальными кредиторами. Такое влияние не следует недооценивать. Как отмечает П. А. Минакир¹¹, сегодня России противостоит блок стран, представляющий без малого 55 % мирового ВВП. При этом если в реальном секторе экономики Россия имеет ряд стратегических преимуществ в войне санкций, хотя бы в силу того, что является крупным импортером товаров народного потребления и не менее крупным поставщиком энергоресурсов, необходимых Европейскому союзу, то в финансовом секторе экономики наши возможности предельно ограничены. Поэтому финансовые санкции представляются с точки зрения теории игр наилучшим направлением для давления на российскую экономику.

Интересным нюансом проблемы стало то, что Россия последовательно стремилась интегрироваться в мировую финансовую систему, например было принято окончательное решение о переходе к свободному рыночному формированию курса рубля, создан единый депозитарий и заключены соглашения с международными клиринговыми системами. Всё то, что снижало транзакционные издержки и облегчало доступ капитала на российский рынок, теперь облегчает бегство капитала из российской экономики.

При всем многообразии эффектов финансовых санкций можно выделить следующие ключевые последствия их применения для экономики страны-мишени:

- рост стоимости заимствований для корпоративных заемщиков, приводящий к отказу от политики расширенного воспроизводства основных фондов;

⁹ Прибыль и убыток организаций по основным видам деятельности в январе–августе 2014 года. URL: http://habstat.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_ts/habstat/resources/9c73128045d3136b8c35cee75978d42e/Pribil_i_ubitok_organizacii.htm.

¹⁰ Прямые инвестиции в Российскую Федерацию по странам-партнерам в 2007–2014 годах и I кв. 2015 года (участие в капитале, реинвестирование доходов и долговые инструменты). URL: www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/inv_in-country.xlsx.

¹¹ Минакир П. А. Санкции: политическая риторика и экономические шоки // *Пространственная экономика*. 2014. № 3. С. 7–11.

- снижение инвестиционных возможностей консолидированного бюджета;
- снижение деловой активности, связанное с тем, что бюджетные заимствования неэластичны по цене, в отличие от частных займов;
- запуск инфляционной спирали и формирование неэффективной экономической модели «непроизводительной экономики», как перед дефолтом 1998 г., когда прибыль приносят только торговля и различные спекуляции, а не создание и развитие производств.

Однако очевидно, что государство со значительными золотовалютными резервами, низкой безработицей и устойчивыми нефтегазовыми доходами невозможно опрокинуть в полномасштабный кризис, даже полностью отрезав от внешнего инвестиционного рынка. Поэтому эффективность финансовых санкций не будет легко заметна и ее оценка становится интересной научной проблемой.

Ключевым индикатором состояния финансового рынка может считаться баланс трансграничного движения капитала, который становится результирующим фактором как для феноменов, относящихся к психологии инвесторов (например, «бегство в качество»), так и для явлений финансового арбитража (например, carry trade).

В посткризисный период (2010–2013 гг.) ежегодно наблюдался сходный эффект: баланс ввоза-вывоза капитала ухудшался по итогам года относительно своих значений за первые три квартала. Свою роль в этом процессе играли различные факторы – от активизации закупок импортерами потребительских товаров в четвертом квартале, до погашения краткосрочных кредитов и освоения средств государственных закупок.

Поэтому для оценки текущей ситуации в части ввоза-вывоза капитала частным сектором целесообразно сравнить период январь – сентябрь 2014 г. с аналогичными периодами прошлых лет как докризисных, так и посткризисных, тем более что такой подход позволит исключить из рассмотрения четвертый квартал 2008 г., который был очевидным эксцессом (табл. 4).

Согласно оценке Центрального банка, которая оптимистичнее большинства оценок аналитиков, чистый отток капитала за рассматриваемый период 2015 г. значительно превысил не только уровни последних лет, но и превзошел отток, отмеченный в 2009 г. При этом если в 2009 г. банковский сектор был ответственен за 64 % чистого вывоза капитала, то в 2015 г. более 80 % чистого вывоза капитала приходится на другие сектора экономики.

Приведенные выше данные позволяют констатировать снижение склонности частного сектора к инвестированию внутри страны, одной из причин которого, безусловно, явились финансовые санкции.

Можно заметить, что первый квартал 2015 г. стал локальным максимумом по объему платежей в пользу иностранных инвесторов и кредиторов: на него пришлось 35 % годовых выплат в части погашения основного долга (табл. 5).

**Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором
по данным Банка России, млрд долл. США**

По данным платежного баланса Российской Федерации, по методологии РПБ 6 (период с января по сентябрь)	Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором	Чистый ввоз/ вывоз капитала банками
2005 г.	4,2	1,3
2006 г.	27,3	15,6
2007 г.	63,6	33,6
2008 г.	-1,5	-1,4
2009 г.	-65,0	-41,7
2010 г.	-12,1	17,7
2011 г.	-46,9	-17,2
2012 г.	-45,8	9,6
2013 г.	-44,1	-10,9
2014 г.	-85,2	-16,1

Источник: Центральный банк РФ¹².

Банк России ведет учет погашения основных сумм внешнего долга и погашения процентов раздельно, но если соединить эти потоки, как сделано в табл. 5, то становится заметным аномально высокое по меркам развитых стран соотношение оттоков по выплате процентов и погашению основного долга. Объяснением данного феномена может быть невысокий уровень инвестиционной привлекательности российской экономики, который приводит к формированию небольшой дюрации по совокупному портфелю внешних обязательств при сравнительно высокой эффективной ставке привлечения ресурсов.

Действительно, если рассчитать дюрацию – средневзвешенный срок потока платежей – для максимально возможного по российскому законодательству срока обращения облигации (30 лет при доходности приблизительно в 6 %) она составит менее 15 лет, а при доходности 3 % – более 20 лет. Структура российского внешнего долга по преимуществу дорогого и краткосрочного загоняет российскую экономику в своеобразную ловушку постоянного денежного оттока, которая значительно затрудняет ведение жестких переговоров со странами-кредиторами и усиливает уязвимость к действию финансовых санкций. Так, наиболее легко реструктурируемая часть оттока – долговые ценные бумаги и задолженность по финансовому лизингу – составляет

¹² Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором с 2005 года по III квартал 2014 года. URL: www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/bop/outflow.xlsx.

суммарно менее 2 % от общего объема платежей при доминирующей доле кредитов (табл. 6).

Таблица 5

**График платежей в пользу иностранных инвесторов и кредиторов
российскими резидентами в 2015 г., млн долл. США**

Сроки выплат	Основной долг					Проценты
	I кв. 2015 г.	II кв. 2015 г.	III кв. 2015 г.	IV кв. 2015 г.	Всего 2015 г.	Всего 2015 г.
Всего	31 629	13 688	17 240	27 592	90 149	44 375
В том числе:						
– органы государственного управления	596	1 788	672	239	3 295	5 712
– банки	12 492	2 104	7 322	8 152	30 070	12 014
– прочие отрасли	18 540	9 797	9 246	19 201	56 784	26 649

Источник: Центральный банк РФ¹³.

Таблица 6

**График платежей в пользу иностранных инвесторов и кредиторов
реальным сектором российской экономики в части погашения основного
долга в 2015 г., млн долл. США**

Сроки выплат	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	2015 г.
Прочие отрасли (без государства и банков)	18 540	9 797	9 246	19 201	56 784
Долговые обязательства перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования	4 573	1 512	1 083	6 931	14 099
Кредиты	13 725	7 902	7 989	12 092	41 708
Долговые ценные бумаги	72	215	9	25	321
Задолженность по финансовому лизингу	171	168	164	153	656

Источник: Центральный банк РФ¹⁴.

¹³ График погашения внешнего долга Российской Федерации по состоянию на 1 июля 2014 года: основной долг. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/schedule_debt.htm&pid=svs&sid=vd_GVD; График предстоящих выплат по внешнему долгу Российской Федерации по состоянию на 1 июля 2014 года: проценты. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/schedule_int.htm&pid=svs&sid=vd_Gppv.

¹⁴ График погашения внешнего долга Российской Федерации по состоянию на 1 июля 2014 года: основной долг. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/schedule_debt.htm&pid=svs&sid=vd_GVD.

Погашение выходящих из обращения выпусков ценных бумаг посредством нового выпуска нередкое явление на мировом финансовом рынке и не считается чем-то катастрофическим, в то время как дефолт по кредиту традиционно представляет собой эксцесс.

Финансовые инвестиции представляют собой в достаточно высокой степени саморегулируемый рынок, где риски компенсируются большей доходностью, а арбитражные возможности неизбежно ведут к установлению рыночного равновесия. Чем сильнее падает рубль и ниже опускаются котировки ценных бумаг, тем больше у спекулянтов побудительных мотивов занять «дешевые» деньги в странах ЕС и АТР и вложить в российские финансовые инструменты, разумеется только в наиболее безопасные из них.

В части прямых инвестиций положение несколько хуже, так как при принятии стратегических решений, связанных с инвестированием в реальный сектор экономики, дополнительные риски рассматриваются как нечто однозначно негативное, тем более что часть крупных инвесторов может воздержаться от участия в российских проектах из внеэкономических соображений.

Обращает на себя внимание движение прямых иностранных инвестиций в географическом аспекте (табл. 7).

Таблица 7

**Прямые инвестиции в Российскую Федерацию
по странам-партнерам в 2007–2013 гг. и 1-м квартале 2014 г.
(участие в капитале, реинвестирование доходов
и долговые инструменты), млн долл. США**

Ключевые государства	1 кв. 2013 г.	2013 г. всего	1 кв. 2014 г.	1 кв. 2015 г.
Соединенное Королевство	15 117	18 927	248	145
Люксембург	5 716	11 639	1 913	–3 373
Ирландия	3 581	10 399	905	–307
Британские Виргинские Острова	1 958	9 379	1 057	243

Источник: Центральный банк РФ¹⁵.

Из данных, представленных в таблице, видно, что поток прямых инвестиций из традиционных юрисдикций уже в начале 2014 г. сократился значительно, чем из оффшорных, хотя падение везде достаточно заметное. В условиях финансовых санкций, например, Британские Виргинские Острова будут играть роль своеобразного черного хода, через который будет осуществляться финансирование проектов на территории России. Но даже оффшорные зоны

¹⁵ Прямые инвестиции в Российскую Федерацию по странам-партнерам в 2007–2013 годах и 1-м квартале 2014 года (участие в капитале, реинвестирование доходов и долговые инструменты). URL: http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/inv_in-country.xlsx.

не могут начать перекачивать в нашу страну инвестиции мгновенно, тем более что финансовое законодательство в ЕС значительно ужесточается и понятие банковской тайны переходит в разряд устаревших терминов.

Таким образом, можно выйти на несколько количественных показателей, характеризующих ухудшение конъюнктуры финансового рынка страны вследствие введенных санкций. В первую очередь это сокращение притока прямых иностранных инвестиций и активизация оттока средств с биржевого и смежных финансовых рынков. Техническая сложность количественного определения эффекта экономических санкций состоит в том, что невозможно отделить снижение уровня инвестиций в основной капитал вследствие циклического замедления национальной экономики от снижения, связанного с указанными выше факторами. Так, инвестиции в основной капитал по Российской Федерации в целом уже за январь – сентябрь 2014 г. составили 1 204 млрд руб., что составляло только 97,2 % от уровня соответствующего периода 2013 г., однако в еще в 2013 г. в отсутствие не только санкций, но и их ожидания, уже наблюдалось падение до уровня 99,4 % от результата сопоставимого периода 2012 года¹⁶. Таким образом, предельное значение потерь в уровне инвестиций в основной капитал составляет разницу между значением «по тренду» и фактическим значением.

На следующем этапе необходимо решить вопрос с предельной эффективностью инвестиций, которые, соответственно, выбыли из процесса расширенного воспроизводства капитала. Для этой цели можно воспользоваться показателями прироста агрегированного финансового результата крупных и средних предприятий, отнесенного к приросту основных средств. Данный показатель различен для разных отраслей экономики и поэтому должен быть взвешен на долю отраслей в ВВП.

Таким образом, получается следующее аналитическое выражение ущерба от финансовых санкций:

$$F = \sum \frac{\Delta P}{\Delta A} \times X_t + \sum \Delta R \times I + \sum T + \frac{S_0 - S_1}{i}, \quad (29)$$

- где F – совокупный эффект финансовых санкций для экономики страны;
 ΔP – прирост агрегированного финансового результата для отрасли t ;
 ΔA – прирост основного капитала в отрасли t ;
 X_t – доля отрасли t в составе ВВП;
 ΔR – превышение стоимости привлечения внешнего долгового финансирования;
 I – объем привлеченного внешнего долгового финансирования;
 T – сумма транзакционных издержек на контрсанкции и создание стратегии избегания санкций;

¹⁶ Информация о социально-экономическом положении России в январе – сентябре 2014 года. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2014/info/info09.rar.

- $S_0 - S_1$ – снижение капитализации рынка акций и иных эмиссионных ценных бумаг, приобретенных иностранными инвесторами в период действия санкций относительно прогноза по тренду в отсутствие санкций;
- i – долгосрочный темп инфляции.

Последний член уравнения в формуле 29 представляет собой вечную ренту упущенной выгоды, так как акционерный капитал считается бессрочным. Первые два члена уравнения выражают совокупные потери экономики, связанные с изменением доступности прямых инвестиций и увеличением стоимости портфельных инвестиций соответственно.

Важно понимать, что можно получить приближенное числовое решение данного уравнения, однако конкретное числовое значение само по себе не имеет ценности для формирования экономической политики и экономической стратегии. Основная ценность – это понимание направления и важности влияния отдельных факторов на результат модели в целом. В то время как ряд факторов демонстрируют очень высокую волатильность и не могут быть рационально спрогнозированы, общее направление изменения результата может быть качественно оценено как минимум в категориях «улучшения» или «ухудшения» ситуации, а следовательно может быть принято во внимание при формировании инвестиционной стратегии крупного муниципалитета.

Упрощенный вариант анализа состоит в расчете потерь корпораций и государства от усложнения доступа к рынку капитала. Так как мы рассматриваем «финансовую» эффективность санкций, то такие аспекты, как потери потребителей от повышения стоимости импорта, рост инфляции и формирование связанных с ним структурных деформаций в экономике, отказ от реализации инфраструктурных проектов, и тому подобные эффекты в части «реальной» экономики остаются за скобками.

Финансовые рынки реагируют на экономические шоки быстрее, чем реальный сектор экономики, и этим эффектом можно воспользоваться, рассматривая период начала текущей фазы экономического кризиса – то есть до ноября 2014 г. Капитализация российского фондового рынка (в долларах США), по данным Всемирной федерации бирж, сократилась в октябре 2014 г. на 33 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (до 553,5 млрд долл. США), в то время как среднемировой прирост составил 10,6 %¹⁷. Учитывая, что сальдированный финансовый результат российских компаний за январь – август 2014 г. составил 4655,6 млрд руб., против 4423,6 млрд руб. за аналогичный период прошлого года¹⁸, можно предположить, что 33-процентная потеря

¹⁷ World Federation of Exchanges monthly reports. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>.

¹⁸ Расчеты произведены по данным с официального сайта Московской биржи: <http://moex.com>.

капитализации фондового рынка не связана с проблемами в реальном секторе экономики. В 2015 г. проблемы реального сектора экономики попали в статистическую отчетность и ситуация в двух секторах российской экономики синхронизировалась.

Рынки акций и долгового финансирования представляют собой сообщающиеся сосуды, поэтому средства, которые не удалось привлечь с рынка акций, как правило, привлекаются в форме облигационных займов.

Объем торгов облигациями упал на Московской бирже на 48,4 % в январе – сентябре 2015 г. по отношению к соответствующему периоду прошлого года (до 96,9 млрд долл. США), по сравнению с 21%-м ростом объема сопоставимых операций на биржах АТР¹⁹. Приняв в качестве допущения, что менее крупные заемщики страдают от удорожания капитала сильнее более крупных и надежных заемщиков, можно заключить, что удорожание финансирования по выборке крупнейших российских корпораций даст консервативную оценку суммарных потерь в рамках национального финансового рынка.

За прошедший год стоимость капитала для первоклассных заемщиков сокращалась как в сегменте среднесрочных, так и в сегменте долгосрочных обязательств (табл. 8).

Таблица 8

Ставки привлечения капитала по десятилетним государственным облигациям ведущих стран

Доходность государственных облигаций	10 лет (%)		
	01.11.2015 прогноз	01.11.2014	01.11.2013
США (US Treasury Bonds)	2,2	2,4	2,6
Великобритания (UK Gilts)	2,1	2,2	2,7
Япония (Japanese Gvt. Bonds)	0,5	0,5	0,6
Австралия (Australian Gvt. Bonds)	3,3	3,4	4,1

Источник: World Federation of Exchanges²⁰.

Таким образом, можно предположить, что в отсутствие финансовых санкций стоимость капитала для первоклассных российских заемщиков также не возросла бы. При этом стоимость страхования от дефолта эмитента (CDS) для первоклассных заемщиков котируется на российском рынке в достаточно

¹⁹ World Federation of Exchanges monthly reports. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>.

²⁰ World Federation of Exchanges monthly reports. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>.

узком диапазоне, составляя, например, для государственного банка ВТБ примерно 3 %, а для частного Альфа-банка – примерно 3,25 %.

Таким образом, в отсутствие финансовых санкций стоимость среднесрочного финансирования для российских компаний и банков с государственным участием в капитале составила бы сумму безрисковой доходности (1,5 %) и стоимости CDS (3–3,5 %), то есть 4,5–5 %. При этом фактическая доходность к погашению по состоянию на ноябрь 2014 г. по среднесрочным займам оказывается выше 6 %. Так, для еврооблигаций ВЭБ она составляет 6,35 % (при дюрации 3,63 года), для ВТБ – 6,51 % (при дюрации 3,1 года). Даже обязательства со сроком жизни менее года оказываются дороже 5 %, например, облигации Лукойла, которым до погашения остается всего полгода, показывают доходность 5,38 %²¹.

Таким образом, «выбывший» рабочий капитал составляет примерно 1 % (разница между стоимостью заимствований по формуле «безрисковая ставка + CDS» и рыночным уровнем ставки) от оборота рынка облигаций или более 2 млрд долл. США (докризисный показатель 205,8 млрд долл. США, что составляет 1 %). Разумеется, оценка потерь в размере 2 млрд долл. США носит предварительный характер и не учитывает вторичные эффекты увеличения стоимости капитала.

В заключение необходимо отметить, что ущерб от санкций распределяется по экономическим агентам неравномерно. Так, государственный бюджет возместит все свои потери за счет обесценения рубля и, вероятно, продемонстрирует девальвационный профицит. Крупные корпорации сократят инвестиционные программы, но это не скажется немедленно на их финансовых результатах. Сильнее всего пострадают домохозяйства – как от роста цен вследствие девальвации рубля и ускорения инфляции, так и от снижения темпа роста зарплат в результате сокращения деловой активности.

²¹ Расчеты произведены по данным с официального сайта Московской биржи: <http://moex.com>.

Лекция 7. Леверидж и распыление собственности на капитал как факторы, деформирующие принятие финансовых решений

План лекции

1. Исследование противоречий в интересах акционеров, кредиторов и менеджеров.
2. Причины, побуждающие менеджеров принимать вредные для корпорации решения.
3. Проблемы чрезмерного и недостаточного инвестирования.

Учебно-методическое обеспечение

Основные источники

1. Основы теории и методологии финансов: учеб. пособие / В. В. Глухов, В. А. Останин, Н. П. Приступ, Ю. В. Рожков; под общ. ред. В. А. Останина. Владивосток: Изд-во Дальневосточного федерального университета, 2014. 140 с.
2. Glukhov V., Lialina Z., Ostanin V. Theoretical Basic Concepts of Interaction of Money and Finances // Middle-East Journal of Scientific Research 17 (1): 06–10. 2013.
3. Уолш Карл. Монетарная теория и монетарная политика / перев. с англ. К. В. Ивановой, М. Г. Карева, Ю. В. Набатовой, М. В. Павленко; под науч. ред. М. Г. Карева. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2014. 632 с.

Дополнительные источники

1. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. Н. Н. Любимова. М.: Гелиос АРВ, 2015.
2. Сорос Дж. Алхимия финансов. М.: ИНФРА-М, 1999. 416 с.
3. Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. М.: Инфра-М, 2001. 1035 с.

Принцип корпоративной экономики состоит в том, что инвестор, приобретая эмиссионные ценные бумаги, полагает, что органы управления корпорацией действуют в его интересах как совладельца бизнеса, то есть предпринимаемые ими усилия направлены на максимизацию рыночной стоимости

акционерного общества и в конечном итоге на максимизацию ROE (т. е. возврата на собственный капитал).

Презумпция общих интересов акционеров, держателей облигаций и деривативов с менеджментом корпорации является краеугольным камнем общественного договора, лежащего в основе монетарной экономики. Подобно тому как единственным настоящим обеспечением фидуциарной валюты является доверие к государству как к плательщику, единственной опорой поддерживающей цены на финансовых рынках является доверие к эмитенту. Любой договор или документ, и ценная бумага в данном случае не исключение, имеет внутреннюю стоимость только тогда, когда сторона договора или обязанное лицо по доброй воле или благодаря механизмам принуждения исполнит взятые на себя обязательства.

Классическим инструментом максимизации ROE является использование эффекта финансового рычага. Из предшествующих финансовых курсов вы имеете представление о теореме Модильяни – Миллера, теории компромисса, иерархической теории капитала и других теориях, отвечающих на вопрос о достижимости «оптимального леввериджа», то есть такого соотношения собственных и заемных средств, при котором рыночная стоимость компании является максимальной.

Не повторяя материал, который должен быть известен, остановимся на таком мощном стимуле наращивания доли заемных средств в балансе компании, как долговой налоговый щит, и его влиянии на оценку рыночной стоимости компании.

Задолженность на балансе повышает стоимость компании за счет снижения налогового бремени.

Например, сравним две компании с идентичными активами (левой стороной баланса), компанию «U» (без долговой нагрузки) и компанию «L» (с долговой нагрузкой).

Допустим, что ожидаемое значение EBIT – \$1,000 каждый год и так будет всегда. Если компания «L» выпустила бессрочные облигации на сумму \$1,000 под 8 % годовых (выпуск бессрочных займов легален в Великобритании и ряде других стран, а в РФ, где максимальный срок займа составляет 30 лет, этого эффекта можно достичь «раллированием»), тогда сумма процентных выплат компании «L» составит $0,08 \times 1,000 = \$80$ в год.

Предположим, что адекватная ставка дисконтирования для учета налогового щита – 8 % (такая же, как ставка процента по долговым инструментам), тогда приведенная стоимость налогового щита при ставке налога на прибыль 20 % составит:

$$PV = \frac{\$16}{8\%} = \frac{0,20 \times \$1,000 \times 0,08}{8\%} = \$200. \quad (30)$$

Как можно заметить, в вышеприведенном примере мы использовали формулу вечной ренты, таким образом рыночная стоимость компании «L» будет на \$200 выше стоимости компании «U», без учета эффекта финансового рычага. У леввериджа есть и темная сторона: компания, обращающаяся к заемному капиталу, несет особый вид затрат – издержки финансовых трудностей, которые могут свести на нет стоимость, полученную за счет эффекта налогового щита.

С ростом уровня долга, растут и обязательства по процентным выплатам держателям облигаций, кроме того растет вероятность того, что денежные потоки будут недостаточны для выполнения обязательств по процентным платежам.

Чем на большую сумму выпускаются долговые обязательства, тем выше вероятность того, что компания столкнется с финансовыми трудностями. Таким образом, принимая решение об оптимизации структуры капитала, следует учитывать ожидаемые издержки финансовых трудностей. Кроме прямых и достаточно очевидных затрат, связанных с бременем долга, существуют косвенные, практически не изученные до сих пор, но от того не менее разрушительные затраты.

Косвенные затраты на обслуживание чрезмерного долга состоят в искажении мотивации высшего руководства и контролирующих акционеров. Также косвенные затраты могут быть связаны с потерей уверенности заказчиков и поставщиков, что приводит к сокращению маржи операционной прибыли. Корпорация становится менее интересным партнером и, наоборот, более привлекательной мишенью для агрессивных действий конкурентов.

Сформулируем основное диалектическое противоречие: в компании, которая финансируется исключительно из собственного капитала, руководство стремится добиться максимальной стоимости собственного капитала, а это то же самое, что максимальная стоимость компании. В то же время в компаниях с долговой нагрузкой руководство по-прежнему стремится добиться максимальной стоимости собственного капитала, но на сей раз не исключено, что за счет ущемления держателей привилегированных акций и долговых обязательств, то есть действуя во вред рыночной стоимости компании.

Разрешением противоречия между желанием топ-менеджеров корпорации максимизировать стоимость бизнеса и их стремлением максимизировать ROE в ущерб стоимости компании является конфликт интересов между держателями акций и держателями облигаций.

В результате этого конфликта акционеры (и руководство, действующее от их лица) могут принимать два типа решений, уменьшающих рыночную стоимость компании.

Акционеры могут недоинвестировать, т. е. отказаться от участия в проектах с положительным значением NPV в связи с тем, что большая часть выгод

от проекта достанется существующим держателям долговых обязательств («долговая завеса»).

Альтернативная ошибка состоит в чрезмерном инвестировании, когда при выборе из нескольких альтернативных проектов у акционеров может возникнуть желание взяться за слишком рискованный проект с более низкой и даже отрицательной NPV (это явление известно как «переложение рисков», или «принятие чрезмерных рисков»).

Представьте себе компанию с большим объемом непогашенного рискованного долга. Предположим теперь, что появляется проект с положительной NPV, для финансирования которого требуется выпуск новых акций.

Акционеры наверняка захотят войти в такой проект, так ведь? Не всегда! Доля NPV новых проектов, которая может осесть на счетах держателей долговых обязательств, настолько велика, что руководство (действующее в интересах держателей акций) вообще может не захотеть вкладывать деньги в эти проекты, даже несмотря на положительную NPV.

Рассмотрим на числовом примере. Денежные потоки компании в следующем году могут составить с равной вероятностью либо \$100, либо \$10. Налогами и дисконтированием можно пренебречь. У компании имеется непоплаченный долг номиналом в \$30.

Какова стоимость компании сегодня? Несложно понять, что она равна $0,5 \times \$100 + 0,5 \times \$10 = \$55$. Интереснее вопрос, какова стоимость долга.

Держатели долговых обязательств ожидают получить либо \$30 (в лучшем случае), либо \$10 (в худшем случае – стоимость всей компании). Таким образом, рыночная стоимость долга $0,5 \times \$30 + 0,5 \times \$10 = \$20$.

Следовательно, рыночная стоимость собственного капитала $\$55 - \$20 = \$35$.

Новый проект предполагает, что можно вложить \$10 и гарантировано получить \$12. Финансирование проекта возможно либо за счет новой эмиссии акций, либо за счет займа, привлеченного по рыночной ставке (при этом новый заем будет субординированным по отношению к предыдущему). Разумеется, новым акционерам необходимо выйти в точку безубыточности. Они будут участвовать в эмиссии только в том случае, если NPV от покупки новых акций будет равна нулю или выше.

Если проект принимается, выигрыш компании в следующем году составит либо \$112, либо \$22. При этом рыночная стоимость долга вырастет до $0,5 \times \$30 + 0,5 \times \$22 = \$26$.

Рыночная стоимость старых акций будет в этом случае равна $0,5 \times \$112 + 0,5 \times \$22 - \$26 = \41 минус \$10, которые компания вынуждена пообещать держателям новых акций, чтобы привлечь капитал и оплатить реализацию проекта, итого \$31. Помня, что рыночная стоимость акций до входа в проект была \$35, можно с удивлением обнаружить, что рыночная стоимость старых акций (акционерного капитала) упала на \$4. На самом деле это неудивительно,

так как средства привлекались с рынка капитала (будь то долг или акции, выплаты по ним субординированы по отношению к старому долгу) в неблагоприятных условиях, а значит это «дорогие» деньги.

Чтобы заработать ожидаемые \$10, новым инвесторам придется пообещать \$20 при условии реализации оптимистичного сценария (при реализации пессимистичного всё достанется держателям более «старших» прежних долговых обязательств). На старых акциях удастся заработать $\$112 - \$30 - \$20 = \62 в лучшем случае и в худшем случае ничего, при этом их рыночная стоимость составит \$31.

Акционеры в полном объеме понесут первоначальные затраты на инвестиции в размере \$10 млн, но получают лишь часть дохода. Существующие кредиторы не понесут затрат на инвестиции, но при этом получают часть дохода.

Таким образом, непоплаченный долг действует как «налог на инвестиции».

Акционеры компаний, испытывающих финансовые трудности, могут не захотеть финансировать приносящие добавочную стоимость проекты, поскольку большая часть выгод по ним достанется текущим кредиторам компании. А теперь представим, что вероятность низкого спроса 60 %, а не 50 %. Тогда кредитору еще чаще достается доля прибыли: «налог» на инвестиции повышается, а акционеры еще меньше склонны инвестировать.

С повышением вероятности финансовых трудностей компании становится всё трудней инвестировать, но решение существует. В принципе, реструктуризация задолженности может позволить избежать неэффективности управленческих решений, если, например, произведен обмен долговых обязательств на акции и все заинтересованные оказались «в одной лодке» или достигнуто решение о существенной отсрочке платежей по задолженности и компания может действовать в краткосрочном периоде так, как действовала бы в отсутствие долга. Однако учитывая, что эти трудности возникают тогда, когда компания оказывается буквально на пороге банкротства, маловероятно, что держатели долговых обязательств захотят прислушиваться к руководству компании и его рассказам о новых инвестиционных возможностях.

Чтобы облегчить процесс последующей реструктуризации долгов, финансовому менеджеру следует сделать выбор в пользу: банков, а не выпуска облигаций; кредита от нескольких банков, а не крупного синдиката; банковских операций на условиях партнерства, а не с независимыми контрагентами; простой, а не сложной структуры займа (приоритетность, сроки исполнения обязательств, обеспечение и т. д.).

Альтернативным решением проблемы недоинвестирования может стать обеспеченное (приоритетное) долговое обязательство, за счет которого финансируется проект. Очевидное объяснение: поскольку новое долговое обязательство является приоритетным, выплаты по нему проводятся раньше, чем по текущим обязательствам, а значит, при реализации пессимистического

сценария держатели «старых» долговых обязательств пострадают не меньше, чем акционеры.

Обратимся к цифрам. Компания выпускает приоритетные долговые обязательства на \$10. Денежный поток компании аналогичен тому, что был в приведенном выше примере – опять же \$112 или \$22.

По новому приоритетному долговому обязательству будут выплачены \$10 независимо от реализовавшегося сценария – выплаты по нему производятся в первую очередь. По существующим обязательствам можно получить: \$102 или \$12. Стоимость существующего долга: $0,5 \times \$30 + 0,5 \times \$12 = \$21$ (помним, что ранее он стоил \$20).

По акциям можно получить в случае реализации оптимистичного сценария: $112 - 10 - 30 = \$72$, а при пессимистичном: $22 - 10 - 12 = \$0$, так что ожидаемая стоимость составит: $0,5 \times 72 + 0,5 \times 0 = \36 (помним, что ранее было \$35). Теперь держатели акций, очевидно, согласятся поучаствовать в проекте.

Еще одним, хотя и не бесспорным, вариантом решения проблемы является проектное финансирование. Можно вывести проект из текущего бизнеса, создав для его реализации отдельное юридическое лицо, и продавать акции и долговые обязательства новой компании, чтобы финансировать начальные инвестиции. Такой подход часто используется в связи с проектами, предполагающими инвестиции в физические активы и рассчитанными на ограниченный период времени (например, проекты, связанные с трубопроводами, электростанциями и другими объектами инфраструктуры).

Обратная ситуация – «переинвестирование» – также не редкое явление для менеджеров крупных компаний, переживающих финансовые трудности. Решение о выборе рискового, а не безопасного актива – это нечестное пари ($NPV < 0$), но акционеры, по сути, играют на деньги кредиторов.

Компании, испытывающие финансовые трудности, часто избирают чрезмерно рисковые стратегии и идут ва-банк. Кроме того, компании, как правило, затягивают с ликвидацией активов и слишком долго продолжают свою деятельность, ведь они уже потратили свои деньги и теперь тратят деньги кредиторов.

Когда актив по стоимости приближается к номиналу долговых обязательств, держатели акций получают неограниченные выгоды от роста при ограниченных убытках, как видно на рис. 3.

У держателей долговых обязательств, наоборот, возможности получения выгоды от роста ограничены, а потенциальные потери по кредиту очень велики. Так что у держателей акций и у держателей долговых обязательств очень разные позиции по отношению к риску в этой ситуации.

Для того чтобы не допустить злоупотреблений менеджмента в подобной ситуации, рекомендуется заключать соглашение о поддержании определенных уровней финансовых показателей. У держателей долга должно быть достаточно мощное право вето для предотвращения принятия неэффективных решений. Может показаться, что эти условия очень ограничивают, но на самом деле

они снижают ожидаемую стоимость использования долгового финансирования. По идее своей, они не должны ограничивать компанию в использовании эффективных инвестиционных возможностей.

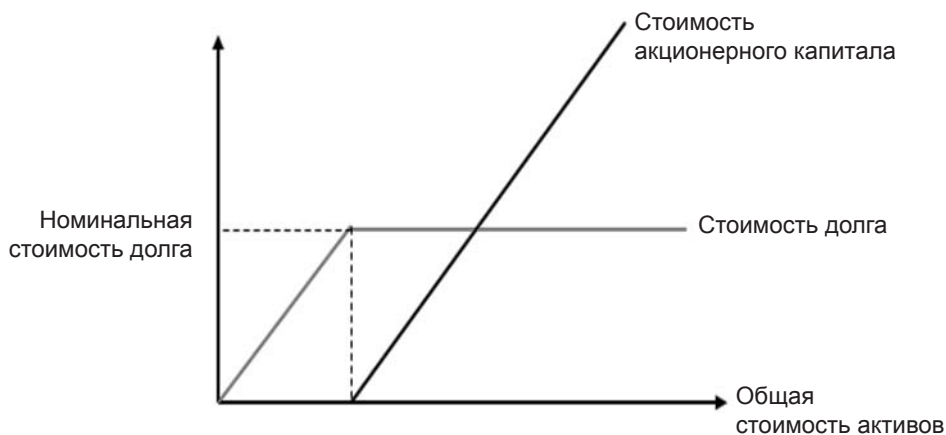


Рис. 3. Графическое объяснение феномена переложения риска

Примерами таких добровольных ограничений, делающих «долг» надежнее, а значит дешевле, могут быть ограничения на инвестиции в ценные бумаги, ограничения на продажи активов, ограничения на выплату дивидендов, запрет на выпуск долговых обязательств, приоритетных по отношению к текущему долгу, ограничение объема задолженности в будущем, ограничение корпоративных событий, например слияний/поглощений. Также возможно закрепление в условиях предоставления займа требования к платежеспособности, то есть привлечение финансирования на условиях, когда долг надлежит выплатить немедленно в случае снижения платежеспособности.

В целом тема несовпадения интересов в треугольнике «акционер – менеджер – кредитор» неисчерпаема и раскрыта более подробно в рекомендуемых литературных источниках.

Лекция 8. Распределение дохода и собственности на финансовых рынках

План лекции

1. Философия и политэкономия монетарной экономики.
2. Механизмы распределения доходов на финансовых рынках.
3. Дуализм денег и взаимоотношения между финансовыми агентами и финансовыми институтами.
4. Неразрешимость противоречий собственности, лежащих в основе монетарной экономики.

Учебно-методическое обеспечение лекции

Основные источники

1. Останин В. А. Собственность: противоречия присвоения (проблемы теории и методологии): монография. 2-е изд., доп. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2015.

2. Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / пер. с англ. Ю. Кантуревского, под ред. Т. Дробышевой, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2004.

3. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. Finances of a Holder and a Custodian of Financial Resources: Similarities and Differences // World Applied Sciences Journal 27 (11): 1473–1476. 2013.

4. Саркози Н. Выступление на симпозиуме «Новый мир, новый капитализм». Париж. 08.01.2009. URL: <http://www.gouvernement.fr/gouvernement/ouverture-du-cllogue-nouveau/monde-nouveau-capitalisme> (дата обращения 09.06.2016).

5. Останин В. А. Общая и частная экономическая политика государства: проблемы взаимоотношения и взаимообусловленности // Таможенная политика России на Дальнем Востоке. № 4(65). 2013.

6. Делёз Ж. Капитализм и шизофрения / Ж. Делёз, Ф. Гваттари; пер. с франц.; введение и послесл. Д. Кралечкина; науч. ред. В. Кузнецов. Екатеринбург: У. Фактория, 2008.

Дополнительные источники

1. Clarida R., Gali J. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. URL: <http://www.nyu.edu/econ/user/gertler/science.pdf> (дата обращения 09.06.2016).

2. Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence // *European Economic Review*. 1998. Vol. 42. № 6. P. 1033–1067.

3. Eric Mack. The Bitcoin Pizza Purchase That's Worth \$7 Million Today. URL: <http://www.forbes.com/sites/ericmack/2013/12/23/the-bitcoin-pizza-purchase-thats-worth-7-million-today> (дата обращения 09.06.2016).

4. Уолш Карл. Монетарная теория и монетарная политика / перев. с англ. К. В. Ивановой, М. Г. Карева, Ю. В. Набатовой, М. В. Павленко; под науч. ред. М. Г. Карева. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2014. 632 с.

5. Glukhov V. V., Lialina Z. I., Ostanin V. A. Meaning and Essence of Finance in Context of Internationalization of Economic Science in Russia // *World Applied Sciences Journal* 30 (11): 1537–1541. 2014.

6. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. E-Money and E-Finance as Economic Category // *Mediterranean Journal of Social Sciences*. 2015. Vol. 6. № 6. P. 448–454.

7. Savvides S. The Monetary Sector and Monetary Policy in Cyprus: A Monetary Econometric Model. URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=7458520> (дата обращения 09.06.2016).

8. Social Function of Small Business Taxes in Russia / V. V. Glukhov, E. V. Glukhov, Z. I. Lialina, V. A. Ostanin, Y. V. Rozhkov // *Asian Social Science*. Vol. 11. №. 19. 2015.

9. Glukhov V., Lialina Z., Ostanin V. Theoretical Basic Concepts of Interaction of Money and Finances // *Middle-East Journal of Scientific Research* 17 (1): 06–10. 2013.

10. Глухов В. В., Лялина Ж. И. Останин В. А. Противоречия финансов. История и современное состояние: монография. Владивосток: ДВГУ, 2003.

11. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. Н. Н. Любимова. М.: Гелиос АРВ, 2015.

12. Кругман П. Выход из кризиса есть! / пер. с англ. Ю. Гольдберга. М.: Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013. 320 с.

13. Основы теории и методологии финансов: учеб. пособие / В. В. Глухов, В. А. Останин, Н. П. Приступ, Ю. В. Рожков; под общ. ред. В. А. Останина. Владивосток: Изд-во Дальневосточного федерального университета, 2014. 140 с.

14. Останин В. А., Рожков Ю. В., Глухов В. В. Концепт понятия «финансы»: проблемы метода познания // *Финансы и кредит*. 2011. № 22 (454).

15. Останин В. А. Философия присвоения: монография / науч. ред. Ю. В. Рожков. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2011. 300 с.

Понятие дохода, прибыли, производительного труда в обществе продолжает оставаться наиболее дискуссионной проблемой экономической теории. Существует общепринятое определение труда как целеполагающей деятельности человека по производству им условий своего собственного существования. Такое определение схватывает существо рассматриваемого вопроса. Во всех сферах своей деятельности человек опосредует связь с природой, формируя некоторую социальную и биологическую целостность мира материального и духовного бытия индивида. Сами же потребности его собственного бытия есть внешнее выражение противоречия его существования в объективном для него мире.

И человек своим существованием противостоит этому миру. Вместе с тем он не является его частью, пусть даже существенной, главной. Он является моментом бытия этого диалектического предметного существования. Можно утверждать, что его собственная жизнь есть форма «существования» или осуществления этого противоречия.

Результатом его внешнего противопоставления материально-вещественному и духовному миру стало то, что человек производит блага, которые также могут быть выражены как в материальной, так и в идеальной формах, а также в формах общественного устройства, создаваемых им социальных, культурных, правовых, экономических институтах. Всю эту совокупность благ, которые имеют ценность для самого человека и сообщества, можно уже охарактеризовать как условия расширенного воспроизводства самого человека.

Эта совокупность приобретает, таким образом, признаки блага экономического, социального, культурного, духовного. Следовательно, если рассматривать производство вне его социально-политических атрибутов, то этот труд, деятельность по воспроизводству условий человеческого общего жития можно полагать трудом, деятельностью производительной. Это определение производительного труда, производительной деятельности есть понятие родовое (*genus proximum*), которое следует не отрицать и не выбрасывать из политэкономического анализа, а пытаться найти его специфические признаки, особенности для конкретной социально-экономической, политической среды, применительно к которой осуществляется анализ категории «производительный труд».

В условиях товарно-денежных отношений труд приобретал признаки производительного труда окольно, производя одновременно стоимость произведенного материального или духовного блага. Эти формы богатства, принимали форму товара как блага, произведенного уже не для себя, а для обмена на иные блага. Развитый рынок подменяет цели производства материальных и духовных благ, условий бытия человека на производство стоимости этих благ, которые будучи выраженными в деньгах, начинают замещать, представлять, в конечном счете модифицировать весь процесс воспроизводства условий бытия человека.

Можно утверждать, что факторы, которые служили средством обмена, сохранения богатства, начали становиться конечной целью производства вообще. В настоящее время производство стоимости прибавочного продукта, что принимает форму прибыли, есть конечная цель любого коммерческого предприятия.

Поэтому теория прибавочной стоимости К. Маркса не была теоретически опровергнута. Она продолжает отражать существенную долю истинности современных капиталистических отношений в России и мире. Опровергнуть, придать забвению совсем не означает доказать ее теоретическую несостоятельность.

Однако специфически производительный труд, по К. Марксу, который способен производить прибавочную стоимость, является таковым потому, что создает ценности для воспроизводства человеческой жизни. Поэтому К. Маркс уже противоречит самой теории производительного труда, оставляя за рамками понятие производительного труда и производства вообще.

Далеко не случайно то, что вся финансовая деятельность, собственно современная монетарная экономика, не создает ценности, или стоимости, по К. Марксу. В этой сфере происходит только перераспределение стоимости и вновь созданной стоимости в соответствии с игрой рыночных сил, разрешая частично противоречия двойственного характера труда. Современная экономика уже мало напоминает ту экономику, которую описывал К. Маркс в своем «Капитале».

Распределение дохода и прав собственности на реальное богатство приобрело самые причудливые и изощренные формы. Но сама суть соотношения непосредственного и опосредованного, или окольного, в самом производстве своей природы не утратила. Наше возражение сводится к тезису о том, что как непосредственное, так и окольное в воспроизводстве человеческой жизни есть производительное вообще. Следовательно, та сфера окольного производства, что собственно составляет предмет монетарной экономики, должна быть отнесена к сфере производительного труда. Проблема заключается в том, чтобы доказать, что создаваемые блага, ценности продукта монетарной экономики обладают стоимостью, могут быть выражены в денежной форме, т. е. могут быть выражены в ценах.

Следует согласиться с тем положением, что движение материальных ценностей в товарной форме опосредовано движением их стоимостных форм, которые выражены в деньгах. Монетарная экономика обеспечивает создание, формирование инструментов, механизмов, которые опосредуют это движение, перемещение, сохранение, передачу, страхование, распыление, агрегирование и т. д. Эти финансовые инструменты опосредуют права собственности на материальные активы, права на кредиты, права получения актива, в том числе в форме самих денег, валюты, права требования, права на доход в виде процента, права на ренту, пенсию и т. д. Современную монетарную экономику

следует принимать как реальность, развитость которой отличает современный цивилизованный мир от мира прошлых уже забытых экономических эпох.

В бывшем СССР отсутствовала монетарная экономика в том виде, в котором она представлена сейчас в России. Производительным трудом признавался труд, создающий материальные блага. В этой концепции из производительного труда исключались те виды труда, которые были связаны с оказанием услуг, в том числе услуг в финансово-кредитной сфере, не говоря уже об услугах в сфере воспроизводства духовных потребностей и условий их удовлетворения. О стоимости создания финансовых активов речь не шла¹.

Признание факта существования монетарной экономики как важной сферы современной рыночной экономики совсем не означает, что следует принимать как истинные и необходимые формы функционирования фондового, валютного и иных финансово-кредитного рынков. Современный финансовый рынок выявляет свои противоречия, которые разрешаются в ходе финансовых кризисов и ликвидации их последствий. Критикуя недостатки финансового рынка и монетарной экономики не следует отрицать то, что эта сфера воспроизводства вообще превратилась из возможности в действительность, чем и доказала свою жизненность. Протесты 2011 г. в Испании и позже в Нью-Йорке выражали недовольство против несправедливости в деятельности монетарных институтов, которые допускали распределение громадных доходов в пользу богатых «олигархов бизнеса»².

Можно утверждать, что наиболее серьезной проблемой современной монетарной экономики является реализуемая стратегия громадного перераспределения дохода в пользу участников финансовых процессов. Эта сфера получила свое относительно независимое существование как система, которая стала реализовывать доминирование над сферой материального и духовного производства благ в обществе. Разрешение этой глобальной проблемы монетарной экономики видится, например, в демократизации отношений в монетарной экономике, посредством улучшения функционирования финансовых рынков в интересах всех людей. При этом, как отмечает Р. Шиллер, нельзя не признать, что незаконная деятельность высших представителей мирового финансового менеджмента была одной из причин финансового краха 2011 г. Однако существовало и несколько более фундаментальных причин³.

Как показал финансовый кризис (2008–2011 гг.), в монетарной экономике, а точнее в ее самой волатильной части – на фондовых рынках, сложилась ситуация погони за доходностью с одновременным воспроизводством рисков

¹ Останин В.А. Собственность: противоречия присвоения (проблемы теории и методологии): монография. 2-е изд., доп. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2015.

² Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / пер. с англ. Ю. Кантуревского; под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2004.

³ Там же.

на рынке субстандартных ипотечных бумаг. В сфере монетарной экономики были разработаны и эмитированы финансовые инновации, напрямую связанные с субстандартными кредитами, которые и были признаны «виновными» в финансовом кризисе. Однако сам кризис субстандартных ипотечных кредитов выполнил роль спускового крючка, став только первым шагом к последующей финансовой катастрофе. Погоня за доходами с одновременным воспроизводством рисков в конечном счете обрушила цены на недвижимость, далее упала залоговая стоимость, банки стали требовать увеличения залога, что заемщики сделать уже не смогли. Наступил крах финансовых институтов не только на родине финансового кризиса в США, но и во всем мире.

Тем не менее ошибки, которые были допущены в предкризисный период, не дают основания для вывода о том, что причины несчастий, которые обрушились на население, следует видеть в монетарной экономике, наконец, в финансах, фондовых рынках и иных финансовых инструментах и механизмах. Ошибки, которые были допущены в функционировании монетарной экономики, связаны, скорее, с недостатками регулирования финансового рынка, неполным пониманием сути и последствий принимаемых решений. Возникает парадоксальная ситуация. Финансы, без которых были бы невозможны современные достижения науки и техники, рост благосостояния основной массы людей, способны одновременно генерировать риски, которые способны погубить всю систему в результате социальных бунтов и революций.

Монетарная экономика как сфера производства добавленной стоимости, сфера распределения стоимости и риска, сфера, в которой, собственно, реализуются функции финансов, наконец, сами финансы «при всех своих изъянах и перегибах представляют собой силу, потенциально способную оказать нам помощь в создании лучшего, более процветающего и более равного общества. В действительности, финансы сыграли центральную роль в подъеме современных процветающих рыночных экономик – без них был бы невозможен сам этот процесс... финансы остаются важнейшим социальным институтом, необходимым для управления рисками, с которыми сталкивается общество в процессе преобразования творческих импульсов в жизненно важные товары и услуги: от усовершенствования хирургических операций до передовых производственных технологий, сложных научно-технических предприятий и государственных систем государственной помощи.

С позиции общества взаимоотношения между финансовыми институтами и отдельными людьми имеют фундаментальный характер»⁴ (выдел. авт.). Социально-продуктовые инновации, которые реализуются в сфере монетарной экономики, позволяют добиваться более быстрого перераспределения дохода, собственности и рисков как в собственно в финансовой системе,

⁴ Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / пер. с англ. Ю. Кантуревского; под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2004.

так и в реальной экономике. Это становится возможным благодаря современным достижениям в области информационных технологий, позволяющим в определенной степени сделать рядового гражданина непосредственным участником и агентом монетарной экономики. Тем самым монетарная экономика как бы расширяется по своему периметру, доходя до конкретного человека и давая ему возможность непосредственно либо опосредованно, пользуясь услугами финансовых посредников, быть как сберегателем в последней инстанции, так и кредитором первой инстанции. Здесь следует понимать, что конечным и истинным собственником богатства являются люди. Все иные представители кредитно-финансовых институтов и само государство – не более чем представители, которые от имени граждан призваны осуществлять возложенные на них уставами или конституцией функции⁵.

Эта тенденция проявилась в расширении масштабов финансового рынка. Последний расширялся экстенсивно, привлекая всё большее количество людей в процессы перераспределения собственности, финансовых активов и рисков, обеспечивая большую доступность и прозрачность самой монетарной экономики. Если же речь идет о внедрении новых, более продвинутых финансовых продуктов, что превращает современную монетарную экономику в высокоинновационную сферу человеческой деятельности, то в этом случае речь уже идет об интенсивном развитии, когда система развивается внутри, извлекая ранее неизвестные человеку возможности.

Это проявляется в разработке и извлечении дополнительного ценностного блага, которые в конечном счете могут снизить риски, обеспечить большую степень социальных гарантий, через новые формы договоров страхования, полисов от наступления всевозможного рода случайных нежелательных событий. Человек, который переживает большую защищенность от рисков, становится более уверенным в своих поступках, способен в большей степени реализовывать себя как предприниматель. Наконец, современная монетарная экономика вполне способна при грамотном применении финансовых инструментов и механизмов обеспечить большую потенциальную возможность доступа к финансовым ресурсам. Это позволит людям, которые скорее склонны реализовывать свои предпринимательские способности, обеспечивать себя предпринимательским доходом, сокращая тем самым распространение «чумы» социально-экономического неравенства, ибо последнее способно взорвать всю социально-политическую систему, породив очередную волну бедствий и катастроф, которые наступают в процессе революций.

Доступ к финансовым ресурсам позволит частично разрешить основное противоречие капитализма – противоречие всеобщего обобществления

⁵ Glukhov V.V., Ostanin V.A., Rozhkov Y.V. Finances of a Holder and a Custodian of Financial Resources: Similarities and Differences // World Applied Sciences Journal 27 (11): 1473–1476. 2013.

средств производства и частнокапиталистических форм присвоения дохода. Финансы разрешают это противоречие тем образом, что способны разрушать монополию собственности на средства производства, по крайней мере для тех людей, которые обладают предпринимательскими способностями, обеспечив им возможность доступа к капиталу на финансовых рынках⁶.

Монетарная экономика дает возможность получить доступ к капиталу, а следовательно, создать материальные предпосылки для справедливого участия в производстве дохода и его распределении и присвоении. Те проблемы, которые имеют место в части получения доступа к капиталу, большой разброс в процентных ставках в разных регионах, недостаточная грамотность потенциальных заемщиков, желающих открыть свое дело, есть проблемы монетарной экономики практически во всех странах. Есть большие основания для суждения о том, что проблемы монетарной экономики не в самой монетарной экономике, а в ключевых игроках на финансовых рынках. Выход из создавшихся проблем лежит не в плоскости сжатия финансового рынка, а в плоскости демократизации самого финансового рынка, его гуманизации и придания ему признаков доступности широких масс.

Можно перефразировать известное древнегреческое изречение и заявить: «монетарная экономика имеет значение». Необходимо, чтобы монетарная экономика функционировала на эгалитарных основаниях, на принципах понимания и уважения прав друг друга, понимания и уважения потребностей каждого гражданина на справедливое распределение дохода, прав собственности на богатство. При этом перед монетарной экономикой не могут ставиться задачи изъятия собственности у одних и передача ее другим людям. В данном случае речь о более справедливом перераспределении вновь создаваемого богатства и дохода, превращении самой монетарной экономики в институт большей социализации общества в границах формирующегося финансового капитализма.

Монетарная экономика приобретает доминирующую функцию над промышленным капитализмом, благодаря ей обретает второе дыхание система капитализма вообще.

Сама же оценка современной системы перераспределения дохода, собственности и рисков приобретает противоречивый характер, вплоть до полного отрицания системы и признания монетарной экономики порочной системой финансового капитализма. Так, президент Франции на симпозиуме «Новый мир, новый капитализм» заявил: «Чистый финансовый капитализм извратил логику капитализма. Финансовый капитализм – это система

⁶ Останин В.А. Собственность: противоречия присвоения (проблемы теории и методологии): монография. 2-е изд., доп. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2015; Останин В.А. Философия присвоения: монография. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2012.

безответственности, и он... аморален. Он представляет собой систему, в которой всё, что бы ни происходило, оправдывается логикой рынка»⁷.

Данное утверждение лишено логики в той части, что ошибки использования возможностей монетарной экономики переносятся на всю систему. Речь должна вестись не об ограничении и вытеснении инструментов монетарной экономики, ее инновационных возможностей, а об этической и социально ориентированной модели экономического поведения агентов финансового рынка.

В мировой истории существует достаточное количество примеров как концентрации собственности в руках небольшой группы лиц, так и ее распределения. Первобытно-общинный способ предполагал совместное пользование факторами производства человека, условиями его жизнеобитания. В дальнейшем собственность начинала концентрироваться вокруг монархов и их окружения. Нарастающие противоречия между производительными силами и производственными отношениями есть основное противоречие любого способа производства.

Когда противоречия собственности обострились, взрывалась прежняя система господствующего способа производства, наступала пора перераспределения собственности на средства производства в пользу основной массы граждан. Но так как отношения равенства также несли в себе противоречия, которые проявлялись в замедлении темпов роста производства, утрате стимулов к расширенному воспроизводству, то на определенном этапе происходил возврат к частнокапиталистической форме производства и присвоению производимого продукта и дохода.

Эти периоды перехода, в которые происходило разрушение ранее господствующих отношений собственности, осуществлялись в форме революционных преобразований. Здесь не только замещался один способ производства другим, но осуществлялась смена политического устройства всего общества, это приводило к национальным трагедиям, гражданским войнам, разрушениям ранее господствовавших укладов. Достаточно вспомнить события октября 1917 года. Изъятие собственности происходило путем насилия по отношению к господствующему классу собственников.

Отчуждение собственности может происходить и в формах более «мягких», не связанных с применением насилия, но для этого должны быть сформированы соответствующие материальные, инфраструктурные, теоретические предпосылки. Как нам представляется, одной из таких решающих предпосылок явилась уже в основном сформировавшаяся в России к переходному периоду начала 90-х гг. монетарная экономика. Была разрушена монополия Госбанка СССР, стало фактом разрушение политической системы

⁷ Саркози Н. Выступление на симпозиуме «Новый мир, новый капитализм». Париж. 08.01.2009. URL: <http://www.gouvernement.fr/gouvernement/ouverture-duclogue-nouveau-monde-nouveau-capitalisme>.

с ее руководящей и направляющей коммунистической партией, формировалась система частных коммерческих банков, возникали товарные и фондовые биржи, был создан фондовый рынок, на котором стали обращаться ценные бумаги, эмитированные как государственными институтами, так и частными предприятиями. Через систему залоговых аукционов была осуществлена приватизация активов государственной собственности, т.е. распыление, распределение собственности. Однако это распределение собственности произошло не среди всех граждан, а среди небольшой приближенной к правительству и президенту, в частности Б. Ельцину, группы лиц. Последние стали основой для формирования, становления и укрепления олигархата. Этот процесс может быть охарактеризован как распределение собственности в результате «мягкой» формы реформаторских капиталистических преобразований.

Слом отношений собственности, который сейчас называют реформаторством, по своей сути есть коренная ломка отношений собственности, которая объективно позволила сформировать принципиально новую политическую систему в российском обществе. Однако россияне при всех издержках переходного периода (обнищание широких масс, потеря собственности на вклады в сберегательном банке, всеобщая криминализация экономики, сращивание криминалитета и политической власти) все-таки избежали того кровопролития, которое имело место на предшествующем этапе перераспределения собственности. Это стало возможным благодаря сложившейся монетарной экономике, которая создала инструменты и механизмы подобного изъятия собственности, осуществив тем самым процессы перераспределения в российском обществе. Сложилась и адекватная этим производственным отношениям система присвоения дохода и адекватная политическая система, которая стала выражать интересы олигархата.

Однако проблемы собственности объективно несли в себе противоречия, которые стали приобретать угрожающие для этой системы формы и размеры. Это проявилось в том, что обострилось социально-экономическое неравенство в российском обществе. Сложившаяся в обществе система распределения и присвоения дохода внутри самой монетарной экономики оказалась неспособной предложить некий код экономического и социального поведения, который бы покрывал всё социально-экономическое поле. Несколько перефразируя Ж. Делёза, можно заметить, что монетарная экономика позволила раскодировать потоки, т.е. монетарная экономика позволила наиболее безболезненно для населения создать среду, в которой подобное раскодирование потоков было осуществлено. «Поток владений, которые продаются, денежный поток, который течет, потоки производства и средств производства, которые подготавливаются в тени, поток трудящихся, которые детерриторируются, – понадобится встреча всех этих раскодированных потоков, их конъюнкция, их реакция друг на друга, случайность этой встречи, этой конъюнкции, этой реакции, которые осуществляются один только раз, чтобы родился капитализм, чтобы

старая система приняла на этот раз свою смерть извне и в тоже самое время родилась новая жизнь, а желание получило новое имя»⁸.

Эффективность инструментов и механизмов монетарной экономики многократно усиливается в условиях наступившей глобализации, так как она усиливает процесс раскодирования и формирует процессы разрушения традиционных государств. Монетарная экономика формирует тенденции детерриторизации богатства, когда национальные ресурсы Сибири правительством США начинают объявляться достоянием мирового сообщества, в то время как гегемоном в этом процессе являются всё те же США. Инструментами и механизмами монетарной экономики в раскодировании потоков производства становятся инструменты и механизмы финансового капитала, общественных займов. Происходит «раскодирование средств производства посредством образования промышленного капитала и т.д. Это больше не эра жестокости и не эра террора, это эра цинизма, который сопровождается странным благочестием (две эти составляющие образуют гуманизм: цинизм – это физическая имманентность общественного поля, а благочестие – это поддержка спиритуализированного *Urstaat*). Цинизм – это капитал как средство извлекать добавочный труд, а благочестие – это тот же самый капитал как капитал-Бог, из которого, как кажется, проистекают все трудовые силы). Эта эпоха цинизма является эпохой накопления капитала, именно она требует времени на раскодирование»⁹.

Для монетарной экономики характерно то, что капитал становится капиталом происхождения, когда деньги порождают деньги, стоимость – прибавочную стоимость, «прогрессивную стоимость, деньги, всё равно растущие и дающие дополнительные побег, деньги как капитал... Стоимость представляется внезапно как субстанция,двигающая саму себя, субстанция, для которой товар и деньги являются лишь чистыми формами. Не одни и те же деньги поступают в карман наемного работника и записываются на баланс предприятия. В одном случае – это бессильные денежные знаки меновой стоимости, поток платежных средств, относящихся к продуктам потребления и к потребительским стоимостям, дву-однозначное отношение между деньгами и навязанным веером продуктов (на что я имею право, что мне причитается, следовательно, это для меня...); в другом случае – это знаки могущества капитала, потоки финансирования, система дифференциальных коэффициентов производства, которая свидетельствует о перспективной силе или о долгосрочной оценке, нереализуемой *hic et nunc* (лат. – здесь и сейчас), функционирующей в качестве аксиоматики абстрактных количеств. В одном случае деньги представляют возможный срез-выборку на потоке потребления;

⁸ Делёз Ж. Капитализм и шизофрения / Ж. Делёз, Ф. Гваттари; пер. с франц.; введение и послесл. Д. Кралечкина; науч. ред. В. Кузнецов. Екатеринбург: У. Фактория, 2008. С. 353.

⁹ Там же. С. 356.

в другом случае – возможность среза-выборки и повторной артикуляции экономических цепочек в том направлении, в каком потоки производства присваиваются в дизъюнкциях капитала. Банковский кредит выполняет демонетизацию или же дематериализацию денег, он покоится на обороте векселей, а не на обороте денег. Можно говорить о глубоком сокрытии дуальности двух форм денег – платежа и финансирования»¹⁰.

Негативная сторона сформировавшейся монетарной экономики усматривается в том, что безудержная либерализация экономической жизни стала оборотной стороной ослабления государственной власти в области регулирования распределения собственности на доходы и собственности на факторы производства. Это привело к появлению чрезвычайно богатых людей, чья цель – уже не только приумножать свое богатство, но и удержать и увеличить свою власть. Монетарная экономика располагает финансовыми инструментами, воплощение в жизнь которых позволило бы добиваться более справедливого распределения доходов, собственности и рисков. Однако следует одновременно понимать, что это не проблема монетарной экономики, а проблема политики, власти. О глубине этой проблемы свидетельствует тот факт, что 0,01 % граждан представляет собой слой сверхбогатых лиц, которые сосредоточили в своих руках богатство и которые собственно формируют основные пропорции производства, распределения и потребления мирового продукта. У сверхбогатых людей в монетарной экономике доходы и богатства формируются не зарплатами, а доходом с капитала. Здесь деньги как капитал делают деньги, образуя своего рода замкнутый круг, формируя положительные обратные связи и разгоняя тем самым мировую экономику, прогрессивно обогащая перераспределением доходов эту прослойку лиц, которые составляют условные 0,01 % населения.

¹⁰ Делёз Ж. Капитализм и шизофрения / Ж. Делёз, Ф. Гваттари; пер. с франц.; введение и послесл. Д. Кралечкина; науч. ред. В. Кузнецов. Екатеринбург: У. Фактория, 2008. С. 358, 359, 362.

Вопросы для самоподготовки

Лекция 1

1. Раскрыть историческую неизбежность формирования рынка деривативов в капиталистической экономике.
2. Охарактеризовать общие родовые черты деривативов.
3. Оценить влияние деривативного рынка на состояние финансовой системы России.
4. Выделить специфические черты российского рынка деривативов.
5. Объяснить принципы формирования формул вариационной маржи и гарантийного обеспечения деривативов.
6. Объяснить взаимосвязь всех формул расчетов по деривативам через паритет опционов.

Лекция 2

1. Оценить вызовы, стоящие перед российским финансовым рынком.
2. Определить четыре стратегические направления реформы отечественного финансового рынка.
3. Разделить цели реформы на текущие и «загоризонтные».
4. Определить неразрешимые монетарные противоречия российского финансового рынка.
5. Выделить экзогенные и эндогенные монетарные риски отечественной экономики.

Лекция 3

1. Дать свое определения понятию «международный финансовый центр».
2. Объяснить, как связаны вопросы распределения капитала и собственности в рамках МФЦ.
3. Перечислить нормативные акты, способствующие созданию МФЦ в РФ.
4. Объяснить причины того, что отечественный вариант МФЦ пока не реализован в полной мере.
5. Объяснить механизмы воздействия МФЦ на экономику российских регионов.
6. Определить специфическую роль российского МФЦ в международном разделении труда.

Лекция 4

1. Дать научное определение понятиям «биржевая паника», «мыльный пузырь» и близким по значению терминам с указанием нюансов, позволяющих изобразить их на «кругах Эйлера».

2. Определить общие (неспецифические) причины формирования циклов «перекупленность-перепроданность» в мировой и российской экономике в 2007–2009 и 2014–2016 гг.

3. Определить специфические причины формирования циклов «перекупленность-перепроданность» в российской экономике в 2007–2009 и 2014–2016 гг.

4. Охарактеризовать немонетарные причины возникновения биржевых кризисов.

5. Объяснить цикличность кризисов в монетарной экономике.

6. Предложить пути стабилизации российской монетарной экономики.

Лекция 5

1. Объяснить механизмы перераспределения прав собственности в монетарной экономике.

2. Определить каналы присвоения и распределения предпринимательского и иного дохода в современной монетарной экономике.

3. Обосновать связь между постиндустриальным экономическим укладом и современной монетарной экономикой.

4. Предложить механизмы, способствующие формированию более равномерного распределения доходов в современной монетарной экономике.

5. Объяснить причины условности прав собственности в условиях развитого финансового рынка.

Лекция 6

1. Объяснить, в чем состоит специфическая функция финансовых санкций в рамках применения международных экономических санкций.

2. Обосновать принципиальную невозможность достижения эффективного санкционного режима в условиях современного состояния международного финансового рынка.

3. Предложить пути противодействия санкционному режиму, минимизирующие негативные эффекты для национальной экономики.

4. Предложить механизм рекурсивного взаимодействия между циклическим экономическим кризисом и кризисом, вызванным санкциями.

5. Дать прогноз относительно формирования большей или меньшей устойчивости национального рынка к санкционным действиям после появления российского МФЦ.

Лекция 7

1. Охарактеризовать эволюцию взглядов на оптимальный уровень левериджа.

2. Объяснить, как распыление собственности на капитал лишает собственников капитала реальных механизмов контроля.

3. Предположить, как факторы, деформирующие принятие финансовых решений, изменят позицию топ-менеджеров корпорации в случаях NPV-положительных и NPV-негативных проектов.

4. Построить иерархическую пирамиду источников привлечения капитала корпорацией.

5. Предложить механизмы синхронизации интересов менеджмента и акционеров корпорации.

Лекция 8

1. Определить специфические механизмы распределения дохода и собственности на финансовых рынках.

2. Показать взаимосвязь между производством ресурсов и ростом капитализации экономического агента.

3. Объяснить в политэкономической парадигме монетарной экономики процесс формирования экономическим своим овеществленного капитала.

4. Раскрыть диалектические противоречия монетарной экономики.

5. Объяснить, как стремление к персональному обогащению приводит к накоплению общественного богатства и какие сбои системы при этом возможны.

Глоссарий

Банковские ресурсы – совокупность средств, находящихся в распоряжении банка и используемых им для кредитных и других активных операций. Банковские ресурсы состоят из собственных и привлеченных средств.

Вариационная маржа – сумма платежа, который клиринговый центр проводит в пользу одного из участников фьючерсной сделки за счет другого участника.

Государственная экономическая политика – генеральная линия действий и совокупность мер, проводимых правительством от лица государства в области производства, распределения, обмена, потребления, накопления, экспорта, импорта экономического продукта в стране.

Демократизация института монетарной экономики – процесс развития доступа к рынкам капиталов и рисков, связанный с расщеплением экономических выгод в процессе функционирования современной экономики.

Деривативы – производные финансовые инструменты рынка срочных сделок, закрепляющие специфические права, реализация которых возможна при наступлении некоторых обстоятельств в течение ограниченного периода времени.

Длинный хедж – открытие позиции на покупку. На рынке фьючерсных контрактов используется для страхования от будущего повышения спот-цены базового актива (текущей цены рынка).

Долговой кризис – процесс снижения фундаментальной стоимости долговых обязательств при росте их номинальной стоимости в процессе перекредитования.

Короткий хедж – открытие позиции на продажу. На рынке фьючерсных контрактов используется для страхования от будущего падения спот-цены базового актива.

Леверидж – превышение объема финансовых ресурсов в распоряжении корпорации над уровнем, обеспеченным собственным капиталом и иными источниками собственных средств.

Ликвидность монетарных активов – возможность актива быть проданным или приобретенным без значительного дисконта в течение ограниченного времени на рыночных условиях.

Ликвидность рынка монетарных активов – отношение объема «открытого интереса» к обороту торговли финансовыми инструментами в определенный период времени.

Монетарная политика – инструмент, при помощи которого правительства стараются воздействовать на макроэкономические условия, увеличивая или уменьшая денежную массу, стоимость финансовых ресурсов и доступность капитала.

Монетарная экономика – область экономического пространства-времени, охватывающая рынки капитала как фактора производства и рынки рисков.

Монетарные спекуляции – процесс принятия на себя финансовых рисков с целью получения прибыли от изменения, в том числе необоснованного фундаментальными факторами, курсовой стоимости ценных бумаг, деривативов, валют и/или иных превращенных форм капитала.

Монетарные факторы – причины реализации явлений, в особенности кризисных, связанные с дисбалансами на рынках капиталов или рынках рисков.

Немонетарные факторы – причины реализации явлений, в особенности кризисных, связанные с дисбалансами в национальной экономике или государственной экономической политике, которые реализуются в рамках «реального» сектора экономики.

Опционный контракт – предоставляет держателю право, но не обязанность принять или осуществить поставку базового актива.

«Пузыри» монетарной экономики – самоусиливающийся процесс отклонения рыночной стоимости активов от ее фундаментально обоснованного уровня.

Распыление собственности – процесс диссипации контроля над капиталом как фактором производства в процессе создания корпораций.

Саморегулирование монетарной экономики – процесс формирования «справедливых» цен на финансовые активы в результате конкуренции продавцов и покупателей сглаживающий последствия вмешательства регуляторов и инсайдеров.

Социальные эпидемии в монетарной сфере – процесс рефлексивного взаимодействия между изменением рыночной конъюнктуры и изменением рациональных ожиданий участников рынка.

Спекулятивное поведение – диалектическое противоречие между рациональностью индивида, в частности менеджера и/или инвестора, и интересами повышения капитализации компании или максимизации общественного блага.

Финансовый капитал – та часть глобальных финансовых ресурсов, которая материализована в качестве капитала, обращающегося на финансовых рынках.

Библиографический список

1. Бауман З. Идет ли богатство немногих на пользу всем прочим? / пер. с англ. Н. Эдельмана. М.: Изд-во Института Гайдара, 2015.
2. Глухов В. В. Противоречия финансов. История и современное состояние: монография / В. В. Глухов, Ж. И. Лялина, В. А. Останин. Владивосток: ДВГУ, 2003.
3. Годовая книга ICISA 2014–2015. URL: [http://mercury.cs135.remotion.nl/websites/ICISA_2010/files_content/ICISA%20Yearbook%202014-2015%20\(digital\)%20\(28OCT14\).pdf](http://mercury.cs135.remotion.nl/websites/ICISA_2010/files_content/ICISA%20Yearbook%202014-2015%20(digital)%20(28OCT14).pdf) (дата обращения 09.06.2016).
4. График погашения внешнего долга Российской Федерации по состоянию на 1 июля 2014 года: основной долг. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/schedule_debt.htm&pid=svs&sid=vd_GVD (дата обращения 09.06.2016).
5. График предстоящих выплат по внешнему долгу Российской Федерации по состоянию на 1 июля 2014 года: проценты. URL: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/schedule_int.htm&pid=svs&sid=vd_Gppv (дата обращения 09.06.2016).
6. Данные с официального сайта Московской биржи URL: <http://moex.com/n10436/?nt=120> (дата обращения 09.06.2016).
7. Делёз Ж. Капитализм и шизофрения / Ж. Делёз, Ф. Гваттари; пер. с франц.; введение и послесл. Д. Кралечкина; науч. ред. В. Кузнецов. Екатеринбург: У-Фактория, 2008.
8. Информация о социально-экономическом положении России в январе-сентябре 2014 года. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2014/info/info09.rar (дата обращения 09.06.2016).
9. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. Н. Н. Любимова. М.: Гелиос АРВ, 2015.
10. Кривелевич М. Е. Интеграция российского фондового рынка в АТР // Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право. 2012. № 2 (26). С. 59–67.
11. Кривелевич М. Е. Монетарная экономика. Ч. 1. Финансовые рынки и финансовые риски: учеб. пособие / М. Е. Кривелевич, В. А. Останин. Владивосток, 2015. 152 с.
12. Кривелевич М. Е. Первые итоги воздействия иностранных санкций на российскую экономику // Экономика и предпринимательство. 2015. № 10-2 (63-2). С. 76–80.
13. Кривелевич М. Е. Потенциальная роль российского финансового рынка в макрорегионе АТР / М. Е. Кривелевич, А. А. Шепарев // Государственный аудит. Право. Экономика. 2012. № 2. С. 47–54.

14. Кривелевич М. Е. Финансовая трансформация в АТР: разработка вариантов российского участия / М. Е. Кривелевич, В. А. Лазарев // Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право. № 1 (30). 2014. С. 8–17.
15. Кругман П. Выход из кризиса есть! / пер. с англ. Ю. Гольдберга. М.: Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013. 320 с.
16. Кудрин А. Л. Влияние доходов от экспорта нефтегазовых ресурсов на денежно-кредитную политику России // Вопросы экономики. № 3. 2013. С. 4–9.
17. Минакир П. А. Санкции: политическая риторика и экономические шоки // Пространственная экономика. 2014. № 3. С. 7–11.
18. Московская Биржа объявляет финансовые результаты по итогам второго квартала 2014 года. URL: <http://moex.com/n6116/?nt=106> (дата обращения 09.06.2016).
19. Московская Биржа объявляет финансовые результаты по итогам первого квартала 2014 года. URL: <http://moex.com/n5539/?nt=106> (дата обращения 09.06.2016).
20. Основы теории и методологии финансов: учеб. пособие / В. В. Глухов, В. А. Останин, Н. П. Приступ, Ю. В. Рожков; под общ. ред. В. А. Останина. Владивосток: Изд-во Дальневосточного федерального университета, 2014. 140 с.
21. Останин В. А. Концепт понятия «финансы»: проблемы метода познания / В. А. Останин, Ю. В. Рожков, В. В. Глухов // Финансы и кредит. 2011. № 22 (454).
22. Останин В. А. Общая и частная экономическая политика государства: проблемы взаимоотношения и взаимообусловленности // Таможенная политика России на Дальнем Востоке. № 4(65). 2013.
23. Останин В. А. Собственность: противоречия присвоения (проблемы теории и методологии): монография. 2-е изд., доп. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2015.
24. Останин В. А. Философия присвоения: монография / науч. ред. Ю. В. Рожков. Владивосток: РИО Владивостокского филиала Российской таможенной академии, 2011. 300 с.
25. План мероприятий (Дорожная карта) «Создание международного финансового центра и улучшение инвестиционного климата в Российской Федерации». URL: <http://cbr.ru/finmarkets/files/development/map.pdf> (дата обращения 09.06.2016).
26. Прибыль и убыток организаций по основным видам деятельности в январе–августе 2014 года. URL: http://habstat.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_ts/habstat/resources/9c73128045d3136b8c35cee75978d42e/Pribil_i_ubitok_organizacii.htm (дата обращения 09.06.2016).
27. Прямые инвестиции в Российскую Федерацию по странам-партнерам в 2007-2013 годах и 1-ом квартале 2014 года (участие в капитале, реинвестирование доходов и долговые инструменты). URL: http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/inv_in-country.xlsx (дата обращения 09.06.2016).

28. Прямые инвестиции в Российскую Федерацию по странам-партнерам в 2007–2014 годах и I кв. 2015 года (участие в капитале, реинвестирование доходов и долговые инструменты) www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/inv_in-country.xlsx (дата обращения 09.06.2016).

29. Саркози Н. Выступление на симпозиуме «Новый мир, новый капитализм». Париж. 08.01.2009. URL: <http://www.gouvernement.fr/gouvernement/ouverture-du-clloque-nouveau/monde-nouveau-capitalisme> (дата обращения 09.06.2016).

30. Сорос Дж. Алхимия финансов. М.: ИНФРА-М, 1999. 416 с.

31. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. URL: http://cbr.ru/finmarkets/files/development/strategy_fm.pdf (дата обращения 09.06.2016).

32. Тарп В. Внутрдневной трейдинг: секреты мастерства [пер. с англ.] / В. Тарп, Дж. Брайан. 2-е изд. М.: Альпина Паблишер, 2003. 399 с.

33. Уолш К. Монетарная теория и монетарная политика / пер. с англ. К.В. Ивановой, М.Г. Карева, Ю.В. Набатовой, М.В. Павленко; под науч. ред. М.Г. Карева. М.: Изд. дом «Дело» РАНХиГС, 2014. 632 с.

34. Файловая библиотека Московской Биржи. URL: <http://fs.moex.com/files/3244>

35. Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором с 2005 года по III квартал 2014 года. URL: www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/bop/outflow.xlsx (дата обращения 09.06.2016).

36. Шарп У.Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. М.: Инфра-М, 2001. 1035 с.

37. Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / пер. с англ. Ю. Кантуревского; под ред. Т. Дробышевской, А. Смирнова. М.: Изд-во Института Гайдара, 2004.

38. Clarida R., Gali J. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective. URL: <http://www.nyu.edu/econ/user/gertlerm/science.pdf> (дата обращения 09.06.2016).

39. Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence // *European Economic Review*. 1998. Vol. 42. № 6. P. 1033–1067.

40. Eric Mack. The Bitcoin Pizza Purchase That's Worth \$7 Million Today. URL: <http://www.forbes.com/sites/ericmack/2013/12/23/the-bitcoin-pizza-purchase-thats-worth-7-million-today> (дата обращения 09.06.2016).

41. Evanoff D., Kaufman G., Malliaris A. Asset price bubbles: What are the causes, consequences, and public policy options? URL: http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/chicago_fed_letter/2012/cffnovember2012_304.pdf (дата обращения 09.06.2016).

42. Glukhov V., Lialina Z., Ostanin V. Theoretical Basic Concepts of Interaction of Money and Finances // *Middle-East Journal of Scientific Research* 17 (1): 06–10. 2013.

43. Glukhov V. V., Lialina Z. I., Ostanin V. A. Meaning and Essence of Finance in Context of Internationalization of Economic Science in Russia // *World Applied Sciences Journal* 30 (11): 1537–1541. 2014.

44. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. E-Money and E-Finance as Economic Category // *Mediterranean Journal of Social Sciences*. 2015. Vol. 6. № 6. P. 448–454.

45. Glukhov V. V., Ostanin V. A., Rozhkov Y. V. Finances of a Holder and a Custodian of Financial Resources: Similarities and Differences // *World Applied Sciences Journal* 27 (11): 1473–1476. 2013.

46. Golson E. Purchasing German Shortages? Allied Commercial Companies and Preemptive Procurement Operations, 1943–1945. URL: <http://www.golson.com/ebg/abstract/ABHGOLSON.pdf> (дата обращения 09.06.2016).

47. Ilham Redzic. Efficiency and Impact of Economic Sanctions // 3rd International Symposium on Sustainable Development May 31 – June 01 2012, Sarajevo.

48. Impact Of Targeted Sanctions On Belarus // European Parliament Directorate-General For External Policies Policy Department 2012. URL: <http://www.europarl.europa.eu/committees/fr/studiesdownload.html?languageDocument=EN&file=73753> (дата обращения 09.06.2016).

49. Krivelevich M. Financial Market of Russian Far East: Potential for Cooperation with Asian Partners // *Азиатско-Тихоокеанский регион: Экономика, политика, право*. 2013. № 1 (28). С. 46–55.

50. Lewis M. *Panic*. London: Penguin, 2008. 391 p.

51. Radcliffe B. Sanctions Between Countries Pack a Bigger Punch Than You Might Think. URL: <http://www.investopedia.com/articles/economics/10/economic-sanctions.asp> (дата обращения 09.06.2016).

52. Savvides S. The Monetary Sector and Monetary Policy in Cyprus: A Monetary Econometric Model. URL: <http://elibrary.ru/item.asp?id=7458520> (дата обращения 09.06.2016).

53. Social Function of Small Business Taxes in Russia / V. V. Glukhov, E. V. Glukhov, Z. I. Lialina, V. A. Ostanin, Y. V. Rozhkov // *Asian Social Science*. Vol. 11. №. 19. 2015.

54. Souva M., Lektzian D. Institutions and International Cooperation: An Event History Analysis of the Effect of Economic Sanctions // *Journal of Conflict Resolution* 45(1): 61–79.

55. The Impact of Economic Sanctions Volume I: Report // Select Committee on Economic Affairs 2nd Report of Session 2006–07, House Of Lords, HL Paper 96-I. Published 9 May 2007.

56. World Federation of Exchanges monthly reports URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата обращения 09.06.2016).

Учебное издание

КРИВЕЛЕВИЧ Максим Евсеевич
ОСТАНИН Владимир Анатольевич

**МОНЕТАРНАЯ ЭКОНОМИКА:
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДОХОДОВ,
СОБСТВЕННОСТИ, РИСКОВ**

Курс лекций

Издано в авторской редакции
Электронная верстка: Д. С. Гусарова
Дизайн обложки: Г. П. Писарева

Подписано в печать 02.09.2016. Формат 70×100/16.
Усл. печ. л. 9,26. Уч.-изд. л. 6,82. Тираж 60 экз. Изд. № 235. Заказ 242.

Редакционно-издательский отдел
Владивостокского филиала Российской таможенной академии.
690034, г. Владивосток, ул. Стрелковая, 16 в.