

**Федеральное государственное образовательное бюджетное  
учреждение высшего профессионального образования**

**«ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Брянский филиал**

**СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ  
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ  
ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ**

**Монография**

Под редакцией кандидата экономических наук,  
доцента Т.С. Савичевой

**Москва 2014**

УДК 658.14  
ББК 65.9(2)26  
С56

**Рецензенты:**

**В.В. Одиночков** – доктор экономических наук, профессор  
(Брянский государственный университет им. акад. И.Г. Петровского);  
**А.Н. Нехамкин** – доктор экономических наук, профессор  
(Брянский филиал Финансового университета)

**Коллектив авторов**

Преподаватели кафедры финансов и кредита и кафедры математики и информатики Брянского филиала Финансового университета: **Н.С. Будникова** – кандидат экономических наук, доцент (гл. 4); **И.И. Зайцев** – кандидат экономических наук, доцент (гл. 2); **В.М. Малащенко** – кандидат технических наук, доцент (гл. 1); **Е.П. Петухова** – кандидат экономических наук, доцент (гл. 5); **Т.С. Савичева** – кандидат экономических наук, доцент (введение, гл. 1, заключение, литература); **Р.В. Сеницын** – кандидат экономических наук, доцент (гл. 3).

**Современные проблемы функционирования и регулирования финансовой системы России:** монография / под ред. Т.С. Савичевой. – М.: Финансовый университет, 2014. – 156 с.

ISBN 978-5-7942-1160-3

В монографии исследуются существующие проблемы в сфере функционирования и взаимодействия различных звеньев финансовой системы в посткризисный период развития. В ней систематизируются проблемы по пяти основным направлениям, выделенным в самостоятельные главы, в которых рассматриваются пути комплексного решения проблем преодоления кризиса и связанные с ними механизмы эффективного управления всеми видами финансовых ресурсов.

Для широкого круга исследователей и специалистов в области финансово-экономических процессов, а также студентов, изучающих экономические дисциплины «Финансы», «Деньги, кредит, банки», «Рынок ценных бумаг», «Финансы организаций (предприятий)», «Инвестиции» и другие по направлениям бакалавриата и магистратуры.

УДК 658.14  
ББК 65.9(2)26

ISBN 978-5-7942-1160-3

© Коллектив авторов, 2014  
© Финансовый университет, 2014

**Federal State-Funded Education  
Institution of Higher Professional Education**

**«FINANCIAL UNIVERSITY  
UNDER THE GOVERNMENT OF THE RUSSIAN  
FEDERATION»**

**Bryansk Branch**

**CURRENT OPERATION  
AND REGULATION PROBLEMS  
IN RUSSIAN FINANCIAL SYSTEM**

**Monograph**

Under the editorship of T. Savicheva  
candidate of economic sciences

**Moscow 2014**

**Reviewers:**

**V. Odinochenkov** – doctor of Economic sciences, professor  
(Bryansk State University named after academician Petrovsky);

**A. Nekhamkin** – doctor of Economic sciences, professor  
(Bryansk branch of the Financial University)

**Composite authors**

The writing of the monograph has been done by the teachers of the finance and credit department and the department of mathematics and information technology: **N. Budnikova** – candidate of economic sciences, docent (chapter 4); **I. Zaycev** – candidate of economic sciences, docent (chapter 2), **V. Malashenko** – candidate of technical sciences, docent (chapter 1); **E. Petukhova** – candidate of economic sciences, docent (chapter 5); **T. Savicheva** – candidate of economic sciences, docent (introduction, chapter 1, conclusion, literature); **R. Sinicyan** – candidate of economic sciences, docent (chapter 3).

**Current operation and regulation problems in Russian financial system:** monograph / under the editorship of T. Savicheva. – M.: Financial University, 2014. – 156 p.

ISBN 978-5-7942-1160-3

The monograph examines the existing problems both of operation and interaction of different branches of financial system during the post-crisis period of developing.

The monograph systemizes issues in 5 basic directions which are comprised in independent branches that can provide information about possible solutions for overcoming the crisis as well as mechanisms of effective management of all kinds of financial resources connected to them.

The monograph is intended to wide range of researches and specialists in the financial and economic sphere, as well as students while studying economic disciplines such as «Finance», «Money, Credit, Banking», «Financial Market», «Company Financing», «Investing» ect.

UDC 658.14

## Введение

Фундаментальные основы функционирования финансовой системы определяют ее как инструмент перераспределения ресурсов в экономике. В современных условиях состояние финансовой системы становится одним из основных источников кризисных потрясений в мировой экономике. Кризисные явления последних лет заставили все страны пересмотреть сложившуюся систему регулирования экономики и осуществлять поиск механизмов перезапуска экономики на новой основе. В настоящее время прорывных технологий в механизмах регулирования пока ни в одной стране не наблюдается. В период острой фазы кризиса надежды на стимулы роста мировой экономики связывались с развивающимися странами, однако дальнейшие события не оправдали ожиданий. Темпы роста быстроразвивающихся экономик оказались значительно ниже прогнозируемых, и сегодня МВФ связывает ускорение роста с развитыми странами.

В связи с этим финансовая система Российской Федерации должна быть трансформирована таким образом, чтобы не только соответствовать сложившимся вызовам, но и преодолеть структурные диспропорции, оставшиеся в наследство с прошлых лет. Новая модель финансового регулирования призвана обеспечить развитие финансовых инструментов и институтов, способных финансировать новые точки роста и уход от сырьевой специализации. В рамках научных и практических дискуссий достаточно активно обсуждаются вопросы государственных финансов, бюджетной политики, что оправданно в условиях доминирования государства во всех сферах экономики. Вместе с тем не менее значимыми для достижения финансовой стабильности являются преобразования в других секторах экономики.

В монографии выявляются закономерности формирования новой системы финансовых отношений на микро- и макроуровнях. Исследование проблем организации и реформирования финансов предприятий и домашних хозяйств дополняется анализом влияния денежной сферы и фондового рынка на финансовую стабильность в экономике.

Анализ процесса регулирования домашних хозяйств в финансовой системе, проведенный в исследовании, сравнительно мало изучен в литературе. Кроме того, рассматриваются различные подходы к оптимизации структуры капитала фирмы в развивающихся экономиках и выявляются особенности управления этим процессом в российской практике.

Значительное место в работе занимает анализ вклада банковской системы в инновационное развитие экономики. Предложенные меры стимулирования инноваций путем развития кредитования венчурных предприятий чрезвычайно актуальны в условиях необходимости перехода к инновационной экономике. Практическую направленность имеет выявление региональных особенностей в функционировании системы финансирования инновационных разработок.

В работе проведен анализ современных тенденций в развитии российского рынка акций и определены способы недопущения (или смягчения) негативного воздействия данной составляющей финансовой системы на экономику.

Исследование проводится на основе анализа статистических данных Федеральной службы государственной статистики, Банка России, ведущих коммерческих банков страны и компаний.

# Глава 1

## Проблемы перестройки системы финансового регулирования в посткризисной экономике

### 1.1. Значимость денежно-кредитных механизмов обеспечения экономического роста российской экономики в современных условиях

Финансовый рынок формируется как инструмент перераспределения финансовых ресурсов для стимулирования роста реального сектора экономики. На первых этапах его развития вклад финансового сектора в создаваемую стоимость был незначителен, что позволяло классикам экономической науки трактовать его как надстройку, имеющую производный, вторичный характер. В современных условиях доля финансовых услуг в стоимости производимого продукта всех стран существенно возросла и «перепроизводство» финансовых услуг становится одним из основных источников кризисных потрясений в мировой экономике.

Происходящие изменения потребовали от всех стран перестройки существующей системы финансового регулирования, которая бы учитывала современные реалии. Новая система регулирования должна учесть новые факторы развития:

1) *изменение ситуации в глобальной экономике.* Делеверидж в банковской системе развитых стран означает необходимость формиро-

вания внутренних источников финансирования для экономического роста (в основном за счет прямых, а не портфельных инвестиций). Центробанки не могут до бесконечности насыщать рынок денежными ресурсами, что требует настройки новой модели кредитно-денежной политики;

2) *формирование и развитие многоотраслевых финансовых холдингов, действующих в разных сегментах финансового рынка в различных регионах мира.* Регулирование отдельных сегментов финансового рынка с помощью различных механизмов делает невозможным достижение цели финансовой стабильности в стране.

Произошедшие изменения в структуре и значимости финансового рынка носят не только количественный, но и качественный характер. Развитие финансовых институтов и инструментов, рост объемов проводимых операций происходят в условиях изменения в целом модели экономического роста. Многие эксперты отмечают трансформационный характер происходящих экономических изменений и требуемых в связи с этим изменений в кредитно-денежной и финансовой политике. Мировой финансовый кризис обозначил необходимость поиска новых механизмов и инструментов финансового регулирования. Сложность нынешних проблем усугубляется в связи с принятием наднациональных решений, так как в условиях глобализации изменение финансового регулирования в рамках одной страны недостаточно для преодоления кризисного состояния экономики.

Происходящие процессы в экономиках всех ведущих стран мира свидетельствуют о том, что попытки найти финансовые механизмы перезапуска экономических систем на новой технологической основе пока не увенчались успехами. Кроме того, для России требуется осуществить переориентацию целей — перейти к экономическому развитию с опорой на внутренний потребительский и инвестиционный спрос в условиях отказа от сырьевой модели экономики. Новая модель финансового регулирования должна гарантировать развитие финансовых институтов и финансовых инструментов, способных обеспечить адекватное финансирование устойчивого роста российской экономики. Одной из основных задач становится стимулирование структурных изменений в экономике, а не только обслуживание экспорта.

В структуре российского финансового рынка наиболее развитым сегментом по-прежнему остается банковский сектор, который должен обеспечить поступление денежных ресурсов, соответствующих потребностям внутреннего рынка. Задача регулятора — осуществление контроля и надзора за рисками банковских и небанковских инструментов финансирования различных секторов экономики. Доминирование банковского сектора в структуре финансовых источников делает затруднительным развитие рискованных венчурных проектов. Разумнее рискованные проекты финансировать не на деньги вкладчиков, а на деньги инвесторов, хотя и банковский сектор обладает потенциалом роста в финансировании реального сектора экономики.

В определении целей и задач денежно-кредитной политики необходимо ответить на теоретический вопрос, имеющий важнейшие практические последствия для экономики: должна ли денежно-кредитная политика носить нейтральный или стимулирующий характер для экономического развития. Этот вопрос принципиально важен для краткосрочного периода, так как в долгосрочном периоде согласно экономической теории динамика цен обусловлена денежной политикой и инфляция не влияет на объем выпуска. В практике ведущих развитых стран ответ на этот вопрос дан в целевых установках деятельности центральных банков. В большинстве из них центральный банк несет ответственность не только за состояние денежного рынка, но и за уровень безработицы и темпы роста, которые количественно определены (таргетированы). В отечественной литературе в последнее время дискуссии по данной проблеме оживились в связи с созданием мегарегулятора финансового рынка и задачами, которые он должен решать в своей деятельности. Высказываются различные точки зрения о направленности и содержании кредитно-денежной и финансовой политики\*.

Прежде чем определиться с позицией по данному вопросу, проведем анализ вклада денежных рычагов в обеспечение экономическо-

---

\* Эта проблема, в частности, обсуждается в рубрике актуальных тем в статье А.Г. Аганбегяна и М.В. Ершова [3]. Авторы анализируют различные инструменты, используемые центральными банками развитых стран для обеспечения устойчивого роста в стране, в том числе зарубежный опыт эмиссии длинных финансовых ресурсов.

го роста российской экономики в современных условиях. В связи с этим возникают следующие вопросы:

- достаточно ли денег в российской экономике для обеспечения роста;
- какова структура источников (внешних и внутренних) денежной базы, их динамика, сроки;
- какова динамика денежного мультипликатора — сколько рублей создает банковская система на каждый рубль, эмитированный центральным банком.

Первый вопрос, который является дискуссионным, — достаточно ли денег эмитирует Центральный банк РФ для реализации произведенного продукта и обеспечения кругооборота в экономике страны. Как известно, обеспеченность экономики денежными средствами в самом общем виде отражает коэффициент монетизации. Динамика коэффициента монетизации за 2008–2012 гг. показывает, что обеспеченность российской экономики денежными средствами в кризисный и посткризисный периоды в целом растет (табл. 1.1 и 1.2) [31; 41].

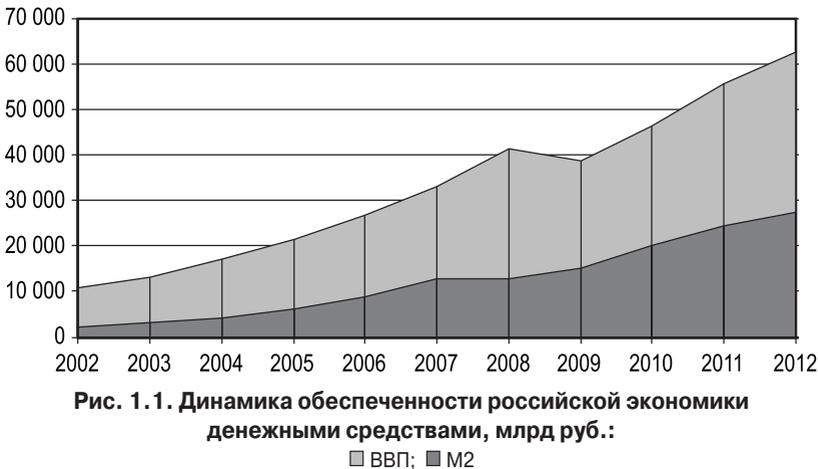
**Таблица 1.1**

**Динамика обеспеченности российской экономики денежными средствами в 2008–2012 гг.**

Год	М2, млрд руб.	ВВПн, млрд руб.	Коэффициент монетизации, %	Темп роста коэффициента монетизации, процентные пункты
2002	2 130,5	10 830,5	19,7	–
2003	3 205,2	13 208,2	24,3	–
2004	4 353,9	17 027,2	25,6	4,6
2005	6 032,1	21 609,8	27,9	1,3
2006	8 970,7	26 917,2	33,3	2,3
2007	12 869,0	33 247,5	38,7	5,4
2008	12 975,9	41 276,8	31,4	–7,3
2009	15 267,6	38 807,2	39,3	7,9
2010	20 011,9	46 308,5	43,2	3,9
2011	24 483,1	55 799,6	43,8	0,6
2012	27 405,4	62 599,1	43,7	–0,1

Период, в течение которого наблюдается абсолютное снижение коэффициента монетизации, — кризисный 2008 и 2012 гг. Темп прироста с 2010 г. также замедлился — обеспеченность экономики денежными средствами до настоящего времени остается на уровне менее 44% от номинального ВВП (см. табл. 1.1). По оценкам экспертов, значение этого показателя для нормального функционирования развивающейся экономики должно быть на уровне 40–60%, для развитой экономики — 80–100%. В США и Японии значение этого показателя до кризиса достигало 120% и выше. Очевидно, что политика количественного смягчения привела к его значительному росту.

Данные табл. 1.1 графически представлены на рис. 1.1.



**Рис. 1.1. Динамика обеспеченности российской экономики денежными средствами, млрд руб.:**

■ ВВП; ■ М2

Было бы заблуждением утверждать, что простая накачка денег в экономику решит проблему стимулирования экономического роста. Ситуация на денежном рынке России существенно отличается от ситуации на американском денежном рынке. ФРС США эмитирует резервную валюту, на которую предъявляется внешний спрос, и она не участвует в формировании внутренних цен. Если российский регулятор постоянно озабочен проблемой стерилизации денежной массы для борьбы с инфляцией, то в США стерилизация эмитируемых денег осуществляется автоматически. Огромные объемы эмиссии в период количественного смягчения не только не вызвали роста цен в США, а, наоборот, сопровождалась дефляцией в американской

экономике, поэтому ситуация в России существенно иная, но это не исключает необходимости изыскивать способы неинфляционного роста обеспеченности экономики денежными средствами.

Центральный банк РФ обладает необходимыми полномочиями и инструментами для решения этой проблемы. Прямое воздействие Центрального банка РФ на прирост денежной массы обеспечивается формированием денежной базы. Значительный интерес вызывает не столько динамика этого агрегата, сколько вклад внутренних источников в формирование базы и структура по срокам.

Проанализируем структуру (табл. 1.2) и динамику (рис. 1.2) основных денежных агрегатов в российской экономике за 2008–2013 гг.

Таблица 1.2

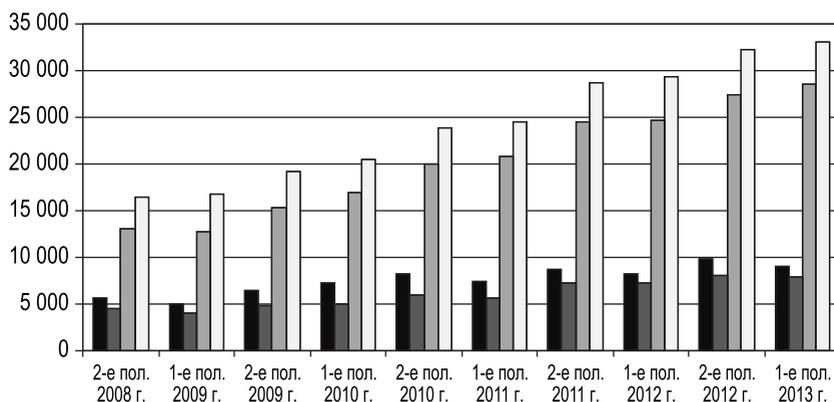
**Структура и динамика денежных агрегатов  
в Российской Федерации в 2008–2013 гг., млрд руб.**

Показатель	Годы					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1. Денежная база (в широком определении) В том числе:	5 578,7	6 467,3	8 190,3	8 644,1	9 852,8	9 063,2
наличные деньги в обращении с учетом остатков средств в кассах кредитных организаций	4 372,1	4 622,9	5 785,2	6 895,8	7 667,7	7 419,6
корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России	1 027,6	900,3	994,7	981,6	1 356,3	1 002,4
обязательные резервы	29,9	151,4	188,4	378,4	425,6	497,7
депозиты кредитных организаций в Банке России	136,6	509,0	633,2	388,3	403,3	143,5
облигации Банка России у кредитных организаций	12,5	283,7	588,9	0,0	0,0	0,0
2. Денежная база (в узком определении)	4 402,0	4 774,3	5 973,6	7 274,2	8 093,3	7 917,3
3. Денежная масса (M2)	12 975,9	15 267,6	20 011,9	24 483,1	27 405,4	28 506,1
4. Денежная масса в широком определении (M2X)	16 410,0	19 102,0	23 801,0	28 775,0	32 257,0	33 136,0

Денежная база в узком определении включает выпущенные в обращение Банком России наличные деньги (с учетом остатков средств в кассах кредитных организаций) и остатки на счетах обязательных резервов по привлеченным кредитными организациями средствам в национальной валюте, депонируемые в Банке России.

Таким образом, динамика денежных агрегатов в анализируемый период отличается крайней неравномерностью. Темп роста денежной базы в широком определении замедлился, поэтому инфляционные процессы в экономике не связаны с монетарной политикой регулятора. Особенно значительное снижение денежной базы в широком определении наблюдается за 2011 г., а всех остальных денежных агрегатов — за 2012 г. В течение 2011 и 2012 гг. значительное воздействие на динамику денежной базы в широком определении оказывали операции бюджетной системы.

В августе 2012 г. Банк России перешел к новому формату публикации данных об объеме и структуре показателя денежной массы в национальном определении (M2) в соответствии с требованиями МВФ. Данные о денежных агрегатах теперь указаны по уровню ликвидности (с выделением агрегатов M0, M1 и M2), а также с разделением депозитов по секторам — на средства нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций и средства населения [31].



**Рис. 1.2. Динамика денежной базы и денежной массы, млрд руб.:**

- денежная база (в широком определении); ■ денежная база (в узком определении);
- денежная масса (M2); □ денежная масса в широком определении (M2X)

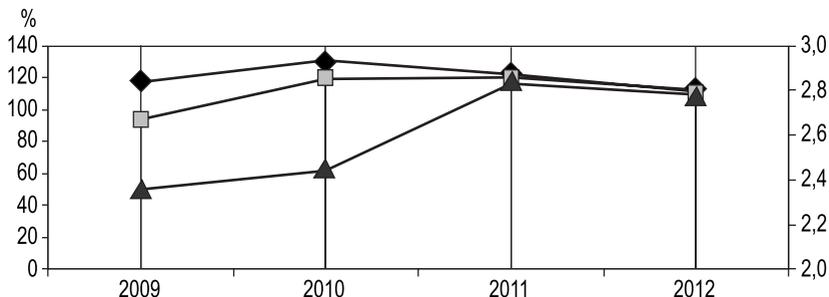
Сопоставление темпа роста денежных индикаторов и темпа роста номинального ВВП позволяет определить величину разрыва между ними: если разрыв значителен, то при прочих равных условиях это означает предкризисную ситуацию. Однако для России эта причинно-следственная связь не действует, так как в России низкая монетизация экономики, поэтому возможно значительное превышение роста денежных факторов. Из данных табл. 1.3 [31; 42] следует, что сформированный на денежном рынке тренд в принципе соответствует изменению номинального валового продукта. Значительного превышения роста денежных факторов за 2008–2013 гг. не наблюдается. Темп роста денежной массы (M2) соответствует темпу роста номинального ВВП, и с 2010 г. наблюдается замедление прироста всех денежных агрегатов.

Таблица 1.3

**Соотношение динамики денежных агрегатов и ВВП России  
в 2008–2013 гг.**

Показатель	Годы			
	2009	2010	2011	2012
Темп роста денежной базы в широком определении, %	115,9	126,6	105,5	113,9
Темп роста денежной базы в узком определении, %	108,4	121,5	121,7	111,2
Темп роста M2, %	117,6	131,1	122,3	111,9
Темп роста M2X, %	116,4	124,5	120,9	112,1
Денежный мультипликатор (M2/денежная база)	2,36	2,44	2,83	2,78
Номинальный ВВП, млрд руб.	21 227,7	25 335,7	30 526,0	33 783,9
Темп роста номинального ВВП, %	94	119	120	112

Динамика денежного мультипликатора изменилась несущественно и отражает описанную динамику денежных агрегатов (рис. 1.3). Наблюдается рост денежного мультипликатора в 2011 г. и снижение прироста в 2012 г.



**Рис. 1.3. Динамика денежных агрегатов и номинального валового внутреннего продукта за 2008–2013 гг.:**

- ◆ темп роста M2, %; ◻ темп роста номинального ВВП, %;
- ▲ денежный мультипликатор (M2/денежная база)

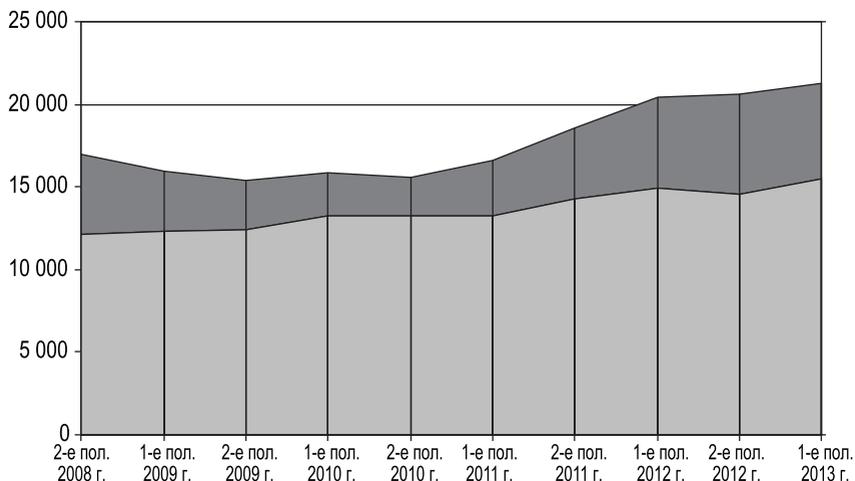
Большую часть денежной базы образуют ресурсы от операций с иностранной валютой. Основной канал создания наличных денег — валютные интервенции Банка России. Объем внутренних источников, а следовательно, и объемов кредитования экономики страны, незначителен. Об этом свидетельствуют данные актива баланса Банка России (табл. 1.4) [31].

**Таблица 1.4**

**Доля денежных средств, размещенных Банком России у нерезидентов**

Период	Актив баланса, млрд руб.	Средства, размещенные у нерезидентов, и ценные бумаги иностранных эмитентов, млрд руб.	Удельный вес в структуре активов, %
Июль–декабрь 2008 г.	16 963,7	12 091,1	71,2
Январь–июнь 2009 г.	15 985,1	12 270,4	76,8
Июль–декабрь 2009 г.	15 420,0	12 383,3	80,3
Январь–июнь 2010 г.	15 826,1	13 260,5	83,7
Июль–декабрь 2010 г.	15 526,4	13 272,0	85,4
Январь–июнь 2011 г.	16 569,8	13 281,7	80,1
Июль–декабрь 2011 г.	18 562,7	14 245,3	76,8
Январь–июнь 2012 г.	20 473,8	14 964,5	73,0
Июль–декабрь 2012 г.	20 630,7	14 525,4	70,4
Январь–июнь 2013 г.	21 251,4	15 456,7	72,7

Удельный вес денежных средств, размещаемых Банком России у нерезидентов, увеличивался до конца 2010 г. С 2011 г. наблюдается положительная динамика роста объемов рефинансирования коммерческих банков (см. табл. 1.4). Наглядное представление указанной динамики дает рис. 1.4.



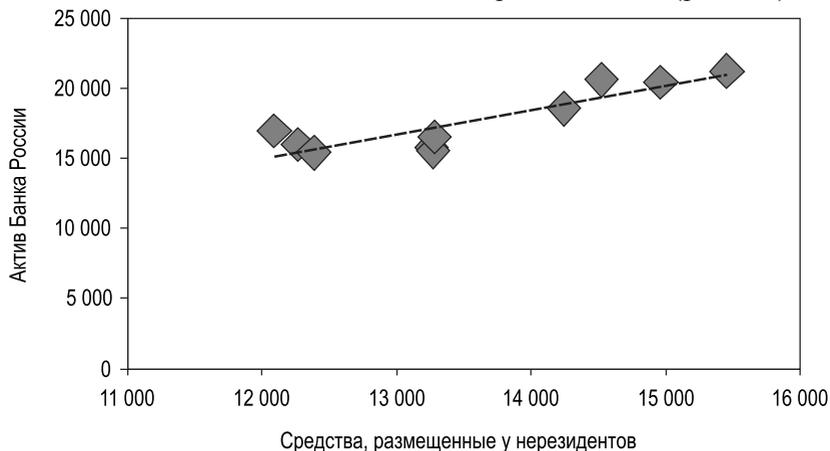
**Рис. 1.4. Динамика актива баланса Банка России и денежных средств, размещенных Банком России у нерезидентов, млрд руб.:**

■ актив баланса; □ средства, размещенные у нерезидентов

Регрессионная модель, построенная по данным табл. 1.4 (рис. 1.5), показывает, что каждая денежная единица, размещенная у нерезидентов, способствует мультипликативному росту активов Банка России в среднем на 1,73 денежные единицы. Таким образом, основная часть средств Банка России по-прежнему размещается в иностранные активы. Модель имеет высокий коэффициент детерминации (0,78) и является статистически значимой, что свидетельствует об устойчивой связи между размером актива и объемом средств, размещенных у нерезидентов. Средняя погрешность модели составляет около 5%, что позволяет достаточно эффективно прогнозировать с ее помощью величину активов Банка России.

Подтверждается эта тенденция и данными об инвестиционном потенциале кредитных ресурсов. Доля кредитования в процентном отношении к ВВП незначительно растет (хотя и остается много

меньше соответствующих пропорций в развитых странах), но в общем объеме активов банковского сектора снижается (рис. 1.5).



**Рис. 1.5. Зависимость актива баланса Банка России от размера денежных средств, размещенных у нерезидентов, млрд руб.:**

$$y = 1,7326x - 5798,6; R^2 = 0,7798$$

Еще более существенное снижение наблюдается в кредитовании инвестиционной деятельности организаций всех форм собственности в основной капитал. За кризисный и посткризисный периоды доля кредитов на эти цели снизилась почти в два раза, притом что и до кризиса на обновление основного капитала направлялась мизерная доля кредитов (табл. 1.5 [31; 42], рис. 1.6).

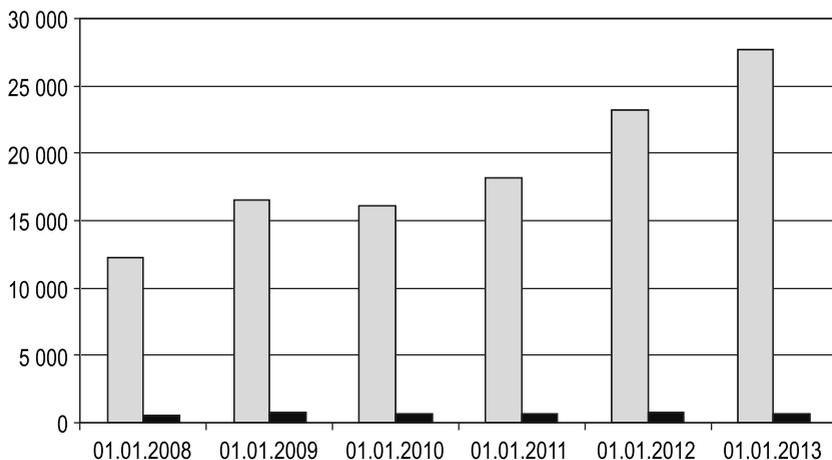
**Таблица 1.5**

**Кредитная составляющая в стимулировании экономического роста в Российской Федерации**

Кредит	Дата					
	01.01. 2008 г.	01.01. 2009 г.	01.01. 2010 г.	01.01. 2011 г.	01.01. 2012 г.	01.01. 2013 г.
1	2	3	4	5	6	7
1. Кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам:						
в млрд руб.	12 287,1	16 526,9	16 115,5	18 147,7	23 266,2	27 708,5
в % к ВВП	37,0	40,0	41,5	39,2	41,7	44,3
в % к активам банковского сектора	61,1	59,0	54,8	53,7	55,9	56,0

## Окончание таблицы 1.5

1	2	3	4	5	6	7
2. Кредиты банков в инвестициях организаций всех форм собственности в основной капитал (без субъектов малого предпринимательства): в млрд руб.	544,0	791,9	621,5	595,8	711,3	691,7
в % к кредитам банковского сектора	4,4	4,7	3,8	3,2	3,0	2,4
в % к инвестициям организаций всех форм собственности в основной капитал (без субъектов малого предпринимательства)	10,4	11,8	10,3	9,0	8,5	7,9



**Рис. 1.6. Динамика объема кредитов, выданных банками, и кредитов в основной капитал в общем объеме инвестиций, млрд руб.:**

- кредиты нефинансовым организациям и физическим лицам;
- кредиты банков в инвестициях организаций в основной капитал

При этом рентабельность банковской деятельности (по капиталу) в кризисный и посткризисный периоды росла, в то время как рентабельность промышленных предприятий падала. Очевидно, что

коммерческие банки ведут себя в соответствии с целевыми установками — обеспечение прибыльности своей деятельности. В условиях высоких рисков производственной деятельности, плохой конъюнктуры мирового и внутреннего рынков коммерческие банки не заинтересованы в выдаче кредитов реальному сектору экономики. Рассчитывать на то, что ситуация в ближайшей перспективе изменится, не приходится. В этих условиях возможно только изменение политики рефинансирования и процентной политики регулятора. Центральный банк должен проводить дифференцированную политику к реально работающим предприятиям и всем остальным субъектам хозяйствования. Нынешняя политика кредитования под залог материальных активов и другой недвижимости не учитывает реально производимые денежные потоки. Этот метод учитывается только в финансировании бизнес-проектов, но в инвестиционной деятельности речь идет о создании нового бизнеса, соответственно необходимо учитывать другие риски (повышенные).

Недостаток денежных ресурсов внутри страны заставляет субъектов хозяйствования искать иные источники финансирования. В табл. 1.6 [31] отражена внешняя задолженность корпоративного сектора России по займам, кредитам и депозитам, привлеченным в результате размещения нерезидентами еврооблигаций и других долговых ценных бумаг в интересах российских резидентов на международных рынках капитала. Среди видов долговых ценных бумаг, размещаемых нерезидентами в интересах российских резидентов, наиболее распространены ноты участия в кредите (LPN — Loan Participation Notes), кредитные ноты (CLN — Credit Linked Notes), среднесрочные евроноты (EMTN — European Medium-Term Notes), евро-коммерческие бумаги (ЕСР — Euro-commercial Paper) и облигации с плавающей ставкой (FRN — Floating Rate Notes).

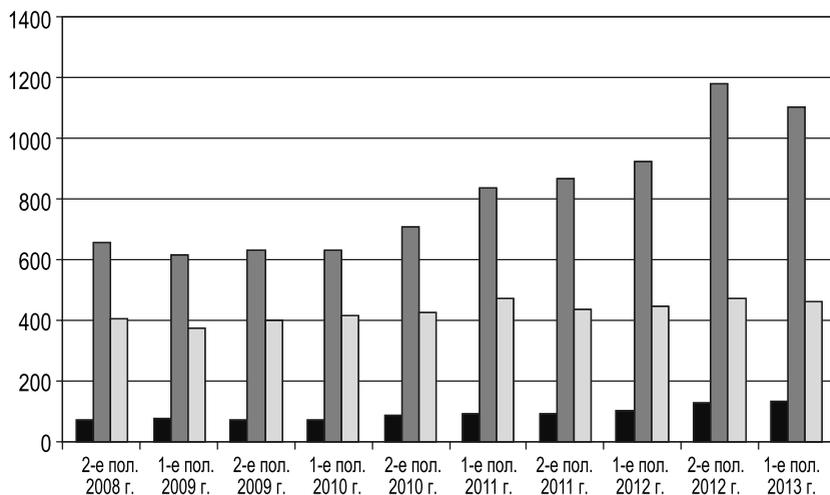
Темп прироста внешнего долга в течение 2008–2013 гг. увеличивается. Бóльшая часть внешнего корпоративного долга — почти половина, а с 2012 г. и больше 50% — приходится на банковский сектор (см. табл. 1.6). Таким образом, доля внешней задолженности банковского сектора России в общем объеме внешнего корпоративного долга растет, как и доля внешних займов в общем объеме кредитования банковского сектора, достигая в конце 2012 г. — 1181,65 млрд долл., или 5,5% в общем объеме выданных кредитов. Такое положение свидетельствует, что внешние источники финансирования

кредитной деятельности по-прежнему занимают значительную долю в кредитах российских коммерческих банков, а это сохраняет риски зависимости от конъюнктуры мировых рынков капитала (рис. 1.7).

Таблица 1.6

**Динамика внешней задолженности корпоративного сектора России  
и объемов кредитования субъектов экономики  
кредитными организациями**

Показатель	Дата					
	01.01. 2009 г.	01.01. 2010 г.	01.01. 2011 г.	01.01. 2012 г.	01.01. 2013 г.	01.04. 2013 г.
1	2	3	4	5	6	7
1. Внешняя задолженность корпоративного сектора России: в млрд долл.	74,1	72,4	84,7	90,9	126,2	135,8
темп роста к уровню предыдущего года, %	–	97,7	106,4	117,4	122,4	107,6
В том числе банки: в млрд долл.	34,3	29,9	40,1	41,3	66,0	70,0
в % к общей сумме задолженности	46	41	47	47	52	51
2. Объем кредитов, депозитов и прочих размещенных средств, предоставленных орга- низациям, физическим лицам и кредитным организациям: в млрд руб.	19 362,4	19 109,6	21 537,3	27 911,6	35 886,9	36 185,4
в млрд долл.	659,03	631,93	706,60	866,81	1181,65	1106,24
Доля внешних займов в объеме выданных банками кредитов, %	5,2	4,7	5,6	4,7	5,5	6,3
3. Резервные активы в иностранной валюте: в млрд долл.	405,992	398,871	426,029	434,594	471,905	461,621
Темп роста к уровню предыдущего года, %	–	107	102	92	106	98



**Рис. 1.7. Динамика внешней задолженности корпоративного сектора России и объемов кредитования субъектов экономики кредитными организациями, млрд долл.:**

- внешняя задолженность корпоративного сектора России;
- объем кредитов, предоставленных физическим лицам и организациям;
- резервные активы в иностранной валюте

Таким образом, в проводимой Банком России денежно-кредитной политике денежные инструменты недостаточно задействованы для стимулирования экономического роста и являются сдерживающим элементом в современной модели денежно-кредитной политики. Регулятору требуется увеличить объемы рефинансирования и увязать в своей деятельности проблемы сдерживания инфляции и создания достаточного объема кредитов для роста реального сектора экономики.

## 1.2. Практика монетарной политики развитых стран и ее последствия для России

Анализ действий ведущих стран мира в период выхода из кризиса 2008 г. показывает, что проводимая ими политика укладывается в описанное в экономической литературе поведение участников мирового картеля: с одной стороны, понятно, как необходимо дейст-

вывать, чтобы повысить общую эффективность; с другой — хочется повысить собственную прибыль за счет конкурента. Результатом этих действий явилась политика девальвации национальных валют, усиления протекционизма и государственной поддержки национальной денежно-кредитной системы.

Финансовое состояние российской экономики в значительной степени зависит от конъюнктуры мировых рынков, в том числе рынков капитала. По оценкам экспертов, формируется несколько групп стран с разной динамикой роста. Таким странам, как США, пока удается сохранять темпы, Великобритания и Япония смогли стабилизировать ситуацию. Кризис в странах евро с высокой задолженностью распространился практически на все государства региона, включая Германию. Негативное влияние оказывается на другие страны, тесно связанные с экономикой зоны евро и Евросоюза и не располагающие диверсифицированными рынками сбыта. Причинами значительных рисков европейской банковской системы является недостаточность капитала, большое количество «замороженных активов», снижение денежных поступлений в результате спада производства и торговли. Как отмечают аналитики, «хрупкие балансы» делают европейские банки весьма уязвимыми к различным потерям из-за низкой способности дополнительного фондирования из рыночных источников. Европейские финансовые рынки остаются фрагментированными, уровень доверия к ним недостаточен для экспансии кредита [36].

Хотя ожидания развала зоны евро оказались несостоятельными, импульсы роста в регионе не просматриваются. Зона евро находится в умеренной рецессии уже второй год подряд. Масштабы бюджетной консолидации, по оценкам аналитиков, оказались чрезмерными, особенно на фоне спада производства. Произошли сокращение инвестиций в основных секторах промышленности и потеря важных рынков сбыта даже ведущими странами. В результате в регионе идет сильное монетарное сжатие: валюта баланса ЕС с начала 2013 г. сократилась на 13,5%.

Ситуация на денежном рынке также меняется несущественно. Показатель годовой инфляции в апреле 2013 г. в зоне евро снизился до 1,2% с 1,7% в марте. Однако по отношению к марту 2012 г. цены снизились на 0,1%. Среднемесячный годовой темп прироста с марта 2012 г. составил 2,2%.

Для финансовой поддержки проблемных стран главы государств зоны евро создали временный Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС, European Financial Stability Facility). 8 октября 2012 г. ему на смену пришел постоянный фонд финансовой помощи странам валютного союза — Европейский механизм стабильности (ЕМС, European Stability Mechanism), общий капитал которого составляет 700 млрд евро. По сути, вводится единый надзорный механизм за банками еврозоны.

В соответствии с договором о ЕМС новый фонд обладает такими же, как и ЕФФС, инструментами финансовой помощи. Среди них:

- оказание полноформатной помощи (выделение кредитов);
- предоставление превентивной помощи (открытие кредитной линии);
- проведение интервенций на первичных и вторичных рынках гособлигаций; предоставление правительствам поддержки на цели банковской рекапитализации.

Возможность прямого финансирования банков появится только после начала функционирования единого механизма банковского надзора во главе с Европейским Центральным банком (ЕЦБ) в 2014 г.

Свой вклад в стабилизацию ситуации в еврозоне внес и ЕЦБ. На смягчение проблемы дефицита ликвидности в банковской системе Европы была направлена запущенная ЕЦБ в 2012 г. программа:

- выдачи трехлетних кредитов;
- снижения нормативов по банковским резервам;
- ослабления залоговых требований;
- понижения процентной ставки до 1%.

6 сентября 2012 г. глава ЕЦБ М. Драги впервые с начала долгового кризиса в Европе объявил о запуске нового инструмента поддержки евро, не ограниченного в финансовых объемах, и представил новую программу скупки гособлигаций стран зоны евро на вторичном рынке, воспользоваться которой могут государства, обратившиеся за финансовой помощью к ЕФФС или ЕМС в обмен на обязательство проведения комплексных структурных реформ в области бюджетной и экономической политики. Контроль за выполнением этих обязательств будет осуществлять инспекционная «тройка».

В Японии после назначения в апреле 2013 г. на пост главы Банка Японии Х. Куроды было объявлено о беспрецедентных по своим

масштабам и содержанию мер, принятых главным банковским регулятором в целях преодоления дефляции и стимулирования экономического роста.

Принятые решения предусматривают резкое увеличение объема денежной массы прежде всего за счет существенного расширения операций по приобретению Банком Японии гособлигаций и акций, а также финансовых активов с повышенными рисками, в частности биржевых индексных фондов (ETF) и инвестиционных фондов недвижимости (REIT). Объявлено о готовности скупать гособлигации с любыми сроками погашения (вплоть до сверхдолгих 40-летних), увеличив объем выделяемых на эти цели средств с 20 до 50 трлн иен в год. Средний период обращения находящихся на балансе Банка Японии гособлигаций расширен с нынешних трех до семи лет. Таргетирование денежной базы, которая к 2014 г. по сравнению с нынешним уровнем должна удвоиться и достичь 290 трлн иен, заменит используемый в настоящее время показатель ставки овернайт в качестве главного ориентира при определении Банком Японии объемов операций на денежном рынке. Временно отменено «правило банкноты», сдерживавшее до сих пор рост размеров баланса Банка Японии, который не должен был превышать объема денежной эмиссии. Указанные меры призваны способствовать преодолению сохраняющейся на протяжении последних 15 лет дефляции, достижению в течение двух лет двухпроцентного уровня инфляции и стимулированию экономического роста.

Рынок в целом позитивно отреагировал на принятые Банком Японии решения. Доходность по десятилетним гособлигациям в 2013 г. упала до 0,446% — к десятилетнему минимуму, а индекс Никкэй 225 пошел вверх. Однако устойчивость положительной динамики экспертами оценивается скептически.

Таким образом, эксперты единодушны в неустойчивости динамики основных макроэкономических показателей ведущих стран. Позитивные тенденции проявляются, но пока не закрепляются, есть признаки продолжения торможения роста или его стагнации, особенно в промышленности. Экономика зоны евро остается в рецессии. Настроение финансовых рынков и потребителей поддерживается беспрецедентными масштабами денежной эмиссии при невысокой инфляции. Однако и в этих условиях потребительская активность остается сравнительно вялой из-за высоких уровней безработицы

и слабых темпов создания рабочих мест, инвестиционной пассивности в реальном секторе, снижения объемов импорта и экспорта. Темпы инфляции снижаются в основном из-за уменьшения цен на энергоносители, однако слабость спроса также оказывает влияние.

Вопросы обеспечения и поддержания мировой финансовой стабильности находились в центре внимания на состоявшемся в Санкт-Петербурге в сентябре 2013 г. саммите лидеров развитых стран. В результате дискуссий достигнута договоренность отказа от политики конкурентной девальвации. По итогам встречи было объявлено о намерении продолжить ускорение перехода к режимам формирования обменного курса, в большей мере основанным на рыночных принципах. Принято решение обеспечить повышение гибкости обменных курсов, позволяющих адекватно отражать фундаментальные факторы и избежать длительных курсовых искажений.

Лидеры G20 приняли решение формировать целевые ориентиры валютных курсов исходя из задач поддержания конкурентоспособности. Было признано, что избыточная волатильность финансовых потоков и беспорядочные колебания обменных курсов негативно влияют на экономическую и финансовую стабильность. Как следует из декларации, монетарная политика останется направленной на обеспечение стабильности внутренних цен и поддержку восстановления роста в соответствии с обязательствами и полномочиями центральных банков. Лидеры G20 констатировали, что укрепление и устойчивость роста должны сопровождаться окончательным переходом к традиционной денежно-кредитной политике. Однако на практике продолжается накачка экономики легкими деньгами, что усиливает волатильность финансовых рынков и создает основу для раздувания новых пузырей на финансовом рынке.

Таким образом, политика количественного смягчения пока не привела к устойчивому восстановлению экономического роста ни в одной из стран. Она оказывает на финансовые рынки только краткосрочный эффект, исчезающий в результате сворачивания программ. Кроме того, наблюдаются негативные эффекты такой политики на международных рынках: количественное смягчение привело к формированию дополнительных потоков спекулятивного капитала, от которого другие страны вынуждены защищаться. Этот «блуждающий капитал» приводит к искажению международной торговли и чреват «надуванием пузырей».

Попытка использовать опыт развитых стран в российской практике сопряжена с известными ограничениями, касающимися не только резервного характера валют развитых стран и соответственно других закономерностей их движения на внутреннем и мировом рынках, но и невозможности найти универсальный рецепт для решения собственных проблем. Каждая страна ищет свой способ финансовых мер стимулирования экономического роста исходя из сложившейся структуры финансового рынка. Существенно различаются в этом смысле даже европейская и американская модели. США имеют развитый фондовый рынок и могут использовать в качестве инструментов финансирования различные фонды коллективных инвестиций — инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, фонды взаимного страхования и др. В большинстве стран Европы основной канал финансирования — коммерческие банки, что означает другие транзакционные механизмы влияния на реальную экономику.

Российская финансовая модель в этом смысле ближе к европейской — на нашем финансовом рынке также доминируют банки, но наша специфика — в основном банки с государственным участием. Одним из основных барьеров кредитования реального сектора российской экономики является отсутствие длинных денег и низкое доверие к банковской системе. Помимо специфических особенностей финансового рынка, решение этого вопроса невозможно в условиях высокой инфляции, поэтому снижение инфляции в российской экономике становится условием решения проблемы экономического роста.

Важное направление реформирования системы финансового регулирования в Российской Федерации — решение о создании мегарегулятора.

Реформа финансового регулирования, предусматривающая переход к мегарегулированию, означает изменения и в денежно-кредитном регулировании. Функции мегарегулятора переданы Банку России (Служба Банка России по финансовым рынкам). Служба Банка России в результате принятого решения будет осуществлять принятие нормативных правовых актов, контроль и надзор в сфере финансовых рынков [1].

В связи с созданием на базе Банка России мегарегулятора возникает вопрос, какие проблемы он может решить эффективнее, чем существовавшая до сих пор система финансового регулирования.

До настоящего момента существовала система, предусматривающая различные регуляторы на отдельных сегментах финансового рынка:

1) банковский рынок — регулятор Банк России;

2) страховой рынок — имел несколько различных регуляторов внутри сегмента за последние несколько лет.

В регулировании деятельности страховых компаний за последние пять лет сменилось три регулятора: Минфин России, Федеральная служба страхового надзора, Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР).

Пенсионные фонды — регулятор ФСФР;

3) небанковские кредитно-финансовые организации — регулятор ФСФР. Кроме того, на рынке финансовых посредников существовали секторы, на которых регулирование или отсутствовало вовсе (компании микрофинансирования, лизинговые компании, коллекторские агентства), или они не входили в зону ответственности ни одного из регулирующих органов (банковское страхование, факторинг).

Полномочия ФСФР по нормативному правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков переходят в полном объеме к Банку России. Кроме того, теперь ЦБ РФ будет регулировать деятельность страховых, микрофинансовых, кредитных кооперативов, рейтинговых агентств и негосударственных пенсионных фондов [1].

Проблема состоит в том, что теперь регулятор будет надзирать и за собственной деятельностью, так как Банк России — крупнейший акционер Сбербанка и Московской биржи, т.е. акционер контролирует рынок, торгующий акциями, которыми он владеет (табл. 1.7) [34].

Исторически во всех странах центральный банк регулирует деятельность только кредитных организаций. Однако в современной экономике границы между различными сегментами финансового рынка стираются. Регулировать деятельность только кредитных организаций для обеспечения стабильности национальной валюты без учета и контроля над процессами, осуществляемыми небанковскими финансовыми организациями, невозможно. Мировой финансовый кризис во многом был спровоцирован огромной накопленной денежной массой, воплощенной в квазиденьгах рынка производных финансовых инструментов, которые оказались за границей контроля со стороны центрального банка, т.е. центральный банк вынужден

Таблица 1.7

**Состав акционеров ОАО «Московская Биржа»,  
которые имеют пять и более процентов голосов  
в высшем органе управления ОАО «Московская Биржа»  
(по состоянию на 1 июля 2013)**

№ п/п	Акционер	Количество голосов в высшем органе управления	
		шт.	%
1	Центральный банк Российской Федерации	534 548 475	22,474
2	Открытое акционерное общество «Сбербанк России»	227 682 160	9,573
3	Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»	191 299 389	8,043
4	Европейский банк реконструкции и развития	138 172 902	5,809
5	Закрытое акционерное общество «ЮниКредит Банк»	135 835 335	5,711
6	Общество с ограниченной ответственностью «ММВБ-Финанс»	157 988 486	6,642
7	Банк ВТБ (открытое акционерное общество)	128 635 562	5,408
8	Шенгдонг Инвестмент Корпорейшн	127 989 506	5,381

регулировать риски, создаваемые на денежном рынке действиями некредитных участников финансового рынка. Кроме того, транзакционные издержки, связанные с подготовкой, запуском и продажей различных финансовых продуктов, могут быть существенно сокращены при концентрации надзора и контроля в одном ведомстве.

Таким образом, с одной стороны, наблюдаются тенденции роста специализации на рынке финансового посредничества, с другой — сервисы финансового рынка становятся все более универсальными, что делает целесообразным введение единого контроля над деятельностью всех участников финансового рынка.

Несмотря на принятое решение о создании мегарегулятора в Российской Федерации, среди специалистов продолжают дискуссии об оправданности его формирования на базе Банка России. Однако это решение представляется разумным с учетом невысокого уровня развития российского небанковского сектора и опыта регулирования и надзора, накопленного Банком России. Доля активов небанковских финансовых посредников на российском финансовом рынке составляет около 2% банковских активов (без пенсионных накоплений под управлением Внешэкономбанка) [32].

Аналитики компании Standard & Poor's утверждают, что в современных условиях небанковские финансовые организации имеют гораздо больше возможностей для нарушения требований регулирования, чем банки. Небанковские финансовые организации подают отчеты о результатах работы один раз в квартал, а не ежедневно, как это делают банки. Кроме того, их формы отчетности по управлению активами, как правило, подготовлены только в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учета (РСБУ) и не всегда публикуются. Качество отчетности, подготовленной в соответствии с РСБУ, часто ниже, чем отчетности по МСФО, особенно в отношении раскрытия подробной информации о рисках, учете некоторых сделок, консолидации и оценке стоимости активов. С 2012 г. страховые компании составляют годовые отчеты по МСФО, но они по-прежнему представляют квартальную отчетность по РСБУ и не всегда публикуют полные отчеты в соответствии с обоими стандартами [37].

Таким образом, возможности рассчитывать на появление длинных денег небанковского сектора в ближайшей и среднесрочной перспективе в России не существует. Вследствие этого необходимо использовать опыт развитых стран по расширению банковского кредитования для стимулирования экономического роста. Помимо инфляции основной опасностью в использовании данного инструмента является уход денежных средств в иностранные валюты, поэтому регулятор должен проводить дифференцированную политику применяемых регулирующих мер, направленных на расширение длинного кредитования коммерческими банками по отношению к различным заемщикам.

Денежные власти в России до середины 2013 г. увеличивали объем операций рефинансирования с целью стимулировать кредитование и экономическую активность. Это усиливало давление на рубль и заставляло Центральный банк РФ продавать валюту для стерилизации ликвидности.

Как показывает практика развитых стран, сегодня инфляция не является ключевой целью проводимой ими монетарной политики. Новыми направлениями денежной политики стали «заявление о намерениях» (Forward Guidance) и операции с балансом ЦБ (расширение баланса, Quantitative Easing, QE, или изменение структуры активов ЦБ, Operation Twist), формально реализуемые

в рамках таргетирования инфляции. В исследовании, проведенном Центром макроэкономических исследований Сбербанка России, утверждается, что после кризиса 2008 г. ФРС США, Банк Англии и даже ЕЦБ стали уделять *defacto* меньше внимание инфляции, хотя ранее центральные банки в развитых странах были твердыми приверженцами идеи стабильности цен. В посткризисный период, столкнувшись с «ловушкой ликвидности», некоторые из них начинают отходить от этой идеи, придавая в правилах своей политики больший вес разрыву выпуска (*output gap*). По оценкам исследователей, внимание к разрыву выпуска выросло, особенно в период эскалации Европейского долгового кризиса (август–сентябрь 2011 г.), и связано с ростом неопределенности относительно перспектив глобальной экономики [43].

Общий вывод исследования заключается в том, что таргетирование номинального ВВП является практическим механизмом, позволяющим имплементировать оптимальную монетарную политику в условиях достижения номинальными процентными ставками нулевой границы. Политика позволяет повысить ожидаемую инфляцию в фазе рецессии и увеличения отклонения ВВП от тренда и снизить ее по мере приближения к тренду номинального ВВП. Очевидно, что гипотеза о нулевых номинальных ставках делает применение этой теории неактуальным для Российской Федерации в неопределенной перспективе.

### **1.3. Возможности Банка России таргетировать инфляцию и стимулировать экономический рост**

С момента формирования новой системы денежно-кредитных отношений в Российской Федерации инфляция находится в основном фокусе внимания монетарных властей.

Целью денежно-кредитной политики Банка России в период до 2008 г. было обеспечение условий неинфляционного экономического роста, т.е. борьба с инфляцией. На период до 2015 г. приоритетной целью денежно-кредитной политики заявлено обеспечение ценовой стабильности — поддержание стабильно низких темпов роста цен. При этом денежно-кредитная политика, ориентированная на контроль над инфляцией, должна способствовать достижению

более общих экономических целей, таких как обеспечение условий для устойчивого и сбалансированного экономического роста и поддержание финансовой стабильности [31].

За истекший период Банк России менял целевые установки в процессе регулирования денежного рынка. На первых этапах регулирование, по сути, сводилось к регулированию курса рубля, однако регулятор рассматривал эту цель как промежуточную и стратегически стремился перейти к политике инфляционного таргетирования.

Политика инфляционного таргетирования (inflation targeting) представляет собой публичное объявление целевых ориентиров инфляции на установленный срок, обычно в кратко- и среднесрочной перспективе, а стабильность цен — долгосрочная цель. Другие макроэкономические цели могут учитываться, но не являются первостепенными. Снижение инфляции в результате ее таргетирования достигается путем снижения инфляционных ожиданий.

С 1999 г. Банк России проводит политику управляемого плавающего валютного курса, что предполагает ежедневный контроль Банка России за формированием курса рубля. При этом ЦБ РФ ставилась задача последовательного сокращения вмешательства в процессы рыночного курсообразования, так как независимая денежно-кредитная политика обеспечивает внутреннюю ценовую стабильность мерами процентной политики (режим инфляционного таргетирования), что требует перехода к плавающему валютному курсу.

До 2005 г. курс рубля регулировался только относительно доллара США, с 2005 г. в качестве операционного ориентира курсовой политики Банк России использует рублевую стоимость бивалютной корзины, включающей доллар и евро. Стоимость бивалютной корзины имеет интервал допустимых значений (операционный интервал). Если достигается граница установленного коридора, ЦБ РФ начинает осуществлять валютные интервенции в биржевом и внебиржевом сегментах межбанковского валютного рынка. Границы операционного интервала систематически пересматривались Банком России с учетом меняющейся внешней и внутренней конъюнктуры (основные факторы формирования платежного баланса, показатели бюджетной системы и конъюнктуры денежного рынка).

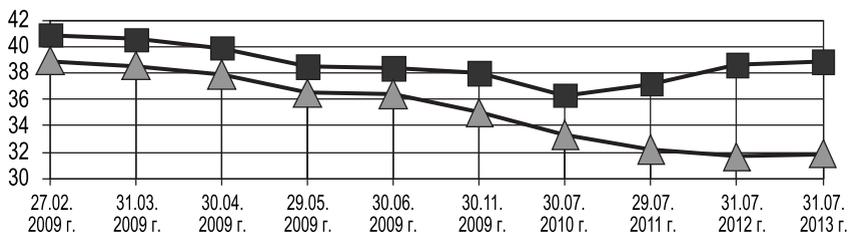
Под воздействием кризиса 2008 г. Банк России изменил механизм курсовой политики, и с февраля 2009 г. используется механизм автоматической корректировки границ интервала стоимости бивалютной корзины. В октябре 2010 г. были отменены фиксированные границы для изменения стоимости бивалютной корзины и введен плавающий операционный интервал, границы которого корректируются в зависимости от объема совершенных валютных интервенций. Это означает, что вмешательство регулятора возможно не только при приближении к границам коридора, но и внутри него.

За истекший период границы валютного коридора неоднократно менялись в сторону его расширения. Только в течение августа 2013 г. Банк России шесть раз сдвигал границы валютного коридора рубля (табл. 1.8 [31]; рис. 1.8). По форме регулирования режим похож на плавающий курс, однако этого недостаточно для перехода к инфляционному таргетированию.

**Таблица 1.8**

**Динамика границ плавающего операционного интервала курсовой политики Банка России, руб.**

<b>Дата</b>	<b>Нижняя граница</b>	<b>Верхняя граница</b>
27.02.2009 г.	38,90	40,90
31.03.2009 г.	38,55	40,55
30.04.2009 г.	37,90	39,90
29.05.2009 г.	36,50	38,50
30.06.2009 г.	36,40	38,40
30.11.2009 г.	35,00	38,00
30.07.2010 г.	33,30	36,30
29.07.2011 г.	32,20	37,20
31.07.2012 г.	31,65	38,65
31.07.2013 г.	31,85	38,85
07.08.2013 г.	31,90	38,90
12.08.2013 г.	31,95	38,95
29.08.2013 г.	32,15	39,15



**Рис. 1.8. Границы валютного коридора бивалютной корзины, руб.:**

■ — верхняя граница; ▲ — нижняя граница

Эксперты считают необходимым не просто расширение бивалютного коридора, а изменение в механизме валютных интервенций Банка России в целом.

Планы перейти к режиму плавающего валютного курса к 2015 г. обозначены в проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов», подготовленном Банком России. Свободное плавание означает, что центральный банк не будет предпринимать никаких мер, чтобы удержать рубль в границах коридора. Это отнюдь не означает, что валютный курс рубля выйдет из зоны контроля Банка России. Центральные банки всех стран имеют возможности выхода на валютный рынок, и Банк России также сохранит такое право. Другое дело, что четко определенные границы коридора в плановом порядке устанавливаться не будут.

Переход к плавающему курсу рубля создаст дополнительные валютные риски для производителей товаров и услуг в экономике, поэтому переход потребует параллельного развития рынка производных финансовых инструментов, которые позволят предпринимателям застраховать свои валютные риски.

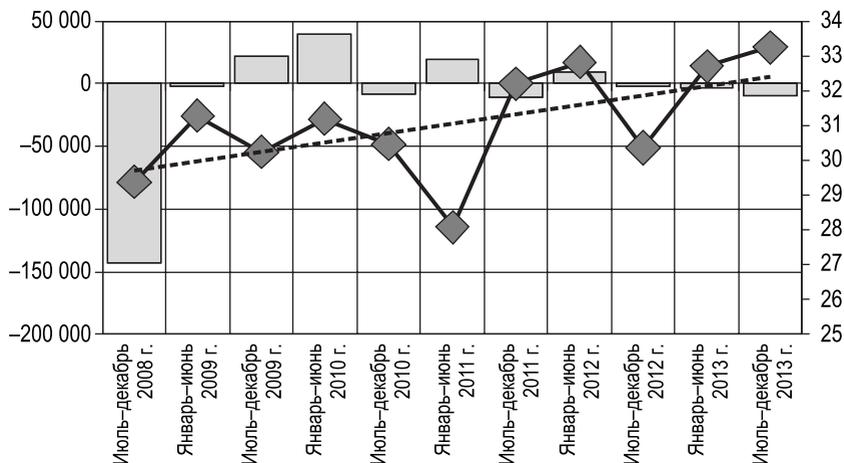
Некоторые эксперты полагают, что отпустить рубль на свободу, не опасаясь его резкого падения или взлета, можно хоть сейчас [38]. По их оценкам, текущий курс национальной валюты близок к реальной стоимости, и вряд ли в ближайшее время возможны серьезные колебания в ту или другую сторону. Однако объемы и динамика валютных интервенций Банка России дают основания полагать, что подобные оценки слишком оптимистичны (табл. 1.9 [31]; рис. 1.9 и 1.10).

Таблица 1.9

## Динамика валютных интервенций Банка России за 2008–2013 гг.

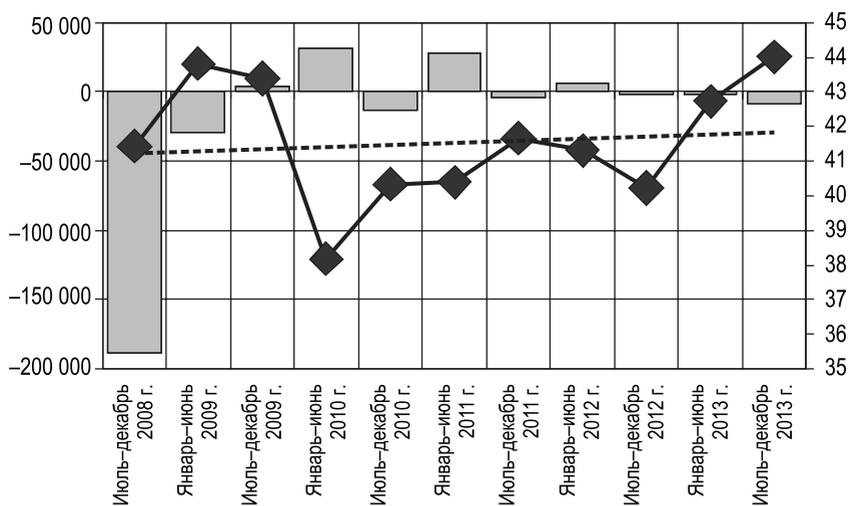
Период	Официальный курс на конец периода		Интервенции			
	евро	долл.	доллары США, млн долл.	в том числе целевые (плановые)	в евро, млн евро	в том числе целевые (плановые)
Июль–декабрь 2008 г.	41,44	29,38	-143 328,96	7 182,34	-18 836,37	700,75
Январь–июнь 2009 г.	43,82	31,29	-1 445,99	3 561,09	-2 969,59	26,50
Июль–декабрь 2009 г.	43,39	30,24	21 538,50	3 935,95	436,09	629,40
Январь–июнь 2010 г.	38,19	31,20	40 084,25	16 557,78	3 100,23	2 080,93
Июль–декабрь 2010 г.	40,33	30,48	-8 340,22	-5 105,20	-1 274,62	-867,47
Январь–июнь 2011 г.	40,39	28,08	19 050,36	15 296,32	2 793,28	2 041,36
Июль–декабрь 2011 г.	41,67	32,20	-10 330,80	-4 401,84	-417,48	125,71
Январь–июнь 2012 г.	41,32	32,82	8 940,83	8 450,47	622,61	565,33
Июль–декабрь 2012 г.	40,23	30,37	-1 955,16	-1 955,16	-166,00	-166,00
Январь–июнь 2013	42,72	32,71	-2 892,58	-2 310,84	-236,86	190,72
Июль–август 2013 г.	44,01	33,25	-9 638,43	-6 129,23	-822,10	-583,17

Объемы целевых (плановых) интервенций определяются с учетом оценки внешнеторгового баланса страны и динамики цен на энергоносители на мировых рынках. Проведение целевых интервенций направлено главным образом на нейтрализацию устойчивых ожиданий участников внутреннего валютного рынка относительно изменения обменного курса рубля, формирующихся под влиянием сложившейся внешнеэкономической конъюнктуры. Валютные интервенции, совершаемые Банком России сверх установленного целевого объема, осуществляются в целях сглаживания колебаний обменного курса рубля, не обусловленных действием фундаментальных экономических факторов (табл. 1.10) [42; 31].



**Рис. 1.9. Динамика интервенций Банка России, млн долл. США, и курса доллара США, руб./долл.:**

□ интервенции Банка России; ◆ курс доллара США;  
 - - - - - линейный (курс доллара США)



**Рис. 1.10. Динамика интервенций Банка России, млн евро, и курса евро, руб./евро:**

□ интервенции Банка России; ◆ курс евро;  
 - - - - - линейный (курс евро)

Таблица 1.10

**Динамика монетарных и немонетарных факторов инфляции  
в 2008–2013 гг.**

Период	Интервенции Банка Рос- сии на вну- треннем валютном рынке, млн руб.	Базовая инфля- ция, % к декабрю предыду- щего года	Индекс потре- битель- ских цен, %	Цена на нефть сорта «Юралс»		Темп роста де- нежной массы (M2), %
				долл.	% к соответ- ствующему периоду предыдущего года	
Июль–декабрь 2008 г.	-42 891 584	113,6	114,1	93,9	134,9	93
Январь–июнь 2009 г.	-175 373	106,0	113,1	50,6	48,0	97
Июль–декабрь 2009 г.	670 242	108,3	111,7	60,8	64,8	120
Январь–июнь 2010 г.	1 369 010	102,0	106,5	75,9	150,0	107
Июль–декабрь 2010 г.	-305 608	106,6	106,9	78,2	128,6	118
Январь–июнь 2011 г.	647 755	103,8	109,5	108,3	142,7	103
Июль–декабрь 2011 г.	-350 054	106,6	108,4	109,6	140,1	118
Январь–июнь 2012 г.	319 164	102,3	103,8	112,2	103,6	101
Июль–декабрь 2012 г.	-66 068	105,7	105,1	110,3	101,1	111
Январь–июнь 2013 г.	-356 654	102,4	107,2	106,8	95,2	104

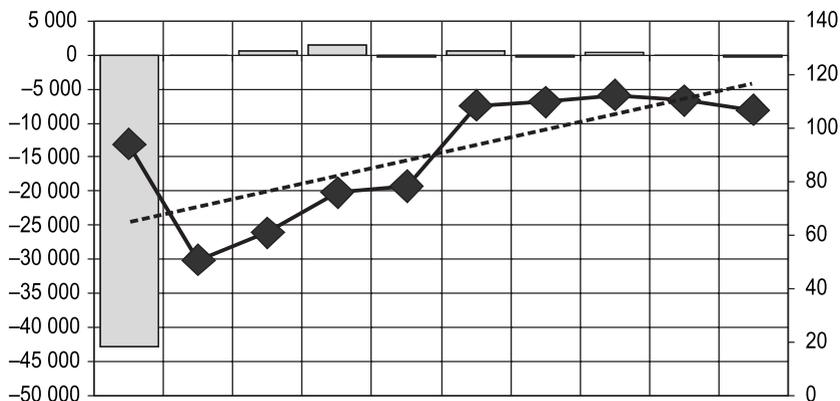
Для оценки степени влияния объема интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке и изменений цены нефти сорта «Юралс» (рис. 1.11) на индекс потребительских цен по данным табл. 1.8 была построена линейная регрессионная модель:

$$Y = 115,99 - 0,15 \cdot X_1 - 0,09 \cdot X_2, \quad (1.1)$$

где  $Y$  — индекс потребительских цен, %;

$X_1$  — интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке, трлн руб.;

$X_2$  — цена нефти сорта «Юралс», долл.



**Рис. 1.11. Динамика валютных интервенций Банка России, млрд руб., и цены нефти сорта «Юралс», долл./баррель:**

□ интервенции Банка России; ◆ цена на нефть сорта «Юралс»;  
 ----- линейный (цена на нефть сорта «Юралс»)

Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 1.11. Модель регрессии имеет относительно высокий коэффициент детерминации ( $R^2 = 0,656$ ) и статистически значима на уровне  $\alpha = 0,05$ .

**Таблица 1.11**

**Результаты регрессионного анализа влияния объема интервенций Банка России на внутреннем валютном рынке и изменений цены нефти сорта «Юралс» на индекс потребительских цен в табличном процессоре Microsoft Excel**

<b>Регрессионная статистика</b>					
Множественный $R$		0,810			
$R$ -квадрат		0,656			
Нормированный $R$ -квадрат		0,557			
Стандартная ошибка		2,28			
Наблюдения		10			
<b>Дисперсионный анализ</b>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<b>Значимость <math>F</math></b>
Регрессия	2	69,19	34,59	6,67	0,024
Остаток	7	36,31	5,19		
Итого	9	105,50			
<b>Уравнение регрессии</b>					
Факторы	Коэффициенты	Стандартная ошибка	<i>t</i> -статистика	<b><math>P</math>-значение</b>	
У-пересечение	115,990	3,110	37,30	2,59E-09	
$X_1$	-0,1495	0,0558	-2,68	0,031	
$X_2$	-0,0880	0,0334	-2,63	0,034	

Статистически значимыми на том же самом уровне являются все коэффициенты уравнения, что указывает на достаточно сильное и устойчивое влияние факторов  $X_1$  и  $X_2$  на индекс потребительских цен, причем отрицательный знак коэффициентов при факторах показывает, что рост интервенций Банка России и нефтяных котировок в целом способствует снижению инфляции. Так, каждый триллион рублей интервенций на валютном рынке приводит к снижению индекса потребительских цен в среднем на 0,15 процентных пункта, рост цены нефти на один доллар США понижает инфляцию примерно на 0,09 пункта.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что валютные интервенции Банка России и нефтяные котировки по-прежнему оказывают значительное воздействие на инфляцию в российской экономике и говорить об уменьшении их значимости преждевременно.

При всей сложности проблем перехода к инфляционному таргетированию неоднозначным является ответ на вопрос, какой индекс цен должен при этом регулировать Центральный банк РФ. В настоящее время в Российской Федерации для оценки уровня инфляции в стране используется индекс потребительских цен. Однако практически все центральные банки при проведении политики денежного регулирования производят расчет базовой инфляции. В Российской Федерации базовая инфляция рассчитывается Банком России с 2003 г., однако широкой известности этот показатель не получил, и в фокусе внимания находится инфляция, оцениваемая на основе индекса потребительских цен.

Анализ базовой инфляции наиболее значим при определении главных направлений кредитно-денежной политики, поскольку она показывает основной вектор движения инфляции. Не определив основной тренд инфляции, невозможно осуществлять ее целевое регулирование (таргетирование). Как известно, инфляция имеет различные источники, и на практике очень сложно разграничить последствия денежной политики, проводимой монетарной властью и действием случайных внешних факторов.

Базовая инфляция — показатель инфляции, «очищенный» от влияния временных, нестабильных, краткосрочных факторов. При ее расчете не учитывают изменения цен на товары, стоимость которых определяется сезонными или конъюнктурными колебаниями,

не связанными с долгосрочным трендом общеэкономического развития страны.

Рост базовой инфляции является показателем долгосрочных проблем фундаментального характера, т.е. рост цен без учета «шума» – сезонных колебаний спроса на отдельные товары, слишком резких изменений мировой конъюнктуры и других факторов, которые хотя и влияют непосредственно на рядового потребителя, но мешают определить динамику основных процессов в экономике.

В теоретических исследованиях приводится два основных варианта определения базовой инфляции. В первом варианте базовая инфляция определяется как постоянный компонент инфляции, который нейтрален к объему производства в средне- и долгосрочном периоде, так как учитывается в инфляционных ожиданиях. Альтернативный вариант определяет базовую инфляцию как агрегированную инфляцию (совокупность ожидаемой инфляции и монетарной политики), т.е. из общего уровня цен удаляется относительное изменение цен в результате шоков предложения. Таким образом, различия существуют в оценке периода воздействия ценовых шоков – временное (краткосрочное) или постоянное, а также в объекте измерения (исключаемые из расчета товары).

В практике большинства центральных банков используется второй вариант – базовая инфляция как агрегированная инфляция, из которой исключается ряд случайных цен, искажающих основной тренд.

В различных странах используются различные показатели, методы и методики расчета базовой инфляции. Что касается показателей базовой инфляции, то различают две основные группы показателей.

Первая группа представляет собой конкретные товары, цены на которые исключаются из индекса потребительских цен. Как правило, это товары с повышенной волатильностью или товары, цены на которые определяются в большей мере предложением. Исключаемые товары различаются в разных странах, но есть и идентичные для многих стран: практически во всех странах из подсчета исключаются энергопотребление и цены на продовольствие (табл. 1.12) [44].

Вторая группа показателей базовой инфляции использует средние значения различных ограниченных распределений. При этом оцениваются симметричные и несимметричные ограниченные распределения. Исследуется диапазон ограничения распределения с каждой стороны от 0 до 50%. Наиболее популярен данный показатель в Великобритании, Португалии, Колумбии, Новой Зеландии.

Таблица 1.12

**Товары, цены на которые исключаются из индекса  
потребительских цен при расчете базовой инфляции**

№ п/п	Страна	Товары
1	США	Продовольствие и энергия
2	Канада	Продовольствие, энергия и косвенные налоги
3	Таиланд	Свежие продукты и энергия
4	Англия	Выплаты процентов по ипотеке
5	Германия	Косвенные налоги
6	Нидерланды	Фрукты, овощи и энергия
7	Испания	Энергия и полуфабрикаты
8	Перу	Продовольствие, фрукты и овощи, городской транспорт
9	Колумбия	Сельскохозяйственные товары, общественные услуги и транспорт
10	Россия	Флодоовощная продукция Регулируемые цены и тарифы на платные услуги населению

В Российской Федерации при расчете базовой инфляции не учитывают отклонений в ценах продовольствия, тарифов естественных монополий и прочих сезонных или конъюнктурных явлений.

Несмотря на то что базовая инфляция рассчитывается центральными банками различных стран уже достаточно длительное время, общепринятого показателя до сих пор не существует. Как следует из приведенных в табл. 1.12 данных, наиболее распространенными в качестве «исключительных» товаров являются продовольствие и энергоресурсы («Ex food and energy»). Именно эти показатели рассчитывают и наблюдают Европейский центральный банк и Евростат. Эксперты указывают на существенные недостатки данных показателей: не дают возможности отследить тренд и спрогнозировать динамику цен, однако дают возможность оценить влияние внешних факторов на потребление внутри страны.

Таким образом, базовая инфляция позволяет абстрагироваться от случайных ценовых шоков в коротком периоде и не учитывает их в ежемесячных изменениях индекса потребительских цен.

Существующие подходы для измерения базовой инфляции также различаются. Основными в настоящее время являются моделирующий и статистический. Статистический используется официальными структурами (центральный банк, статистические ведомства)

при определении официальных показателей инфляции. При этом главной задачей становится устранение статистического шума, временных погрешностей. При моделирующем подходе главное требование показателя — его способность отражать существующий тренд, а также прогнозные свойства.

В рамках моделирующего подхода базовая инфляция определяется как та часть общей инфляции, которая не оказывает влияния на существующий объем производства в средне- и долгосрочном периодах, а действует только в краткосрочном периоде. Данный подход предусматривает прямую связь между денежно-кредитной политикой и базовой инфляцией.

Основной недостаток существующих моделей заключается в том, что получаемый в результате показатель зависит от исходных допущений. В то же время не привлекаются факторы, которые могут оказать существенное влияние на результаты.

Статистический подход акцентирует внимание на решении практического вопроса о том, как измерить базовую инфляцию на основе имеющихся данных, чтобы она отражала общий ценовой тренд. Главное достоинство этого метода — использование широкого набора статистических данных об индивидуальных ценах на товары и услуги (агрегированных или неагрегированных), что делает выводы более представительными.

В российской практике накоплен недостаточный опыт расчета базовой инфляции, для того чтобы делать выводы о практической значимости данного показателя в кредитно-денежной политике. Учитывая, что базовая инфляция должна выявлять долгосрочный тренд, для анализа требуются длинные временные периоды, которые еще отсутствуют для проведения качественного анализа. Кроме того, в российской экономике продолжается выравнивание деформированных относительных цен. Это также может исказить ценовой тренд и нейтрализовать действия монетарных властей, что в свою очередь требует снижения инфляции и настройки новой модели денежно-кредитной политики, при которой ведущую роль в предоставлении ликвидности начинает играть политика рефинансирования Центрального банка. Она должна быть нацелена не только и не столько на заботу о банках, сколько на таргетирование инфляции, адекватной потребностям экономического роста. Монетарная политика не может устранить причины спада в экономике, но она призвана создавать условия для формирования драйверов роста.

# Глава 2

## **Значение банковской системы в инновационном развитии экономики**

### **2.1. Особенности регионального развития банковского сектора на современном этапе в области кредитования**

Уровень организации кредитной работы в российских банках за последнее время вырос, однако по-прежнему остаются нерешенными многие проблемы, касающиеся кредитования в региональной банковской сети. Решение этих проблем находится в области понимания корректного процесса кредитования, опираясь на стандарты и факторы, определяющие специфику и стратегию процесса банковского кредитования в регионах. Основную долю активных банковских операций составляют кредитные операции, на которые приходится более половины всех активов банка. Кредитные операции наиболее рискованны, но и наиболее привлекательны для банков, так как являются главным источником их доходов.

Кредитование бизнеса — это современный и необходимый тренд. Экономическая нестабильность, здравое желание развития бизнеса заставляют предприятия различных уровней вступать во взаимоотношения с банковским бизнесом по поводу кредитных операций. Без кредитования практически никому не удастся обойтись, но многие вопросы, касающиеся кредитного процесса, по-прежнему остаются непонятными для потенциальных заемщиков, хотя уровень финан-

совой грамотности предприятий значительно возрос. Особенно это касается кредитования в региональной сети банков.

Банковские учреждения, владеющие региональной сетью, имеют общее понимание и стандарты кредитования, но необходимо учитывать ряд факторов, предопределяющих стратегию и процесс кредитования в регионах, например по каким критериям банк должен выбирать регион, где услуги кредитования будут наиболее востребованы.

Выбор критериев для развития структурных подразделений банка в конкретных регионах осуществляется каждым банком индивидуально. Одни банки разрабатывают методики, ориентированные на оценку макроэкономического состояния региона, позиций банков-конкурентов и их количество. Некоторые банки определяют свой выбор исходя из уровня доходов населения или его численности. В принципе методы и критерии отбора схожи, поэтому зачастую банк выходит на региональный рынок, на котором уже действуют конкуренты, и не выявляет своих конкурентных преимуществ на основе существующих особенностей регионального банковского рынка [9, с. 28].

Выделим основные критерии выбора региона:

- особенности региона, в котором находится объект;
- степень деловой активности предприятий в регионе;
- региональная инвестиционная политика;
- определение целевых групп клиентов региона;
- уровень инвестиционной активности.

В результате кредитования через региональные подразделения, осуществляемого после тщательного анализа макроэкономических, социальных, политических характеристик территории, банки могут не только расширить свои региональные сети, но и помочь социально-экономическому развитию региона. Как правило, кредитные средства в основном направляются на повышение конкурентоспособности предприятий, превращение их в градообразующие с комфортными условиями труда, эффективным функционированием хозяйственного механизма, высоким уровнем инвестиционной привлекательности и инновационной активности.

В регионах кредиты юридическим и физическим лицам предоставляют любые банки: начиная со Сбербанка, региональных представительств крупных российских банков и заканчивая небольшими

региональными банками. Каждая кредитная программа, предлагаемая тем или иным банком, имеет свои отличительные особенности. Однако можно указать и некоторые общие черты кредитов, на которых специализируются крупные и средние региональные банки.

Следует отметить, что продуктовая линейка региональных подразделений топ-банков России ровно такая же, как и линейка в Москве и Московской области. Более того, возможно наблюдать пилотные проекты в регионах по запуску той или иной программы, которая затем транслируется на всю сеть, в том числе в Москве и Московской области. Таким образом, в определенный момент может сложиться ситуация, когда продуктовая линейка региона будет значительно шире и выгоднее, чем в центре. Небольшие региональные банки не могут в полной мере конкурировать с федеральными по продуктовой линейке, однако их преимущество — индивидуальный подход к клиенту, что ценится в небольших городах и областях.

По информации Банка России, по итогам 2012 г. за последнее десятилетие количество действующих кредитных организаций в России уменьшилось на 27%, при этом темпы сокращения в регионах более чем в 1,5 раза превосходили показатели по московскому региону. В настоящее время почти 90% всех активов банковского сектора России сосредоточено в Москве и Московской области (при этом по населению Москва занимает менее 8% всего населения России, а по площади — 0,01%). Руководство страны неоднократно отмечало необходимость развития регионов и их громадный потенциал. Регионы значительно отстают в развитии рынка кредитования от Москвы из-за неотлаженности процедур кредитования. В представительствах московских банков и их филиалах получить кредит значительно легче и быстрее. В регионах заявки рассматриваются дольше, банк запрашивает у потенциального заемщика множество документов. Во многих ситуациях для более быстрого и качественного рассмотрения кредитных заявок региональным клиентам проще обращаться в центральные филиалы банков в Москве. Также следует отметить тот факт, что региональные филиалы крупных холдингов и предприятий обязаны осуществлять свою деятельность через банк, находящийся в Москве, который обслуживает стержневое предприятие. Это отрицательно сказывается на деятельности банковских структур, находящихся в регионах, так как заменить

такого клиента средним и малым бизнесом невозможно, а крупных потенциальных заемщиков в регионах не так много.

В условиях жесткой конкуренции современный банковский сектор нуждается в оптимизации своей организационной структуры и построении более гибкой системы управления ею. В связи с этим одной из самых распространенных тенденций последних лет в области развития регионального банковского сектора стало преобразование филиалов крупных коммерческих банков в операционные офисы, т.е. построение так называемой матричной структуры управления [7, с. 18].

Кредитные программы, которые банки предлагают в Москве, а затем в регионах, теоретически одинаковые, но практически осуществляются только в столице. Также столичный рынок кредитования предлагает заемщикам эксклюзивные программы. Чтобы повысить уровень развития системы кредитования в регионах, необходимо изменить отношение к этому: модернизировать и упростить процесс кредитования, добиться более близкого контакта центрального офиса и региональных филиалов либо передать больше полномочий в регионы, увеличить региональным банкам собственные лимиты риска по кредитным сделкам, обеспечить взвешенную политику в области надзора и регулирования банковских рисков. Кроме того, для повышения финансовой привлекательности региональных подразделений банков необходимы постоянная мотивация сотрудников и повышение их квалификации, обеспечивающие проведение качественного финансового анализа заемщиков банка, своевременный и жесткий мониторинг качества обслуживания долга по ссуде после ее предоставления клиенту. На региональном кадровом рынке ситуация следующая. Московские головные офисы следят за развитием сотрудников в регионах и затем приглашают молодых специалистов в столицы, не замещая эти должности в регионах. Таким образом, можно с уверенностью сказать, что регионы служат некой «кузницей кадров» для мегаполисов. Возможно, это нормальная ситуация — развитие карьеры специалиста, однако следует подумать о качественном и своевременном замещении этой должности. Помощь со стороны Москвы здесь явно окажется к месту региональному филиалу. Программы подбора персонала или специалисты в этой области не всегда есть в наличии в региональных филиалах. Московский центральный офис имеет штат таких сотрудников или

имеет возможность обратиться к специализированным фирмам по данным видам услуг.

На банковском кредитном рынке сложилась жесткая конкуренция. Банки ведут борьбу за каждого заемщика, используя при этом различные модели и инструменты кредитования клиентов:

- централизованную модель кредитного процесса, когда решение принимает центральный орган (кредитный комитет, подразделение риск-менеджмента, руководитель регионального центра, руководитель сети и т.д.), а влияние филиальной сети минимально. В большинстве случаев участие филиалов ограничивается привлечением клиентов в рамках утвержденного кредитного лимита;

- децентрализованную модель кредитного процесса, которая подразумевает наличие сети продаж, конкретных подразделений в структуре филиала, осуществляющих процесс кредитования на региональном рынке, а также определение лимитов полномочий на принятие решений о выдаче кредита.

Существуют разнообразные схемы практической реализации данных моделей в организации кредитного процесса. Нередко они содержат одни и те же элементы, но в разной комбинации. Применительно к региональному аспекту возможно создание регионального центра. Сегодня большинство банков отходит от децентрализованного кредитного процесса по ряду причин. Во-первых, он требует принятия определенных организационных и экономических мер: делегировать полномочия, поднимать уровень ответственности, осуществлять программы обучения руководителей, чтобы сократить количество ошибок при принятии решений. Во-вторых, децентрализация сопряжена с ростом административных расходов (системы бухгалтерского учета и отчетности претерпевают изменения).

Выделяют пять этапов кредитного процесса.

1. *Оформление потенциальным заемщиком заявки на кредит.* Потенциальный заемщик указывает сумму и срок кредита, целевое предназначение, порядок уплаты процентов и погашения кредита, предполагаемый вариант обеспечения (коммерческая и жилая недвижимость, оборудование, товары в обороте, залог акций, векселей, гарантийных депозитов, залог прав требований и т.д.). Если заемщик обращается в банк, но не имеет расчетного счета в нем, то в заявке необходимо указать общие сведения и финансовое состояние. К кредитной заявке потенциальный заемщик прилагает пакет

сопроводительных документов (бухгалтерскую отчетность за два завершённых года и за текущие месяцы текущего года, расшифровки к отчетности, справки о задолженности перед бюджетными и внебюджетными фондами, по налогам и сборам, перед другими кредитными организациями, а также о кредитной истории, ссудной и просроченной задолженности и т.д.). Следует отметить, что данный пакет документов может отличаться в том или ином коммерческом банке. Зачастую именно пакет документов является преградой для потенциальных заемщиков. Выдуманный страх заполнения или объем данного пакета документов влияет на принятие решения о выборе банка-партнера.

**2. Кредитный анализ.** Сотрудники кредитного отдела изучают репутацию заемщика и определяют его кредитоспособность, т.е. способность обслуживать и погашать кредит вовремя и полностью. Для анализа используются разные источники:

- сведения, предоставленные заемщиком;
- собственная информация кредитной организации;
- информация, полученная от третьих лиц.

Анализ кредитоспособности клиентов включает:

- оценку финансовых коэффициентов (коэффициентов ликвидности, рентабельности, оборачиваемости, финансовой устойчивости), анализ признаков проблемности ссуд, выявление тенденции к убыточности деятельности заемщика и т.д.;

- анализ денежного потока клиента (cash flow), реальных платежных транзакций, т.е. поступлений и списаний по счетам и кассе предприятия. В cash flow учитываются все поступления и выплаты, осуществляемые предприятием в процессе хозяйственной деятельности: операционной, инвестиционной и финансовой;

- оценку показателей делового риска. Источниками информации для проведения анализа делового риска заемщика являются данные, содержащиеся в анкете клиента, дополнительная информация, полученная банком в ходе переговоров с заемщиком, публикации, в том числе экспертные исследования деятельности заемщика, в СМИ, заключение службы безопасности филиалов. Рассматриваются качественные характеристики деятельности заемщика, влияние которых на кредитоспособность невозможно выразить количественно. В ходе качественного анализа заемщика производится экспертная оценка наличия и уровня правовых, корпоративных, производст-

венных, отраслевых, рыночных, региональных рисков, присущих его деятельности.

После завершения кредитного анализа кредитный инспектор составляет заключение (представление) по кредитной заявке. В нем описываются кредитная история заявителя, его деловая репутация, показываются результаты анализа его финансового состояния, указываются основные риски, рекомендации о целесообразности выдачи кредита и условия кредитования. Если принято положительное решение о выдаче кредита, то наступает третий этап кредитного процесса. Отметим, что рассмотрение заявки происходит как с положительным, так и с отрицательным заключением со стороны службы кредитования. Данный момент защищает заемщика от недобросовестного отношения кредитной службы к нему.

**3. Анализ и формирование заключений для юридического и залогового подразделений филиала банка.** После получения от кредитного инспектора полного комплекта документов, необходимых для юридического анализа, юристы осуществляют правовой анализ и готовят заключение по кредитной сделке.

Функции юридического подразделения головного банка — это оценка правоспособности заемщика (поручителя, залогодателя, принципала); оценка полномочий подписантов сделки с банком, легитимности прав залогодателя по передаче имущества (имущественных прав) в залог банку в обеспечение обязательств заемщика (принципала) перед банком по сделке; правовой анализ обеспечения (наличие правовых рисков), в случае если обеспечением является недвижимое имущество; иные вопросы.

Залоговое подразделение подготавливает заключение о возможности (невозможности) принять в залог имущество, определив его рыночную и ликвидационную стоимость, либо определяет необходимость проведения независимой оценки предмета залога, если предметом залога является недвижимость либо предмет залога является нестандартным в соответствии с принципами, отраженными во внутренних регламентных документах банка.

**4. Заключение риск-подразделения об оценке кредитного риска.** По результатам анализа кредитного предоставления, заключений залоговой службы и юридического подразделения, финансовой отчетности и прочей информации, параметрам резервирования риск-подразделение делает заключение об оценке кредитного ри-

ска и направляет его в кредитующее подразделение для включения в состав документов, выносимых на рассмотрение уполномоченного органа.

**5. Информирование заемщика о предоставлении кредита.** В случае положительного решения, которое принимает уполномоченный орган, кредитный инспектор информирует заемщика о параметрах предоставления кредита, подготавливает кредитный и обеспечительные договоры, формирует кредитное досье и предоставляет кредит.

Далее банк осуществляет кредитный мониторинг и контроль выполнения заемщиком условий кредитного договора. Контролируется целевое использование кредита, полнота и своевременность уплаты процентов и погашения кредита, финансовое состояние заемщика и (или) его гаранта (поручителя), состояние залога.

Процесс кредитования в региональных точках не всегда совпадает с порядком центрального подразделения. Имеется ряд особенностей. Основные отличия процесса кредитования в регионах от ситуации на столичном рынке заключаются в следующем:

- на столичном рынке значительно выше конкуренция между банками, таким образом, клиент располагает большим выбором банков и услуг;
- различаются и сами заемщики, и организационная структура их бизнеса.

Средние банки в регионах предоставляют представителям среднего и малого бизнеса, а также частным клиентам больше возможностей для открытия расчетных счетов и кредитования, ведь банки местного подчинения ориентируются в своей деятельности на приоритетные для района направления развития и индивидуально подходят к каждому клиенту. Кредитование в регионах отличается большей гибкостью и оперативностью. Во многих регионах программы поддержки малого и среднего бизнеса реализуются через кредитные организации, и это позволяет клиентам рассчитывать на некоторые преимущества, которые могут предоставить им в индивидуальном порядке банки местного подчинения.

Одни банки уделяют значительное внимание развитию кредитования среднего и малого бизнеса, другие делают упор на кредитовании корпоративных клиентов, третьи занимаются только розничным кредитованием. Следует выделить проблемные зоны регионального кредитования.

Наибольшая доля объемов кредитования сосредоточена в ЦФО, в удаленных от центра регионах низкие объемы кредитования и высокая потребность в них, при этом кредиты предоставляются по высоким ставкам, на короткие сроки, под ликвидное обеспечение и т.д.

Большинство банков обязали крупных клиентов не только открывать у них расчетные счета и переводить кредитовые обороты, но и размещать определенный процент депозитов в зависимости от величины предоставленных банком кредитов (открытых гарантий, аккредитивов и т.д.).

Согласование нестандартных заявок на кредитование корпоративных клиентов проходит через головной офис, чаще всего в Москве, поэтому процесс задерживается. При обращении в местный банк, напротив, время на принятие решения значительно уменьшается. Однако возможности получить приемлемую сумму кредита на нужных условиях также сокращаются, так как у региональных банков кредитных возможностей меньше.

Региональные банки предоставляют в основном стандартные кредитные продукты: кредиты, овердрафты, кредитные линии, гарантийные операции, тогда как в головных организациях клиентам предлагается расширенный список кредитных продуктов на более выгодных условиях (беззалоговые кредиты, акцизные гарантии, таможенные и платежные гарантии, аккредитивы stand-by и т.д.). Необходимо отметить и сильную конкуренцию с крупными игроками на региональном рынке.

Малый и средний бизнес также находится в фокусе региональных представителей. Это наиболее активные и востребованные клиенты для любого банка. Завоевать доверие малого и среднего бизнеса довольно трудно, но результат на выходе может оказаться значительным. Развитие бизнеса проходит параллельно с развитием (добавлением) банковских услуг в корзину клиента, что является взаимовыгодным на рынке банковских услуг. Существуют региональные особенности при взаимодействии с малым и средним бизнесом банковских структур. Так, невозможно оценить реальную доходность бизнеса: низкое качество и непрозрачность бухгалтерской отчетности предприятий; умышленное сокрытие достоверной информации об уже имеющихся долгах. Требования к залогу стали менее строгими. В регионах же клиенты не всегда могут предоставить в залог недвижимость, имея только оборудование.

Обычно банки начинают свою работу с клиентами с анализа риска и финансовых показателей прошлых лет, т.е. с теми, у кого имеется некая кредитная история. Если же это start-up, потенциальному клиенту нечего предоставить банку для анализа. За последний год ставки банков при предоставлении кредитов малым и средним предприятиям в зависимости от суммы, срока кредита увеличились на 1–4% годовых. Ужесточились требования к пакету документов на выдачу кредита, а также к развернутому пакету документов, используемых в процессе мониторинга кредита после его предоставления.

Также имеется зависимость малого бизнеса от работы крупных структурообразующих компаний региона. Наблюдается прямая зависимость между высокими доходами населения и успешной работой крупных предприятий с уровнем развития малого бизнеса. Банки слабо развивают механизмы и единые стандарты оценки эффективности малого и среднего бизнеса, что также является причиной отказа в кредитовании.

Банковское сообщество значительные ресурсы тратит для развития своих программ в области кредитования малого и среднего бизнеса. Это государственная задача. К основным направлениям совершенствования взаимоотношений на региональном уровне банковского бизнеса с заемщиками следует отнести:

- 1) организацию наиболее тесного сотрудничества региональных банков с региональными органами государственной власти;
- 2) внедрение практики синдицированного кредитования региональными банками с участием государства для решения проблемы выдачи «длинных кредитов»;
- 3) субсидирование процентных ставок и стабилизацию налогового режима;
- 4) создание в регионах специализированных фондов.

Кредитование малого бизнеса сопряжено со сложностью взаимоотношений между банками и представителями малого бизнеса. Для решения этой проблемы необходимы комплексный и системный подходы и поддержка региональных и федеральных органов государственной власти. Банк тоже заинтересован в развитии малого бизнеса в регионе, поскольку от этого будет зависеть доходность его кредитной деятельности. Для этого целесообразно будет принять следующие меры:

- 1) увеличение в региональных бюджетах объема финансовых средств на развитие системы гарантийных фондов;

- 2) увеличение в региональных бюджетах объема финансовых средств на субсидирование процентных ставок по кредитам;
- 3) развитие системы стандартов кредитования малого бизнеса;
- 4) развитие start-up проектов.

Таким образом, развитие регионального банковского бизнеса имеет важное значение в масштабах страны. Регионы — потенциальный рынок для банковских структур, ведущих жесточайшую конкуренцию в городских мегаполисах за клиента и практически не принимающих никаких мер для выхода на региональные рынки.

## **2.2. Проблемы формирования системы венчурного финансирования инноваций в России**

Одним из основных способов стимулирования инноваций является создание инфраструктуры, которая будет благоприятно действовать на функционирование инновационной среды. Темпы и эффективность развития инновационной сферы зависят от проводимой инвестиционной политики, которая должна обеспечить качественные условия для развития.

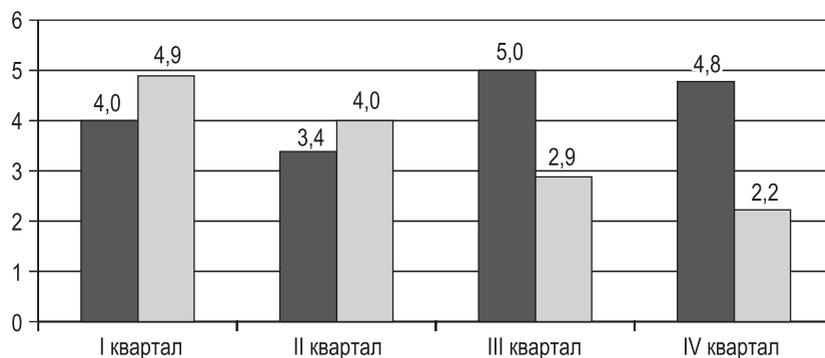
Текущее состояние экономики и развитие мировой финансовой системы существенно усиливают роль государства в регулировании инновационных процессов. Инструменты и методы государственного регулирования в развитых странах носят разнообразный характер. В нашей стране роль государственной поддержки носит особый характер, так как в ходе изменения процессов, сопровождающихся переломом в области экономики, отраслевая наука значительно снизила свое влияние в области инноваций, а бизнес вообще был не заинтересован в развитии этой деятельности.

Сегодня слово «инновация» мы слышим на каждом шагу. Значительная часть экспертов в развитых странах связывает инновации с прорывными технологиями, которые направлены, прежде всего, на удовлетворение потребностей корпораций и элиты, а затем уже передаются среднему и малому классу. Однако значительная часть современных инноваций — это набор непрерывных усовершенствований товаров и услуг, предназначенных для среднего класса или представителей нижнего слоя социальной пирамиды. Особое место следует выделить для внутрикорпоративных инноваций, которые

оказывают положительную динамику в совершенствовании хозяйственного механизма предприятий независимо от его финансовых показателей и доли рынка.

Безусловно, для инновационной деятельности необходимо создание финансовых условий, именно в этой части требуется поддержка со стороны государственных органов. Такая поддержка может осуществляться и через банковский сектор, так как основные игроки банковского бизнеса в нашей стране — это государственные или окологосударственные кредитные учреждения.

Рост экономики России в 2012 г. замедлился: в IV квартале 2012 г. ВВП вырос на 2,2% относительно предыдущего квартала, тогда как в I квартале 2012 г. квартальный рост составлял 4,9% [42] (рис. 2.1). Такая тенденция обусловлена сочетанием внешних и внутренних факторов: нестабильностью глобальных рынков и снижением инвестиционной активности на внутреннем рынке.

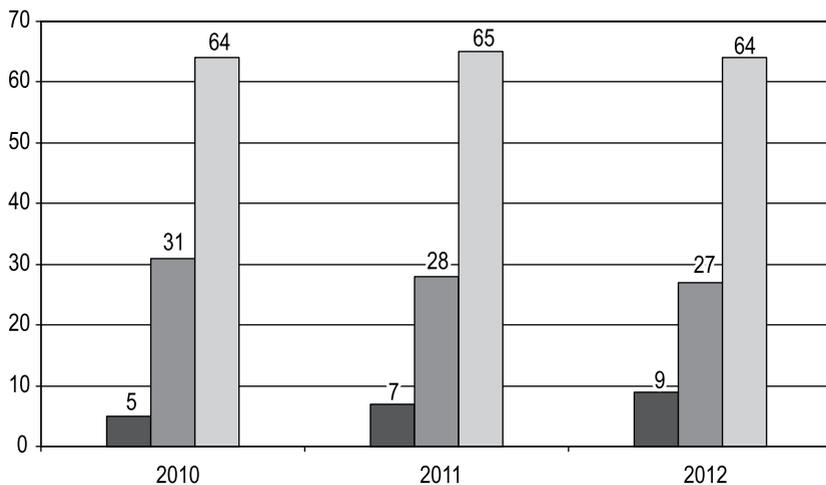


**Рис. 2.1. Динамика ВВП России в 2011–2012 гг., %:**  
 ■ 2011 г.; □ 2012 г.

Среди ключевых компонентов ВВП значительно выросло лишь конечное потребление, тогда как вклад прочих факторов в рост ВВП был незначительным. В такой ситуации в российской банковской системе отмечалось значительное снижение спроса на кредиты со стороны корпоративных клиентов — рост в этом сегменте за 2012 г. составил 13% против 26% в 2011 г. Замедлению роста кредитования также способствовали быстрое развитие рынка рублевых облигаций

и благоприятная ситуация на внешнем долговом рынке. Все это позволило крупным российским компаниям осуществлять значительные заимствования за рубежом, а не на традиционном рынке кредитов.

В то же время в российской экономике сохранилась тенденция к росту потребления, которая поддержала быстрый рост розничного кредитования. Совокупный объем кредитов, выданных частным лицам, увеличился в 2012 г. на 39,4%, а в некоторых сегментах, ориентированных на потребительский спрос, рост был еще значительнее (рис. 2.2) [31]. Во второй половине 2012 г. российские регуляторы усилили внимание к сегменту розничного кредитования и объявили, что планируют ввести регулирующие нормы, которые призваны улучшить управление рисками, возникающими в связи с ростом этого рынка.



**Рис. 2.2. Структура портфеля кредитов физическим лицам в банковском секторе Российской Федерации, %:**

■ кредитные карты; ■ ипотека; □ прочие кредиты физических лиц

Приток депозитов в российском банковском секторе замедлился в 2012 г., что в основном было обусловлено сокращением притока средств корпоративных клиентов (минус 11,0% относительно 2011 г.).

В сегменте розничных вкладов ситуация была благоприятнее: объем средств населения в 2012 г. вырос на 20%. Несмотря на снижение спроса в секторе корпоративного кредитования, рост кредитов опережал приток депозитов, а разрыв в основном покрывался за счет финансирования, привлекаемого у монетарных властей.

В 2012 г. российский банковский сектор продолжал динамично развиваться. Активы банковской системы страны увеличились за год на 19%, что лишь незначительно слабее 23%-ного роста, зафиксированного в 2011 г. При этом проникновение сектора банковских услуг, определяемое как соотношение совокупных активов банков к ВВП, увеличилось до 79% по сравнению с 76% годом ранее.

Существенно улучшилось качество активов в розничном бизнесе (в частности, за счет сильного роста кредитного портфеля): доля просроченных кредитов снизилась до 4,1% на конец отчетного периода против 5,2% на конец 2011 г. В корпоративном сегменте доля просроченных кредитов осталась неизменной — на уровне 4,6%. Совокупный объем прибыли в секторе вырос до рекордного уровня — 1012 млрд руб. против 848 млрд руб. в 2011 г. При этом число убыточных банков в банковской системе выросло незначительно — до 55 по сравнению с 50 в 2011 г.

Государственные банки сохранили свои лидирующие позиции. Так, на конец 2012 г. на долю четырех крупнейших из них — Сбербанка, группы ВТБ, Газпромбанка и Россельхозбанка — приходилось 51,6% всех банковских активов страны против 51% в 2011 г. На этом фоне, а также под давлением развивающегося банковского кризиса в Европе некоторые дочерние банки иностранных финансовых институтов были вынуждены снизить объемы операций.

Значительное усиление конкуренции, стремительное изменение условий деятельности, потребностей и требований клиентов требуют от банковского сектора адекватных изменений в своей работе. Важным источником будущих конкурентных преимуществ банка является инновационная деятельность. Тем более важно для инновационного развития не само присутствие (количество) банковских организаций, а деятельность кредитных учреждений, отражаемая в их операциях.

Однако отметим, что роль банковского бизнеса в развитии инноваций сводится не только к кредитованию инновационных компаний. В связи с этим интересным представляется пример американского

рынка венчурного капитала, где в значительной степени доминируют независимые небанковские венчурные фирмы. В то же время американский банковский сектор использует все возможные средства для обеспечения присутствия на рынке венчурного капитала. Прослеживается прямая логическая зависимость: поскольку банки являются доминирующими финансовыми учреждениями в большинстве стран, именно им и должны принадлежать лидирующие позиции в области развития венчурного капитала, в том числе и в России.

Начало в этой сфере заложил лидер нашей банковской системы — Сбербанк России. В начале 2012 г. Сбербанк объявил о создании венчурного фонда со стратегией инвестирования в высокотехнологические компании и проекты [41]. Новый венчурный фонд сосредоточен на развитии стартапов, находящихся на стадии роста. Приоритет отдается развитию новых информационных и коммуникационных технологий для финансовых институтов. При этом фонд будет инвестировать не только в российские стартапы, но и в наиболее перспективные инновации по всему миру. Венчурный фонд технологий Сбербанка (SBT Venture Capital) с Opus Capital и Jado Investments вложил в американскую Sequent Software 12 млн долл. Sequent Software основана в конце 2012 г. и разработала платформу дистанционного управления бесконтактными приложениями и сервисами SE-TSM (Trusted Service Manager). В основу положена технология Near Field Communication (NFC), предназначенная для обмена данными между устройствами на небольшом расстоянии друг от друга. На базе NFC работают многие сервисы бесконтактной оплаты через мобильный телефон (например, оплата проезда в транспорте). Платформа SE-TSM позволяет банкам и другим компаниям безопасно управлять своими данными на мобильных телефонах.

Это первая инвестиция фонда SBT Venture Capital, созданного в феврале 2012 г. с объемом 100 млн долл. Инвестиция в Sequent Software обосновывается тем, что фонду очень интересны темы, связанные с безопасностью и мобильными приложениями. Эта тема актуальна и для Сбербанка, поэтому фонд прорабатывает варианты и проектные инициативы для реализации в банке. Сбербанк давно интересуется и онлайн-платежами. В конце 2012 г. он даже установил контроль (75% минус 1 руб.) над системой «Яндекс.Деньги» за 60 млн долл.

Конечно, нужно учитывать особенности российской экономики в целом и банковского бизнеса в частности. Так как первая тройка банков на российском рынке — это государственные компании, следовательно, включается механизм господдержки через банковский сектор. Положительные примеры в нашей стране — поддержка автопрома, ипотека по госпрограмме, использование средств материнского капитала.

Отрицательной стороной этой схемы является то, что для банковской сферы венчурный бизнес будет не основным, а одним из направлений универсальных услуг, тогда как независимые венчурные компании сосредоточатся именно на этом векторе. Можно выявить множество плюсов и минусов как с одной, так и с другой стороны, однако вывод будет сделан отдельный в каждом конкретном случае при выборе партнера венчурного бизнеса. Для банковского бизнеса здесь особенно проявляется интерес в последующем расчетно-кассовом и кредитном обслуживании компаний, участвующих в венчурной схеме, что крайне важно в условиях жесточайшей конкуренции за клиента на рынке банковских услуг.

В 2006 г. было создано ОАО «Российская венчурная компания» (ОАО «РВК»), которое по замыслу Правительства РФ должно было способствовать росту объемов венчурного капитала в России, чтобы стимулировать механизм финансирования рискованных инновационных проектов [40]. Еще раньше, в 1997 г. была образована Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ), основной миссией которой также является содействие становлению и развитию венчурной индустрии в России. Однако функционирование этих организаций не дало ожидаемых результатов.

В настоящее время в России наряду с несколькими десятками закрытых венчурных ПИФов функционирует только 22 региональных венчурных фонда инвестиций в малые предприятия в научно-технической сфере, созданных Минэкономразвития России совместно с администрациями регионов общим объемом 8,9 млрд руб. (табл. 2.1) [40].

Однако, как показывает практика, этого недостаточно для инновационного прорыва в стране, причем проблема кроется не в недостатке средств. Зачастую наблюдается просто недостаток идей и проектов «на входе».

Таблица 2.1

**Действующие региональные венчурные фонды России**

№ п/п	Регион	Управляющая компания	Размер фонда, млн руб.	Год создания
1	Москва	ВТБ Управление активами	800	2008
2	Воронежская область	Сбережения и инвестиции	280	2009
3	Калужская область	Сбережения и инвестиции	280	2010
4	Краснодарский край	Сбережения и инвестиции	800	2009
5	Красноярский край	Тройка Венчур Кэпитал	120	2006
6	Московская область	Тройка Венчур Кэпитал	284	2007
7	Нижегородская область	ВТБ Управление активами	280	2007
8	Новосибирская область	НИКОР Кэпитал Партнерз	400	2009
9	Пермский край	Альянс Инвестиции	200	2006
10	Республика Башкортостан	Сбережения и инвестиции	400	2009
11	Республика Мордовия	Альянс Инвестиции	880	2007
12	Республика Татарстан	Тройка Венчур Кэпитал	800	2006
13	Республика Татарстан (высоких технологий)	АК Барс капитал	300	2007
14	Самарская область	Инвест-Менеджмент	280	2009
15	Санкт-Петербург	ВТБ Управление активами	600	2007
16	Саратовская область	ВТБ Управление активами	280	2007
17	Свердловская область	Ермак	280	2007
18	Ставропольский край	УК ООО «АктивФинанс Менеджмент»	400	2012
19	Тверская область	УК «Сбережения и инвестиции»	400	2013
20	Томская область	Мономах	120	2006
21	Челябинская область	Сбережения и инвестиции	480	2009
22	Чувашская Республика	НИК Развитие	280	2009
	Итого		8944	

По словам нынешнего председателя ЦБ РФ Э.С. Набиуллиной, для того чтобы «выстрелили» одна-две компании, требуется профинансировать около 20 компаний; а для того чтобы профинансировать 20 компаний, надо рассмотреть 2000 заявок. Таким образом, «на входе» необходимо иметь порядка одной-двух тысяч инновационных проектов, чтобы «на выходе» получить один-два успешно реализованных проекта [33].

Среди управляющих венчурными фондами есть и более сдержанные оценки по соотношению «вход-выход». Конечно, основными инновационными центрами в России должны быть вузы и создаваемые на их базе исследовательские институты, именно здесь должны генерироваться основные идеи. Однако опыт коммерциализации научных разработок в России значительно скромнее зарубежного. Не менее важной проблемой является недостаток высококвалифицированных кадров для венчурных фондов. Дело в том, что компетенции венчурных управленцев формируются по иным принципам, чем компетенции, например, банкиров или других финансистов.

Сейчас нормальной практикой считается, если венчурный эксперт имеет несколько образований.

Во-первых, базовое образование, соответствующее направлению инвестирования (медик, инженер и т.п.), ведь ему приходится принимать непосредственное участие в оценке, доработке и реализации идеи.

Во-вторых, венчурный специалист должен иметь профессиональное финансовое образование и, что отличает его от других финансистов, хорошие навыки по управлению проектными рисками.

Также стоит отметить, что хорошими венчурными специалистами не выходят из стен вуза (даже если это самое престижное заведение, дающее полноценное образование), ими становятся по мере накопления опыта, путем «проб и ошибок». Очевидно, что такой кадровый задел может появиться в России только в отдаленном будущем при условии развития венчурного бизнеса. Некоторые положительные сдвиги в подготовке кадров для инновационной сферы имеются. Например, в ФГОУ ВПО «Госунiversитет–УНПК» уже планируется начать подготовку специалистов по направлению «Инноватика», что, без сомнения, отвечает сегодняшним потребностям рынка.

Незрелость венчурного бизнеса в России проявляется в «смешении» прямых и венчурных инвестиций. Например, венчурными инвестициями часто занимаются фонды прямых инвестиций, тогда как чисто венчурных фондов не так много. Даже те фонды, которые созданы под эгидой ОАО «РВК», по мнению многих специалистов, являются на самом деле не венчурными, а прямыми, так как они часто ориентированы на инвестиции в уже зрелые компании, находящиеся на стадии расширения и имеющие сложившиеся рынки, а не в инновации «с нуля» и проекты start-up.

Если говорить о требованиях Министерства экономического развития РФ к управляющим компаниям региональных венчурных фондов, то и они ориентированы на привлечение именно прямых инвесторов. Во-первых, это жесткие требования по размеру собственного капитала, предоставляемой отчетности и объектам вложений, поэтому данные фонды ориентированы на получение более низкой, чем при венчурных инвестициях, доходности, которую обеспечивают как раз прямые инвестиции. Во-вторых, чтобы иметь возможность управлять венчурным фондом, российская управляющая компания должна иметь опыт по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами не менее двух лет, а стаж руководителя на рынке ценных бумаг или в деятельности по управлению активами должен быть не меньше трех лет. Очевидно, что такие управляющие компании ориентированы именно на прямые, а не на венчурные инвестиции, следовательно, и бизнес в них изначально строится по другим принципам.

К перечисленным проблемам, конечно, необходимо добавить несовершенство законодательной базы, особенно в сфере интеллектуальной собственности. В связи с неопределенностью правового поля риски венчурного бизнеса значительно возрастают, поэтому приемлемая доходность по проектам устанавливается российскими фондами на более высоком уровне, чем их западными коллегами. В результате много потенциально хороших проектов остаются не профинансированными.

Что касается развития венчурных инвестиций в регионах, в частности на Брянщине, то отметим следующее. Наибольшей популярностью у российских венчурных фондов пользуются следующие направления: телекоммуникации, программное обеспечение, интернет-проекты, медицина и биотехнологии, энергетика, в том числе солнечная энергетика, и т.д.

К сожалению, далеко не все эти направления представлены в таких российских регионах, как Брянская область. Примером инновационного предприятия на территории Брянской области можно считать открытый в конце февраля 2012 г. в г. Карачев завод «Метаклэй» — первое в России производство модифицированных слоистых наносиликатов, мастербатчей и полимерных нанокомпозиционных материалов.

Таким образом, в погоне за новомодными тенденциями (к коим можно отнести венчурные инвестиции), нельзя забывать, что венчурный бизнес — это механизм привлечения инвестиций именно в новые предприятия. Однако венчурные инвестиции не решают проблему существующих предприятий, а именно они составляют экономическую основу большинства регионов. Поэтому, несмотря на важность и перспективность венчурных инвестиций, более актуальной в российской действительности (в том числе и для Брянской области) является проблема привлечения прямого инвестиционного капитала в модернизацию существующих предприятий. И здесь главную роль должны сыграть кредитные организации региона.

В настоящее время наиболее заметное место в поддержке инноваций среди банков занимает «Российский банк развития» (ОАО «РосБР») [39]. Он был создан в 1999 г., а с 2007 г. является дочерним банком Внешэкономбанка и, по сути, выполняет посредническую роль между государством и коммерческими банками. Основная задача банка — содействие развитию малых и средних предприятий. Однако среди операций банка есть и непосредственно связанные с финансированием инновационных проектов. Например, ОАО «РосБР» разработал Программу «Финансирование для инноваций и модернизации». В ней рассматриваются предложения банков-партнеров по кредитованию инновационных и модернизационных проектов субъектов малого и среднего предпринимательства.

Между основными российскими институтами развития заключено соглашение о сотрудничестве в области финансирования перспективных инновационных проектов. Цель данного Соглашения — организация взаимодействия сторон по определению потребностей инновационных компаний и их обеспечение инструментами, сервисами и условиями для эффективной деятельности по реализации инновационных проектов на территории Российской Федерации и глобальном рынке. Стороны должны осуществлять взаимодействие по следующим направлениям:

- оказание финансовой поддержки инновационным проектам малых и средних предприятий на разных стадиях их осуществления;
- поиск перспективных для реализации инновационных проектов и представление их на рассмотрение другим участникам соглашения;
- привлечение частных инвестиций в проекты, поддержанные финансовыми институтами развития;

▪ выработка единых подходов к отбору, экспертизе, структурированию и реализации инновационных проектов.

В целях формирования региональной инфраструктуры привлечения инвестиций в инновационные компании созданы специализированные упаковочные компании в семи субъектах Российской Федерации (Санкт-Петербург, Омская, Ярославская, Свердловская и Липецкая области, Красноярский край, Республика Мордовия), а также упаковочная компания в нефтегазовой отрасли. Особенность таких компаний заключается в сопровождении проектов на всех инвестиционных стадиях, а также в дальнейшей поддержке, такой как продвижение продукции, содействие развитию и обновлению производства, облегчение доступа к административным ресурсам, получение государственных преференций и льгот.

В настоящее время упаковочные компании объединены в рамках Национального листингового агентства «Региональные инновации и инвестиции», деятельность которого включает практическое взаимодействие со всеми категориями инвесторов. Данное обстоятельство позволяет создать единую систему финансирования от момента учреждения инновационной компании, когда применение биржевых механизмов затруднительно, до возможности осуществления IPO, что означает переход к траектории устойчивого развития.

Осуществляется также и расширение сети упаковочных компаний: Листинговым агентством заключены соглашения о сотрудничестве с Брянской, Новгородской, Пензенской, Ульяновской областями, Кабардино-Балкарской и Республикой Марий-Эл, Забайкальским краем, Ассоциацией региональных банков России. Таким образом, ведущая роль в финансировании инноваций в России все-таки должна отдаваться банковской системе, но для этого необходимо разработать механизмы вовлечения банковского капитала в финансирование инновационных проектов на ранних этапах. Кроме того, остается нерешенной проблема существенного дефицита инновационных идей, особенно в российских регионах.

Владельцы денежных средств едва начинают понимать, что вложение на несколько лет является нормой, более того, оно может быть эффективным. На текущий момент можно отметить и недостаток кадров на этом направлении. В стране нет необходимого количества менеджеров для управления новыми венчурными компаниями.

Чтобы имеющийся потенциал превратить в источник дохода, необходимо довести его до стадии готового товара. Инновационные предприятия сферы малого бизнеса не располагают достаточным количеством собственных средств. Они являются чрезвычайно зависимыми от спроса и могут реализовать имеющиеся идеи в коммерческую деятельность в том случае, если последние не требуют значительных инвестиций.

К числу препятствий на пути венчурного бизнеса следует также отнести неразвитость российского рынка ценных бумаг. Можно смело предположить, что в ближайшие три–пять лет для большинства компаний с венчурным капиталом будет недоступна стратегия вывода через публичное размещение акций на отечественном фондовом рынке.

Сейчас в России складывается сочетание необходимых для развития венчурного бизнеса факторов:

- предстоящие в ближайшие десятилетия революционные перемены в сферах производства широкой номенклатуры товаров и услуг под влиянием применений в них современных информационных технологий;
- наличие в России научно-технического потенциала;
- наличие потенциального российского венчурного капитала.

Основными проблемами развития венчурной деятельности в России являются:

- 1) незначительное количество фирм для венчурного финансирования;
- 2) недостаточное число перспективных инновационных проектов с приемлемой доходностью и темпами роста;
- 3) низкое качество менеджмента на предприятиях малого бизнеса, недооценивающих перспективы инновационного развития;
- 4) невозможность доступа к традиционным источникам финансирования вследствие чрезвычайно высоких рисков на этапах seed и start-up;
- 5) решение большинства фондов осуществлять инвестиции только на поздних стадиях роста и расширения, когда снижаются риски;
- 6) концентрация большинства венчурных фондов в центре и отсутствие в регионах России;
- 7) плохая информированность об особенностях деятельности венчурных фондов в регионах.

Недостаток специалистов с требуемой квалификацией и опытом инновационного менеджмента тоже усложняет работу в данной сфере. К тому же имеющиеся квалифицированные специалисты перегружены значительным объемом представляемых проектов. Также к проблемам следует отнести трудности с притоком частных инвестиций в венчурные фонды вследствие несовершенства организационно-правовой формы ЗПИФов и недостатков нормативной базы в сфере доверительного управления (например, отсутствует понятие «фидуциарная ответственность»).

Существенные препятствия для привлечения зарубежных инвесторов создает расхождение российского законодательства в сфере регулирования акционерных обществ и норм международного права. Привлечение венчурных инвестиций ориентировано на англосаксонскую, а не романскую систему права, действующую в нашей стране.

Незначительный капитал некоторых венчурных фондов делает их непривлекательными для управляющих компаний международного уровня. Крупные западные управляющие компании не смогут покрыть управленческие издержки, слишком высокие из-за использования формы ЗПИФ.

Таким образом, можно говорить о значительной роли банковского бизнеса в развитии инновационной экономики. Применяя качественный механизм кредитования, банковский сектор не только повышает уровень своей рентабельности, но и стимулирует реальные секторы экономики. Однако в перспективе прослеживается участие банковского бизнеса в венчурном капитале, что позволит расширить горизонты предоставляемых услуг.

# Глава 3

## **Анализ современных тенденций в развитии рынка акций Российской Федерации на основе показателей динамики фондовых индексов**

### **3.1. Общая характеристика индексов ММВБ, ММВБ 10 и РТС**

Современный биржевой фондовый рынок (мы будем использовать понятие «биржевой», а не «организованный», поскольку последний термин, на наш взгляд, некорректен: в любой сколь угодно развитой финансовой системе фондовый рынок в целом регулируется, во-первых, законодательно, а во-вторых, структурами, обозначаемыми в российском праве и деловой лексике понятием «саморегулируемые организации» (профессиональные участники соответствующего рынка)) в наиболее общем виде подразделяется на срочный (форвардный) и кассовый (спотовый) рынок (или собственно рынок ценных бумаг) [12, с. 16]. В структуре последнего, в свою очередь, традиционно выделяют рынок ценных бумаг — долговых обязательств и рынок ценных бумаг — титулов собственности (акций и депозитарных расписок).

При этом несмотря на то что, в частности, масштабы долгового рынка существенно превышают масштабы рынка акций и депозитарных расписок (уже в конце XX в. более 90% стоимости всех национальных и международных инвестиционных продуктов составляли

облигации [4, с. 22]), именно рынок бумаг-титулов собственности (прежде всего, конечно, акций) находится в центре внимания инвестиционного сообщества, а также и финансовых властей. Причина этого очевидна — рынок акций отражает оценку субъектами финансово-экономических отношений перспектив развития корпораций, представляющих собой форму организации крупного бизнеса (производства, и в данном случае не важно — производства ли товаров или услуг), а значит, в значительной степени и национальных экономик в целом.

Более того, видимо, не будет преувеличением сказать, что в обыденном сознании ситуация на рынке акций зачастую отождествляется с ситуацией на фондовом рынке в целом (что в принципе по-своему логично, ибо различные сегменты фондового рынка функционируют не изолированно друг от друга).

«Барометрами» состояния рынка акций, естественно, служат индексы цен акций или, в соответствии с обыденными представлениями, фондовые индексы (хотя отождествление данных понятий также некорректно, поскольку наряду с индексами акций рассчитываются и индексы цен облигаций).

В Российской Федерации такими «барометрами» являлись и до сих пор являются индексы ММВБ и РТС, понимаемые в качестве индексов широкого рынка, и индекс ММВБ 10, выполнявший роль индекса «голубых фишек».

Индекс РТС рассчитывался с 1 сентября 1995 г. в торговой системе РТС, индексы ММВБ и ММВБ 10 — соответственно с 22 сентября 1997 г. и 30 декабря 1998 г. первоначально в Секции фондового рынка ММВБ, с 11 января 2005 г. в ЗАО «ФБ ММВБ». В настоящее время расчет всех трех названных индексов (начиная с 19 декабря 2011 г. — по факту слияния бирж ММВБ и РТС) производится ОАО «Московская биржа» [34].

Соответственно, индекс РТС и индекс ММВБ рассчитываются на единой базе, но в разных секторах ОАО «Московская биржа»: индекс ММВБ — в секторе «Основной рынок» и номинируется в российских рублях, индекс РТС — в секторе «Standard» (с номинацией в USD). Здесь следует отметить, что определение этих показателей как индексов широкого рынка является спорным, поскольку базу для расчета составляют всего лишь пятьдесят акций и депозитарных расписок. Неслучайно в настоящий момент Московская биржа

наряду с индексами ММВБ и РТС рассчитывает и так называемый «Индекс широкого рынка» на базе 100 акций и ДР.

База расчета индексов ММВБ и РТС представлена в табл. 3.1 [34].

**Таблица 3.1**

**База расчета индекса ММВБ и индекса РТС  
(действовала с 18 июня по 16 сентября 2013 г.)**

№ п/п	Эмитент	Тип актива	Количество выпущенных акций	Вес акции по состоянию на 31 мая 2013 г., %
1	2	3	4	5
1	ОАО «Газпром»	АО	23 673 512 900	15,00
2	ОАО «ЛУКОЙЛ»	АО	850 563 255	14,20
3	ОАО «Сургутнефтегаз»	АО	35 725 994 705	3,38
4	ОАО «Сургутнефтегаз»	АП	7 701 998 235	1,69
5	ОАО «НК Роснефть»	АО	10 598 177 817	4,52
6	ОАО «НОВАТЭК»	АО	3 036 306 000	4,40
7	ОАО «Татнефть»	АО	2 178 690 700	2,12
8	ОАО «Татнефть»	АП	147 508 500	0,23
9	ОАО «АК Транснефть»	АП	1 554 875	1,74
10	ОАО «Башнефть»	АО	188 710 587	0,75
11	ОАО «Башнефть»	АП	38 673 878	0,68
				<b>48,71</b>
12	ОАО «Сбербанк России»	АО	21 586 948 000	13,98
13	ОАО «Сбербанк России»	АП	1 000 000 000	1,02
14	ОАО «Банк ВТБ»	АО	12 960 541 337 338	3,83
15	ОАО «Московская биржа»	АО	2 378 489 153	0,53
				<b>19,36</b>
16	ОАО «ГМК Норильский никель»	АО	172 156 822	3,71
17	ОАО «Северсталь»	АО	837 718 660	0,75
18	ОАО «НЛМК»	АО	5 993 227 240	0,63
19	Юнайтед Компани РУСАЛ Плс	РДР	2 000 000 000	0,39
20	ОАО «ММК»	АО	11 174 330 000	0,19
21	ОАО «Мечел»	АО	416 270 745	0,27
22	ОАО «Мечел»	АП	138 756 915	0,12
23	ОАО «АК АЛРОСА»	АО	7 364 965 630	0,35
24	ОАО «Распадская»	АО	703 191 442	0,08
25	ОАО «Корпорация ВСМПО-АВИСМА»	АО	11 529 538	0,32

## Окончание таблицы 3.1

1	2	3	4	5
26	ОАО «ТМК»	АО	937 586 094	0,33
				<b>7,14</b>
27	ОАО «Магнит»	АО	94 561 355	5,73
28	ОАО «ДИКСИ Групп»	АО	124 750 000	0,32
29	ОАО «Компания М.видео»	АО	179 768 227	0,19
				<b>6,24</b>
30	ОАО «Уралкалий»	АО	2 936 015 891	5,07
31	ОАО «Акрон»	АО	40 534 000	0,11
32	ОАО «ФосАгро»	АО	124 477 080	0,26
				<b>5,44</b>
33	ОАО «РусГидро»	АО	317 637 520 094	0,87
34	ОАО «ФСК ЕЭС»	АО	1 260 386 658 740	0,54
35	ОАО «Мосэнерго»	АО	39 749 359 700	0,12
36	ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»	АО	10 440 000 997 683	0,41
37	ОАО «Россети»	АО	47 871 694 416	0,29
38	ОАО «МОЭСК»	АО	48 707 091 574	0,20
39	ОАО «Э.ОН Россия»	АО	63 048 706 145	0,48
				<b>2,91</b>
40	ОАО «Группа Компаний ПИК»	АО	493 260 384	0,17
41	ОАО «Группа ЛСР»	АО	103 030 215	0,30
42	ОАО «МОСТОТРЕСТ»	АО	282 215 500	0,21
				<b>0,68</b>
43	ОАО «Аэрофлот»	АО	1 110 616 299	0,31
44	ОАО «Новороссийский морской торговый порт»	АО	19 259 815 400	0,27
				<b>0,58</b>
45	ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	АО	2 066 413 562	4,28
46	ОАО «Ростелеком»	АО	2 943 258 269	2,13
47	ОАО «Ростелеком»	АП	242 831 469	0,30
				<b>6,71</b>
48	ОАО «Фармстандарт»	АО	37 792 603	0,54
49	ОАО «СОЛЛЕРС»	АО	34 270 159	0,14
50	ОАО «АФК Система»	АО	9 650 000 000	1,55
				<b>1,69</b>
				<b>100,00</b>

Анализируя табл. 3.1, нельзя не отметить, что состав рассматриваемых индексов достаточно четко отражает структурные диспропорции, присущие российской экономике в целом на данном этапе ее развития.

48,71% «веса» обоих индексов обеспечивают акции корпораций нефтегазовой отрасли во главе с «национальным достоянием» — ОАО «Газпром». Всего в данном блоке представлены акции восьми эмитентов.

Второе место принадлежит компаниям финансового сектора — 19,36%. Непосредственно это акции всего трех эмитентов — ОАО «Сбербанк России», ОАО «Банк ВТБ» и ОАО «Московская биржа».

Замыкает «тройку лидеров» горно-металлургический комплекс: акции и депозитарные расписки десяти предприятий этого комплекса формируют 7,14% базы индексов ММВБ и РТС.

При этом наибольший вклад в совокупный результат отрасли обеспечивает ОАО «ГМК Норильский никель», на биржевом сленге — «Гамак», одна из любимых «фишек» отечественных и иностранных спекулянтов, оперирующих на российском рынке, популярность которого, впрочем, существенно снизилась у спекулятивно настроенных игроков по исчерпанию (или по крайней мере временному затуханию) корпоративного конфликта между мажоритариями; об этом свидетельствуют как динамика курса акций, так и, что не менее важно, масштабы торговой активности, выражающиеся в падающих объемах торгов данным инструментом. Тем не менее обыкновенные акции ОАО «ГМК Норильский никель» обеспечивают более половины «веса» всего сектора, или 3,71% базы расчета анализируемых индексов.

6,24% веса индексов обеспечено за счет сектора розничной торговли — ритейла в первую очередь за счет обыкновенных акций ОАО «Магнит» (5,73%).

Доля предприятий химической промышленности в индексе — 5,44%. При этом следует отметить, что отрасль представлена исключительно предприятиями — производителями минеральных удобрений.

Акции семи предприятий энергетической отрасли «дают» 2,91% в базу расчета ведущих российских фондовых индексов. Необходимо обратить внимание на то, что в массе своей это сетевые компании, осуществляющие не генерацию, а лишь транспортировку и перепродажу электроэнергии.

Строительный комплекс представлен в индексах ММВБ и РТС акциями трех эмитентов, и доля этой важнейшей с фундаментальной точки зрения сферы экономики исчезающе мала — лишь 0,68%.

Акции предприятий транспорта (и транспортной инфраструктуры) формируют только ничтожных 0,58% базы расчета индексов РТС и ММВБ. Между тем в США в семействе индексов DJ (объединяющем «голубые фишки» фондового рынка США) отдельно выделяется транспортный индекс, рассчитываемый как среднее значение цен акций 30 крупнейших транспортных предприятий; в этом выражается признание роли транспорта в такой значительной по территории стране, как США. Однако площадь Российской Федерации едва ли не в два раза превышает площадь США.

Сравнительно велика доля в индексах предприятий телекоммуникационного сектора — 6,71%.

Наконец, предприятия перерабатывающей промышленности представлены в индексах ММВБ и РТС акциями ОАО «Соллерс», ОАО АФК «Система» (машиностроение; правда, для АФК «Система» машиностроение — только часть бизнеса [30]) и ОАО «Фармстандарт» (фармакология). Совокупная доля — 2,23%.

В целом доля в индексах ММВБ и РТС предприятий машиностроения, строительства и транспорта (традиционно признаваемых в качестве основы любой развитой экономики) не достигает и 3% (фактически — 2,95%).

В то же время ценные бумаги предприятий, оперирующих в секторах по добыче и первичной переработке минерального сырья, в совокупности с бумагами энергетических предприятий приближаются к 2/3 (58,76%).

В индексе ММВБ 10 [35] отмеченное соответствие диспропорциям, свойственным в целом отечественной экономике, достигает абсолюта и граничит с абсурдом (табл. 3.2) [34].

Доля секторов по добыче и первичной переработке минерального сырья — 58,89%.

В том числе:

- нефте- и газодобыча — 42,52%;
- цветная металлургия — 9,15%;
- разработка месторождений калийно-магниевых солей с переработкой последних в калийные удобрения — 7,22%.

Таблица 3.2

**База расчета индекса ММВБ 10  
(действовала с 18 июня по 16 сентября 2013 г.)**

№ п/п	Эмитент	Тип актива	Количество выпущенных акций	Вес акции по состоянию на 31 мая 2013 г., %
1	ОАО «Газпром»	АО	23 673 512 900	12,22
2	ОАО «ЛУКОЙЛ»	АО	850 563 255	10,18
3	ОАО «НК Роснефть»	АО	10 598 177 817	10,14
4	ОАО «Сургутнефтегаз»	АО	35 725 994 705	9,98
				<b>42,52</b>
5	ОАО «Сбербанк России»	АО	21 586 948 000	9,75
6	ОАО «Сбербанк России»	АП	1 000 000 000	10,33
7	ОАО «Банк ВТБ»	АО	12 960 541 337 338	9,81
				<b>29,89</b>
8	ОАО «ФСК ЕЭС	АО	1 260 386 658 740	11,21
9	ОАО «ГМК Норильский никель»	АО	172 156 822	9,15
10	ОАО «Уралкалий»	АО	2 936 015 891	7,22
				<b>100,00</b>

Финансовый сектор (исключительно в части банков) — 29,89% в индексе. Энергетическая отрасль — 11,21% веса индекса. В расчет индекса не включено ни одного машиностроительного, транспортного и (или) строительного предприятия. Также следует констатировать слабую диверсифицированность всех трех индексов, но особенно — индекса ММВБ 10.

Соответственно значения индексов могут испытывать значительные колебания при действии негативных факторов в сравнительно небольшом количестве отраслей или в отношении отдельных предприятий. Устойчивость рынка акций Российской Федерации при этом должна характеризоваться как незначительная. Очевидно, что причина такого положения состоит в том, что «сырьеориентированная» экономика Российской Федерации, подверженная к тому же коррупции, интересна не столько инвестиционному, сколько спекулятивному капиталу. Последний помещается, как свидетельствует в том числе и современная практика, в акции предприятий

со значительным «фрифлотом» (причем предприятий ограниченного количества отраслей). Цель спекулянтов при этом — возможно сильнее «разогнать» или, напротив, обвалить (выражаясь на биржевом сленге, — «залить») котировки в зависимости от того, как складывается общеэкономическая ситуация, сохраняя при этом возможность оперативно вывести вложенные средства (для этого, собственно, и выбираются предприятия и отрасли со значительным числом «free float» акций).

При отмеченных «слабых местах» биржевой фондовый рынок за годы развития в Российской Федерации рыночных отношений превратился в значительный (и во многом самодостаточный) сегмент как финансовой системы, так и в целом национальной экономики. Определенное представление о масштабности анализируемого социально-экономического института, на наш взгляд, может дать простое сопоставление объемов торговли на биржевом рынке акций и ВВП РФ.

Поскольку анализу в данной работе подвержены индексы ММВБ, ММВБ 10 и РТС, при сравнении мы ограничимся данными о совокупном объеме торговли акциями (и депозитарными расписками), входящими в расчет соответствующих индексов (условно приняв этот объем за объем биржевого рынка акций Российской Федерации в целом).

Данные о динамике объемов торговли на биржевом рынке акций Российской Федерации [34] и ВВП РФ [42] за период с 1996 по 2012 г. представлены в табл. 3.3.

ОАО «Московская биржа» в настоящее время не предоставляет сведений об объемах торгов акциями, входящими в расчет индекса ММВБ за 1997–2002 гг., поэтому мы будем вынуждены принять в качестве соответствующих объемов торгов:

- для 1996–1997 гг. — только объем торговли акциями, входящими в индекс РТС;
- для периода 1998–2002 гг. — сумму объемов торговли по индексам РТС и ММВБ 10;
- только для периода 2003–2012 гг. — сумму объемов сделок с акциями, входящими в расчет индексов РТС и ММВБ.

1996 г. принят за начало горизонта анализа, поскольку это первый полный календарный год, когда рассчитывался индекс РТС (исторически первый из анализируемых).

Таблица 3.3

**Динамика объемов торговли на биржевом рынке акций  
и ВВП РФ в 1996–2012 гг. (в текущих ценах)**

Год	Оборот БРА* РФ, млрд руб.	ВВП РФ, млрд руб.	Оборот ФР/ВВП РФ, %
1996	12 967,11	2 007 825,1	0,65
1997	62 568,5008	234 251,4	2,67
1998	70,2652	2 629,6	2,67
1999	117,1868	4 823,2	2,43
2000	560,8495	7 305,6	7,68
2001	661,9426	8 943,6	7,40
2002	965,9107	10 830,5	8,92
2003	1 961,91	13 208,2	14,85
2004	2 472,86	17 027,2	14,52
2005	2 896,168	21 609,8	13,40
2006	10 346,99	26 917,2	38,44
2007	14 114,65	33 247,5	42,45
2008	11 707,77	41 276,8	28,36
2009	14 013,56	38 807,2	36,11
2010	15 429,54	46 308,5	33,32
2011	17 964,01	55 799,6	32,19
2012	14 798,87	62 599,1	23,64

\* БРА — биржевой рынок акций.

Также оговоримся, что так как котировки акций и значения соответствующих индексов транслируются (и фиксируются в целях анализа) без учета инфляции, то и ВВП выражен в текущих ценах.

Мы видим, что на протяжении 1996–2007 гг. наблюдалась тенденция к росту соотношения «Оборот БРА/ВВП РФ».

Если в 1996 г. оборот биржевого рынка акций составлял всего лишь 0,65% от номинального ВВП, то в 2007 г. — 42,45%, т.е. имело место увеличение в 65,31 раза.

При этом в 1997, 2000, 2003 и 2006 гг. отмечались факты скачкообразного увеличения торговой активности (в разы), что говорит о происходившем в эти годы притоке средств на биржевой рынок акций Российской Федерации.

В 2008 г. значение данного показателя сократилось до 28,36%. В 2009 г. отношение «Оборот БРА/ВВП РФ» вновь увеличилось

до 36,11%, а с 2010 г. утвердилась тенденция к снижению соотношения «Оборот биржевого рынка акций/ВВП РФ».

В 2010 г. оборот биржевого рынка акций составлял 33,32% номинального ВВП, в 2011 г. — 32,19, а в 2012 г. — 23,64%, т.е. имело место уменьшение в 1,8 раза по сравнению с 2007 г. Тем не менее оборот биржевого фондового рынка акций остается достаточно высоким в сравнении с величиной номинального ВВП. В любом случае он превышает уровень 1996–2005 гг.

### **3.2. Анализ динамики значений индексов ММВБ, ММВБ 10 и РТС в 1995–2012 гг.**

В целом анализ индексов акций принято проводить в разрезе динамики двух показателей:

- значений непосредственно самих соответствующих индексов;
- торговой активности, выражающейся в объемах торгов акциями, входящими в базу расчета того или иного индекса.

Применительно к отдельным акциям и депозитарным распискам объем торгов может выражаться в лотах (собственно «Volume», «Объем») или в денежных единицах («Value», «Стоимость»), но в отношении индексов как комплексных средневзвешенных показателей используется, естественно, только показатель «Value», но никак не «Volume».

Как правило (и мы не станем отступать от сложившейся схемы), в первую очередь рассматривается динамика значений индексов.

Данные о динамике значений индексов РТС, ММВБ и ММВБ 10 за анализируемый период, т.е. за конец 1995–2012 гг. (согласно соответственно тому, когда начинался период расчета каждого из индексов), представлены в приложении 1.

Мы видим, что индекс РТС, начав свою историю в 1995 г., рос в 1996 и 1997 гг., когда его значение увеличилось до 396 пунктов, т.е. почти в 4 раза по сравнению с первоначальным и почти в пять раз (точнее — в 4,83 раза) по сравнению с уровнем закрытия 1995 г. (максимальное значение индекса в тот период отмечалось в октябре 1997 г. — 571 пункт) (приложение 2)\*.

\* ИТС QUIK (версия 6.8.2.9).

В 1998 г. произошло резкое падение, вызванное, безусловно, дефолтом 17 августа. Соответственно индекс «закрылся» на уровне 58 пунктов, потеряв 42% к первоначальному значению и 85,35% к уровню 1997 г. (минимум же был отмечен в октябре 1998 г. на уровне 37 пунктов — см. приложение 2).

Однако уже в 1999 г. настроения отечественных и зарубежных инвесторов и спекулянтов улучшились, российский рынок акций вступил в фазу роста, что, естественно, отразилось на динамике индекса РТС.

Исключая сравнительно небольшую «просадку» 2000 г. когда снижение составило 31,17 пункта, или 18,12%, к уровню 1999 г., индекс поступательно увеличивался на протяжении восьми лет. При этом в 2003 г. индекс «пробил» уровень в 396 пунктов (наибольшее «закрытие», предшествовавшее кризису 1998 г., отмеченное в 1997 г.), а в 2004 г. — также максимум 1997 г., составлявший, как отмечалось выше, 571 пункт, т.е. вырвался за пределы ценового диапазона, фактически существовавшего в 1995–2002 гг., и устремился к новым максимумам. При этом после 1998 г. наиболее впечатляющие темпы прироста отмечались в 1999 г. (201,72%), 2001 г. (81,49%), 2005 г. (83,29%) и 2006 г. (70,75%) к уровням предшествующих лет.

В 2007 г. закрытие индекса РТС произошло на уровне 2290,51 пункта.

В мае 2008 г. индекс РТС достиг своего исторического максимума на уровне 2498,1 пункта. Таким образом, прирост по сравнению с первоначальным значением составил 2398,1 пункта, или 2398,1%, а по сравнению с минимумами 1998 г. — 2461,1 пункта и 2461,1% соответственно.

В июне 2008 г. началось стремительное падение индекса РТС, отразившее кризис рынка акций и всего фондового рынка, как российского, так и мирового. Значение индекса РТС на закрытии 2008 г. составило 631,89 пункта. Таким образом, индекс «потерял» 72,41% к уровню 2007 г. и 74,71% к своему максимальному значению.

В январе 2009 г. падение продолжилось. В этом месяце индекс РТС достигал минимума на уровне 492,59 пункта, т.е. терял 80,88% от своих исторических максимумов; соответственно более катастрофическое падение наблюдалось только в 1998 г., но уже с февраля 2009 г. начался рост котировок, и закрытие индекса произош-

ло на уровне 1444,61 пункта. Тем самым был обеспечен прирост на уровне 128,62% к закрытию 2008 г.

В 2010 г. индекс продолжил восстанавливаться, хотя и гораздо более медленными темпами. По итогам года РТС «прибавил» 22,7% и закрылся на уровне 1772,53 пункта. Начало 2011 г. также было «бычьим», и в апреле индекс достиг уровня в 2134,23 пункта. Индекс РТС «отыграл» 81,83% от падения 2008 г.

Однако затем бычий «запал» иссяк, и уже в мае 2011 г. четко обозначилось падение. Значение индекса достигало в начале октября 1200,34 пункта. Потери по индексу составили 32,28% к закрытию 2010 г. и 43,76% к максимуму 2011 г., который, кстати, так и не был до сих пор обновлен, превратившись в последний среднесрочный максимум индекса. Затем состоялся, используя биржевую терминологию, «отскок», и закрытие индекса произошло на уровне 1380,49 пункта, потери к уровню предыдущего года оказались равны 22,12%.

В 2012 г. индекс РТС колебался в диапазоне от 1762,71 пункта (максимум, отмечавшийся в марте) до 1200,67 пункта (июньский минимум), закрывшись на уровне 1530,41 пункта. Таким образом, по отношению к уровню 2011 г. индекс возрос на 10,86%. При этом он оказался на уровне середины 2006 г., «растеряв достижения» второй половины 2006 — первой половины 2008 гг.

Индекс ММВБ в целом демонстрировал схожую динамику. Потеряв 15% к первоначальному значению, рассчитанному 22 сентября 1997 г. и составившему 100 пунктов, индекс в 1997 г. закрылся на уровне 85 пунктов.

Подобно индексу РТС, индекс ММВБ «обвалился» в 1998 г., и закрытие произошло на уровне 45 пунктов. Потери составили 47,06%; максимальное снижение отмечалось в сентябре 1998 г., когда значение индекса достигало 21 пункта\* (приложение 3).

С 1999 г. индекс «встает» в восходящий тренд и поступательно увеличивается на протяжении 8 лет (лишь в 2000 г. отмечалось незначительное снижение по итогам года, составившее 4,46% к уровню 1999 г.).

При этом уже в 1999 г. индекс ММВБ преодолел максимум 1997 г., предшествовавший падению 1998 г.

---

\* ИТС QUIK (версия 6.8.2.9).

В 2007 г. индекс ММВБ закрылся на уровне 1888 пунктов. В декабре этого года был зафиксирован исторический максимум по данному индикатору на уровне 1970 пунктов. Таким образом, прирост по сравнению с первоначальным значением составил 1870 пунктов, или 1870%, а по сравнению с минимумами 1998 г. — 1949 пунктов и 1949% соответственно. В мае 2008 г. индекс ММВБ приближался к историческому максимуму, но не дошел до него четырех пунктов.

В целом следует отметить применительно к периоду роста 1999 — начала 2008 гг., что индекс ММВБ увеличился не столь значительно, как индекс РТС, в силу большей «тяжеловесности», выражающейся в больших объемах торгов, о чем подробнее будет сказано в п 3.3.

В июне 2008 г. индекс ММВБ начал падать. Значение индекса на закрытии 2008 г. составило 619 пунктов, т.е. индекс «потерял» 67,22% к уровню 2007 г. и 68,57% к своему максимальному значению. Наибольшее снижение отмечалось ранее, в октябре 2008 г., когда индекс снижался до 493 пунктов — на 74,97% по сравнению с историческим максимумом. Следовательно, падение индекса ММВБ было все-таки менее значительным, чем падение индекса РТС (80,88% от своих исторических максимумов), и закончилось несколько раньше в силу все той же «тяжеловесности» индекса ММВБ.

В феврале 2009 г. в торговой системе ЗАО «ФБ ММВБ» (как и в системе торгов ЗАО «РТС») начался рост котировок, и закрытие индекса произошло на уровне 1370 пунктов. Был обеспечен прирост на уровне 121,32% к закрытию 2008 г.

В 2010 г. индекс ММВБ продолжил восстанавливаться, хотя и значительно медленнее (прирост по итогам года составил 23,21%, закрытие произошло на уровне 1687,99 пункта).

В начале 2011 г. рост продолжился, и в апреле индекс ММВБ достиг локального максимума на уровне 1865,25 пункта, компенсировав 92,91% потерь 2008 г., т.е. восстановление индекса ММВБ было более значительным, нежели индекса РТС.

Но уже в апреле 2011 г. индекс ММВБ начал снижаться. В начале октября того же года значение индекса опустилось до 1242,75 пункта. Потери при этом достигли 26,38% к закрытию 2010 г. и 33,37% к максимуму 2011 г. (против 32,28 и 43,76% соответственно по индексу РТС). Затем произошел отскок, и индекс ММВБ закрылся на уров-

не 1402,02 пункта, потери к уровню предыдущего года оказались равны 16,94%.

В 2012 г. происходили колебания индекса ММВБ в диапазоне от 1639,62 пункта (максимум, отмечавшийся в марте) до 1241,62 пункта (майский минимум), закрытие произошло на уровне 1477,87 пункта, т.е. по отношению к уровню 2011 г. индекс возрос на 5,41%. При этом он оказался на уровне конца апреля — начала мая 2006 г.

Таким образом после обвала 2008 г. индекс ММВБ активнее восстанавливался и проявлял большую устойчивость в периоды локальных снижений, нежели индекс РТС (следует напомнить, что в докризисные годы индекс ММВБ не только снижался заметно медленнее, но и рос не столь значительно, как индекс РТС).

В итоге на конец 2012 г. индекс ММВБ не «дошел» до своего исторического максимума 492,13 пункта (компенсировав порядка 2/3 падения 2008 г.), а индекс РТС — 967,69 пункта (потери 2008 г. при этом компенсированы чуть более половины).

Тем не менее оба индекса находятся еще достаточно далеко от своих исторических максимумов и пребывают в состоянии, которое на языке технического анализа обозначается термином «треугольник», по выходу из которого возможно движение как вверх, так и вниз.

В любом случае «широкие» традиционные индексы российского рынка акций — ММВБ и РТС — при не слишком принципиальных различиях в темпах изменения своих значений демонстрируют в целом схожую динамику. Более самостоятельно ведет себя индекс ММВБ 10 (приложение 1, приложение 4\*).

В 1998 г. в условиях общего кризиса фондового рынка ММВБ 10, естественно, снизился по отношению к первоначальному значению (100 пунктов) на 48% и закончил год на отметке 52 пункта.

В 1999 г. начинается рост индекса, причем за год прирост данного индикатора составил 300%, значение на закрытии — 208 пунктов.

В 2000 г. вместе со всем рынком индекс ММВБ 10 незначительно просел, а с 2001 по 2007 г. неуклонно рос.

При этом темпы прироста индекса ММВБ 10 в отдельные годы значительно отличались от темпов прироста индекса ММВБ. В 1999, 2001–2003 и 2006 гг., т.е. на протяжении пяти лет из восьми,

---

\* ИТС QUIK (версия 6.8.2.9).

индекс ММВБ 10 опережал по темпам прироста индекс ММВБ (в 1999 и 2001 г. — в разы), а в 2004, 2005 и 2007 гг. наблюдалась обратная ситуация.

Наличие подобного рода дисгармонии следует понимать как подтверждение спекулятивного характера отечественного рынка акций, на котором спекулянты в первую очередь «разгоняют» «голубые фишки» (как наиболее ликвидные бумаги), и только в отдельные периоды обращают более пристальное внимание на акции второго и третьего эшелонов. В этом случае крупные спекулятивные операторы лишь «подтягивают» отстающих, пользуясь их относительной недооцененностью в сравнении с акциями первого эшелона.

2007 г. индекс ММВБ 10 завершился на отметке 3357,21 пункта, продемонстрировав самый значительный рост среди трех рассматриваемых индексов — 3257,21% к первоначальному уровню (100 пунктов) и 3357,21% к минимальному уровню в октябре 1998 г. (приложение 4). При этом в апреле 2007 г. индекс ММВБ 10 принимал еще более высокое значение, равное 3534 пунктам.

В июне 2008 г. в рамках общей тенденции индекс ММВБ 10 начал корректироваться и в октябре достиг минимума на уровне 911 пунктов (падение на 74,22% к максимуму апреля 2007 г.).

Закрытие же произошло на уровне 1235,76 пункта. Таким образом, индекс ММВБ 10 продемонстрировал наименьшие темпы падения по сравнению с индексами РТС и ММВБ — 63,19% к уровню закрытия 2007 г. и 65,03% к докризисному максимуму, что также служит доказательством спекулятивности российского рынка, поскольку в периоды серьезных биржевых обвалов, как правило, значительно снижаются менее ликвидные акции второго и третьего эшелонов, нежели голубые фишки.

Как и весь рынок акций, индекс ММВБ 10 начал расти с февраля 2009 г. и «закрыл» этот год на уровне 3134,71 пункта, т.е. прирост составил 153,67% к уровню закрытия предыдущего года, а в 2010 г. индекс ММВБ «переписал» максимум 2007 г. и закрылся на уровне 3931,78 пункта (прирост — 25,43% к закрытию 2010 г.).

В начале апреля 2011 г. индекс ММВБ 10 установил новый исторический максимум (который пока не превзойден) на уровне 4292,33 пункта. Однако в том же апреле индекс начал снижение, продолжавшееся до начала октября, когда он достиг среднесрочного локального минимума на уровне 2812,36 пункта (снижение

составило 34,48% от предыдущего локального максимума (совпал с историческим максимумом индекса) и 28,47% к уровню закрытия 2010 г.). От этого уровня начался отскок и закрылся индекс ММВБ 10 в 2011 г. на уровне 3213,13 пункта, снизившись на 18,18% по сравнению с 2010 г.

В 2012 г. индекс пребывал в диапазоне (2926,51 пункта — 3764,54 пункта) и закрылся на уровне 3394,58 пункта, тем самым был обеспечен прирост в 5,65%.

Как свидетельствует приложение 4, индекс ММВБ 10, подобно индексам РТС и ММВБ, сейчас находится в треугольнике, но если ММВБ 10 пребывает на уровнях, на которых он находился перед началом падения лета–зимы 2008 г., то индексы РТС и ММВБ находятся значительно ниже соответствующих собственных уровней. Тот факт, что ММВБ 10 в настоящий момент находится на докризисных уровнях (а «широкие» индексы так и не вернулись к ним), лишь доказывает, что сейчас (может быть, даже в большей мере, нежели раньше) отечественный рынок акций находится под определяющим влиянием спекулятивно настроенных игроков, отдающих предпочтение более ликвидным «голубым фишкам» (или акциям первого эшелона).

В завершение анализа динамики значений индексов РТС, ММВБ и ММВБ 10 сравним их изменения с важнейшими макроэкономическими показателями — ВВП РФ (приложение 5) [42] и уровнем безработицы (приложение 6) [13], рассмотренными также в динамике.

Приложение 5 показывает, что налицо определенное несоответствие между динамикой ВВП РФ и динамикой ведущих индикаторов рынка акций.

Если рассматривать показатели за год, то мы увидим, во-первых, что в отдельные годы фондовые индексы и ВВП продемонстрировали противоположную динамику. В 1998, 2000, 2008 и 2011 гг. ВВП России рос, в то время как все три рассматриваемых индекса рынка акций снижались. Напротив, в 2009 г. ВВП страны снизился, и индексы выросли в 2,2–2,5 раза.

В 2000–2007 гг. ВВП и фондовые индикаторы двигались в одном направлении (росли), но темпы роста рынка акций существенно опережали темпы роста валового внутреннего продукта.

Лишь в 2010 г. произошло в целом пропорциональное увеличение массы ВВП и значений индексов РТС, ММВБ и ММВБ 10.

В 2012 г. ВВП РФ рос быстрее, чем фондовый рынок (последнее трактуется как свидетельство утраты интереса к фондовому рынку Российской Федерации со стороны крупных иностранных спекулянтов).

В поквартальном разрезе соответствие между направлением и темпами изменения ВВП и фондовых индексов еще меньше.

Так, на протяжении 1996–2012 гг. по итогам первого квартала рост ВВП наблюдался только в 1999 и 2000 гг. Напротив, фондовые индексы по итогам первых трех месяцев года, как правило, прирастали. Лишь в 1996, 1998 и 2008 гг. имело место снижение индексов рынка акций в указанный период.

Во втором квартале ВВП и фондовые индексы изменялись однонаправленно только в девяти случаях из 17, при этом темпы таких изменений отличались в разы.

По итогам третьего квартала за весь период изучения ВВП и фондовые индексы изменялись в одном направлении 10 раз.

Только по итогам четвертого квартала совпадение направления движения ВВП и всех трех индексов рынка акций было отмечено в 11 случаях из 17, если же ограничиться только «широкими» индексами, менее подверженными спекулятивному ажиотажу и манипуляциям, — в 12 случаях.

Дело в том, что третий и особенно четвертый кварталы — это время «рождественского ралли», и по итогам в первую очередь четвертого квартала фондовые индексы (естественно, не только в Российской Федерации) чаще растут, нежели снижаются, а поскольку на фоне роста мировых цен на сырьевые товары, на рынках которых, кстати, тоже в большинстве случаев происходит вышеуказанное ралли, ВВП России демонстрировал преобладающую тенденцию к росту, был обеспечен такой относительно высокий уровень совпадений в части направления изменения исследуемых показателей.

Приложение 6 показывает, что отсутствует также полное логическое соответствие между рынком акций и рынком рабочей силы.

В 2001–2002, 2004–2005, 2007, в 2010 и в 2012 гг. рост значений индексов сопровождался сокращением уровня безработицы, что логично и полностью соответствует постулатам фундаментального анализа. Падение же фондовых индексов в 2008 г. происходило на фоне роста безработицы, что также укладывается в рамки здравого смысла. Тем не менее темпы соответствующих изменений были

относительно сопоставимы (ибо при этом отличались по «широким» индексам не более чем в два раза) лишь в 2004 и 2007 гг.

В 2006 г. рынок акций Российской Федерации рос на фоне неизменного уровня занятости. В 2003 и 2009 гг. увеличение индексов рынка акций происходило в условиях растущей безработицы, а в 2011 г. рынок акций Российской Федерации снижался, несмотря на улучшение состояния рынка труда, выражавшееся в сокращении безработицы. Во всех трех последних случаях мы наблюдаем нарушение стандартной зависимости между фондовыми индикаторами и показателями рынка труда.

В целом приложения 5 и 6 демонстрируют наличие определенной «оторванности» рынка акций от состояния реальной экономики.

### **3.3. Анализ динамики объемов торговли акциями, входящими в базу расчетов индексов ММВБ, ММВБ 10 и РТС**

Выше отмечалось, что анализ индексов акций проводится, как правило, не только в разрезе динамики показателей значений соответствующих индексов, но также торговой активности, выражающейся в объемах торгов.

При этом объем торгов, в свою очередь, оценивается с двух точек зрения:

- как самостоятельный показатель, свидетельствующий о наличии или, напротив, отсутствии интереса к фондовому рынку той или иной страны (в целом и (или) в разрезе отдельных его сегментов) со стороны инвестиционного сообщества (как национального, так и мирового);
- как сопутствующий индикатор, дополняющий показатель динамики значения того или иного индекса и подтверждающий или опровергающий силу господствующего тренда (если имеющаяся в тот или иной момент времени тенденция подкрепляется растущими от периода к периоду объемами, делается вывод о силе и устойчивости этой тенденции, и наоборот).

В первую очередь рассмотрим динамику объемов торгов как самостоятельный показатель. При этом в отношении индекса РТС используем предоставляемую сайтом Московской биржи информа-

цию об объемах торгов акциями, входящими в базу расчета данного индикатора, как в долларах, так и в российских рублях.

Использование рублевого измерителя нужно нам для обеспечения единства денежной базы при сравнении с индексами ММВБ и ММВБ 10. В то же время для оценки динамики торговой активности по индексу РТС, естественно, мы будем использовать долларовой показатель (ибо изначально индекс номинирован в долларах), чтобы устранить искажения, порождаемые автономной динамикой курса российского рубля к доллару.

Данные об объемах торгов акциями, входящими в индексы РТС, ММВБ и ММВБ 10 (в годовом разрезе) представлены в приложении 7, при этом для всех трех индексов взяты данные только за полные годы, дабы обеспечивалась корректность расчетов.

Соответственно не анализировались данные о Value по индексу РТС в 1995 г., так как расчет индекса в этом году осуществлялся только на протяжении четырех месяцев. Равным образом анализируется Value по индексу ММВБ лишь с 2003 г.: в настоящий момент Московская биржа не предоставляет соответствующих данных с момента начала расчета индекса по октябрь 2002 г., а предоставляемые данные за ноябрь–декабрь 2002 г. мы не принимаем в расчет, как Value индекса РТС за сентябрь–декабрь 1995 г.

Объем торгов акциями, входящими в расчет индекса РТС, по итогам 1996 г. составил 2501,16 млн долл.

В следующем году торговая активность значительно увеличилась, темп прироста составил 330,1%. В 1998–1999 гг. отмечалось снижение Value, и по итогам 1999 г. торговая активность составила лишь 2338,39 млн долл., оказавшись даже ниже уровня 1996 г.

В 2000 г. произошло увеличение объемов до 5434,88 млн долл. В целом на протяжении 2000–2004 гг. масштабы торговой активности были относительно стабильны, колеблясь в интервале от 4019,76 до 5421,74 млн долл.

В 2005 г. отмечался новый всплеск торговой активности, и на протяжении 2005–2007 гг. произошло увеличение Value по данному индексу до 13 828,15 млн долл. в 2006 г. и 13 387,52 млн долл. в 2007 г. (снижение по сравнению с 2006 г. — на 3,19%). Таким образом, к концу 2007 г. торговая активность в сегменте РТС возросла по сравнению с 1996 г. в 5,35 раза.

2008 г. характеризовался достаточно ощутимым (на 33,45% к уровню 2007 г.) снижением торговой активности, Value по итогам года составил 8909,66 млн долл.

Но уже в 2009 г. Value увеличился более чем в два раза и составил 18 321,56 млн долл.

Однако настоящий взрыв торговой активности в сегменте РТС произошел в 2010 г. и продолжался вплоть до конца 2012 г. В 2010 г. Value достиг 119 174,24 млн долл., увеличившись по сравнению с предыдущим годом в 6,5 раза. В 2011 г. торговая активность незначительно (на 5%) снизилась, а в 2012 г. наблюдался очередной, хотя и не столь впечатляющий, как в 2010 г., скачок, и по итогам года объем торгов составил 180 589,12 млн долл., увеличившись на 59,5% по сравнению с 2011 г.

В целом за исследуемый период следует констатировать многократный рост торговой активности, и большая часть этого роста произошла в последние три года (в силу этого современные объемы торгов значительно (в 13 раз, если сравнивать 2012 и 2006 гг.) превосходят уровни, достигавшиеся до кризиса 2008 г.). Соответственно можно говорить о существенном общем притоке средств инвесторов и спекулянтов в сегмент РТС.

Несколько иначе проявлялась торговая активность спекулянтов и инвесторов, оперировавших акциями, входящими в расчет индекса ММВБ.

С 2003 по 2007 г. объемы торгов в данном секторе рынка акций Российской Федерации поступательно увеличивались (особенно значительно в 2006 г., когда Value возрос в 3,7 раза по сравнению с предыдущим годом). По итогам 2007 г. объем торгов был 13 773,112 млрд руб. против 1779,1443 млрд руб. в 2003 г. (увеличение в 7,67 раза).

В 2008 г. Value сократился на 16,56%, составив 11 491,931 млрд руб.

В 2009 г. участники рынка активизировались, и объемы торгов увеличились на 17,22%, достигнув величины в 13 470,304 млрд руб. (приблизившись при этом к докризисным (имеется в виду кризис 2008 г.) максимумам). Однако в 2010 г. торговая активность снова снизилась (сокращение объемов торгов равнялось 12,38%).

2011 г. характеризовался увеличением Value на 24,12% и по итогам года составил 14 649,479 млрд руб. При этом на 6,36% был превышен максимум объемов торгов, отмечавшийся в 2007 г. на уровне 13 773,112 млрд руб.

2012 г. принес новый спад активности в сегменте ММВБ, Value по индексу ММВБ снизился больше чем на треть (на 37,74%), и в итоге торговая активность оказалась даже ниже уровня 2006 г.

Таким образом, хотя в целом с 2003 по 2012 г. объемы торгов возросли практически в 5,1 раза, в посткризисный период объемы торгов индексом ММВБ не демонстрировали выраженной тенденции в отличие от РТС и не только не превзошли докризисные максимумы, но и отступили от них. Фактически можно предположить (особенно по итогам 2012 г.), что средства из сегмента ММВБ перетекли в сегмент РТС.

На наш взгляд, также представляет интерес сопоставление объемов торгов по обоим индексам — РТС и ММВБ. В силу указанной выше причины (непредоставления Московской биржей соответствующей информации) корректное сравнение может быть проведено только за период 2003–2012 гг., однако некоторое представление, хотя и искаженное, о масштабах торговой активности в сегментах РТС и ММВБ можно составить и на основании сравнения объемов торгов индексами РТС и ММВБ 10.

Соответственно в 1998 г. торговая активность в сегменте РТС (в части соответствующего индекса) в 3,68 раза превышала торговую активность на рынке ММВБ в части торговли «голубыми фишками», но уже в 1999 г. соотношение объемов торговли по индексам РТС/ММВБ 10 составило лишь 98,96% (в силу опережающего роста торговой активности в сегменте ММВБ 10). Вплоть до конца 2002 г. соответствующее соотношение поступательно снижалось, и по итогам года Value по индексу РТС составил лишь 14,97% от соответствующего показателя индекса ММВБ 10.

Таким образом, масштабы торговой активности в сегменте ММВБ 10 все в большей мере превосходили активность торгов в сегменте индекса РТС.

Соотношение объемов торгов по индексам РТС и ММВБ в 2003–2008 гг. также уменьшалось. Если в 2003 г. объем торгов индексом РТС составил 9,23% объема торгов акциями, обращавшимися на ММВБ и входившими в расчет соответствующего индекса, то по итогам 2008 г. — только 1,88%.

Соответственно (в указанный период, как отмечалось выше, происходил также рост объемов на обоих рынках) рынок ММВБ

был более привлекательным для представителей инвестиционного сообщества, нежели рынок РТС, причем сравнительная привлекательность ММВБ, очевидно, росла по отношению к РТС, но с 2009 г. ситуация меняется. В течение четырех последних лет соотношение объема торговли акциями, входящими в индексы РТС и ММВБ, поступательно увеличивается. Если в 2009 г. оно составило 4,03%, то в 2012 г. — 62,27% (благодаря тому что объемы торгов по индексу РТС к концу 2012 г. многократно увеличились по сравнению с 2008 г., а по индексу ММВБ — сократились на 20,64%), что свидетельствует о перераспределении баланса интересов инвесторов и спекулянтов между сегментами РТС и ММВБ в пользу первого. Одной из причин соответствующего перераспределения, очевидно, стало объединение двух торговых площадок — ЗАО «РТС» и ЗАО «ФБ ММВБ» в рамках Московской биржи, но, возможно, имеются и иные причины.

Объемы торгов голубыми фишками, входящими в базу расчета индекса ММВБ 10, увеличивались неуклонно и поступательно с 1998 по 2009 год (таким образом, в отличие от индексов РТС и ММВБ торговая активность в сегменте наиболее ликвидных и надежных акций, обращающихся на российском рынке, не снижалась даже в кризисном 2008 г.).

За это время объемы торгов выросли с 15,02 млрд руб. в 1998 г. до 12 721,95 млрд руб. по итогам 2009 г., т.е. в 847 раз.

В 2010 г. был отмечен первый случай снижения торговой активности, объемы торгов при этом уменьшились на 15,01% и по итогам 2010 г. составили 10 812,63 млрд руб.

В 2011 г. объемы торгов возросли на 21,57% и достигли 13 145,42 млрд руб. (абсолютный максимум за весь период с 1998 по 2012 г.).

Наконец, в 2012 г. торговая активность в секторе «голубых фишек» снова сократилась, причем почти в два раза (на 42,43% к уровню 2011 г.), и объем торгов составил 7567,28 млрд руб. (оказавшись ниже показателей 2008–2011 гг., лишь незначительно (на 4,61%) превысив показатель 2007 г.).

С 2009 по 2012 г. объемы торгов по индексу ММВБ 10 изменялись синхронно с изменениями объемов торгов по индексу ММВБ. Следует обратить внимание также на следующую деталь: в 2004 г., а также в 2006–2007 гг. темпы роста объемов торгов в секторе «голубых фишек» были ниже аналогичных показателей по индексу ММВБ

в целом (и, как отмечалось в п. 3.2, темпы роста самого индекса ММВБ 10 в эти годы отставали от темпов роста значения индекса ММВБ). Тогда же произошло снижение доли сделок с «голубыми фишками» в общем объеме торговли акциями, входящими в индекс ММВБ. Причина (см. п. 3.2) состоит в том, что крупные игроки, уже достаточно «разогнавшие» цены наиболее ликвидных инструментов рынка акций, обращавшихся на рынке ЗАО «ФБ ММВБ», стали «подбирать» отстающих — акции второго (и третьего) эшелонов.

Касаясь в целом соотношения объемов торгов в секторе ММВБ 10 и в рамках индекса ММВБ, отметим, что в 2003 г. за счет сделок с акциями, входящими в индекс ММВБ 10, было обеспечено 61,12% объема торговли по индексу ММВБ. В 2004–2007 гг. эта доля снизилась и не превышала 55,65%.

В 2008 г. соотношение объемов торгов ММВБ 10/ММВБ резко увеличивается, в 2008 г. оно составляет 93,48%, а в 2009 г. — 94,44%. Это, безусловно, свидетельствует о росте спекулятивной составляющей в функционировании российского рынка акций. В 2010–2012 гг. указанное соотношение стало снижаться, его значение последовательно составляло: в 2010 г. — 91,61%, в 2011 г. — 89,73, в 2012 г. — 82,97%.

Таким образом, характер торговли на ММВБ в 2010–2012 гг. стал, на наш взгляд, несколько менее спекулятивным. Тем не менее по-прежнему основная часть средств, обращающихся в сегменте ММВБ российского рынка акций, связана в операциях с «голубыми фишками».

Рассмотрим теперь динамику объемов торгов в связи с динамикой значений исследуемых индексов российского рынка акций. В анализе мы будем исходить из следующих аксиом технического анализа:

- если при росте значений индексов происходит увеличение объемов торговли, а на «просадках» торговая активность, выражаемая в данном случае показателем Value, снижается, то на рынке господствуют «бычьи» настроения и с вероятностью более 0,5 восходящее движение продолжится;

- рост на снижающихся объемах говорит о том, что крупные игроки искусственно «затаскивают» рынок наверх, фактически при этом уже освобождаясь от фондовых активов (на биржевом сленге — «раздают» бумаги мелким игрокам и выходят в cash); такой рост, как правило, предшествует коррекции рынка акций;

▪ увеличение объемов на снижении (в то время как при попытках роста торговая активность снижается) — свидетельство господства на рынке медведей и (или) отсутствия интереса у представителей инвестиционного сообщества к рынку акций той или иной страны.

Данные о темпах прироста значений и объемов торгов по индексам РТС, ММВБ и ММВБ 10 представлены в приложениях 8–10 (при этом будут рассмотрены не только годовые, но и квартальные показатели, дабы обеспечить большую обоснованность выводов).

В приложении 8 содержатся сведения о темпах прироста значений индекса РТС и сведения об объемах торговли акциями, входящими в базу расчета данного индекса, в квартальном и годовом разрезах.

Как отмечалось в п. 3.2, в 1995–2003 гг. индекс РТС фактически находился в диапазоне 37–571 пункт, выход из которого начался в 1999 г., а состоялся в 2004 г.

Непосредственно в 1996–1997 гг. (8 кварталов) на протяжении 5 кварталов наблюдался рост индекса на растущих объемах и по итогам одного квартала (третий квартал 1996 г.), происходило падение на пониженных объемах, т.е. имел место вполне здоровый рост, что проявилось в общем результате за 1997 г. (прирост индекса, сопровождавшийся ростом Value).

Однако в четвертом квартале настроения игроков ухудшились, и на протяжении последнего квартала 1997 г. и первого квартала 1998 г. происходила распродажа российских акций на повышенных объемах, тем не менее уже во втором квартале 1998 г. «медвежья» истерия исчерпала себя, и во втором и третьем кварталах отмечалась в целом нормальная ситуация снижения индекса при понижающейся торговой активности, а в четвертом квартале даже отмечался рост, хотя и при пониженных объемах. В итоге 1998 г. завершился снижением, но при пониженной торговой активности.

В 1999 г. начался восьмилетний период роста, в течение которого индекс РТС ни разу не оказался «в продаже», т.е. ни разу не был «сломан» долгосрочный растущий тренд (см. приложение 2). Из 32 кварталов, вошедших в этот период, 19 — это кварталы, в течение которых рост индекса сопровождался ростом торговой активности, 5 — кварталы, когда снижение индекса происходило на пониженных объемах.

Снижение на повышенных объемах отмечалось только в четырех кварталах, причем пессимизм на бирже РТС в рассматриваемое время

ни разу не продолжался более одного квартала. В восьми кварталах рост происходил на фоне снижений торговой активности (рынок «брал паузу»), и лишь дважды после таких «невнятных» (с точки зрения характера роста и намерений крупных игроков) кварталов происходило падение на повышенных объемах и один — на пониженных. В остальных случаях возобновлялся рост, обеспеченный ростом торговых оборотов.

На годовом «срезе» мы видим, что в течение 1999–2007 гг. лишь 2000 г. стал годом снижения индекса (на возросших объемах\*). На протяжении трех лет происходил рост на растущих объемах, и на протяжении трех лет — на снижающихся.

В I квартале кризисного 2008 г. произошло снижение индекса РТС на пониженных объемах, II квартал был периодом роста при пониженной активности. В данном случае наблюдалась классическая «затяжка наверх» с «раздачей папира» массовому мелкому инвестору. В III и IV кварталах индекс РТС резко упал. Объемы при этом снизились, но в значительной степени потому, что снизилась стоимость акций, входящих в индекс, а значит, — и Value самого индекса, а не потому, что незначительными были «физические» объемы, в которых происходило избавление от российских акций.

В целом 2008 г. стал годом падения индекса при снизившемся Value.

В 2009–2010 гг. происходило некоторое восстановление индекса РТС. При этом в течение шести кварталов рост значения индекса сопровождался ростом объемов торгов, I квартал — снижением объемов. Лишь во II квартале 2010 г. отмечалось падение на повышенных объемах. В целом оба года характеризовались одновременным ростом и значения индекса, и торговой активности.

В 2011–2012 гг. (как отмечалось в п. 3.2) индекс попал в «треугольник», растущее движение остановилось. При этом следует констатировать рост пессимизма игроков, поскольку лишь в III квартале 2012 г. рост индекса сопровождался увеличением торговой активности. Напротив, в течение четырех кварталов рост индекса происходил в условиях уменьшения объемов, а на протя-

---

\* Правда, основной рост объемов этого года отмечался в I квартале, который был по иронии классическим «бычьим» кварталом.

жении трех кварталов рынок снижался на растущих объемах, что является безусловным свидетельством господства «медвежьих» настроений на рынке акций Российской Федерации.

В приложениях 9 и 10 представлены данные о темпах прироста значений индексов ММВБ и ММВБ 10 и масштабах торговой активности в соответствующих сегментах российского рынка акций.

Мы видим, что 2003–2007 гг. были периодом роста и значения индекса ММВБ (см. приложение 9), и торговых оборотов. При этом по итогам 11 кварталов было зафиксировано одновременное увеличение значения индекса и объемов торговли. В пяти кварталах рост индекса происходил в условиях уменьшающейся активности. Один раз отмечалась «просадка» на пониженных объемах. Только два квартала характеризовались снижением значения индекса при росте оборотов торговли. В 2008 г. индекс ММВБ в части значений и объемов торговли продемонстрировал динамику, идентичную той, которая отмечалась по индексу РТС. 2009 и 2010 гг. стали периодом послекризисного восстановления. По итогам четырех кварталов отмечался рост на растущих объемах, трижды индекс завершал соответствующие кварталы ростом, сопровождавшимся сокращением торговых оборотов.

Как и по индексу РТС, падение на растущих объемах имело место только во II квартале 2010 г. Но если индекс РТС и в 2009 г., и в 2010 г. завершил рост на растущих объемах, то индекс ММВБ вырос на растущих объемах только в 2009 г.

Рост же 2010 г. сопровождался сокращением торговой активности. Причиной, на наш взгляд, послужил происходивший в послекризисный период переток средств из сектора ММВБ в сегмент РТС.

2011–2012 гг. на рынке ММВБ стали, как и на рынке РТС, периодом доминирования коррекционных тенденций. Лишь по итогам двух кварталов из восьми имел место рост и значения индекса, и объемов торговли.

По итогам трех кварталов индекс рос на снижающихся объемах. Два квартала происходило снижение значения индекса на снижающихся объемах. Во II квартале 2011 г. индекс ММВБ снизился, а торговая активность возросла.

Итак, 2011 г. характеризовался падением индекса на растущих объемах торгов. В 2012 г. индекс ММВБ увеличился, но объемы торговли упали более чем на треть (по нашему мнению, также

в результате действия тенденции по перераспределению инвестиционного и спекулятивного капитала между секторами ММВБ и РТС).

Наконец, индекс ММВБ 10 (см. приложение 10) продемонстрировал в части динамики своего значения и объемов торгов тенденцию, аналогичную отмечавшейся по индексу ММВБ. Отличие непосредственно состоит в том, что индекс ММВБ 10 завершил 2008 г. падением на повышенных объемах, что, как мы считаем, объясняется большей «спекулятивностью» данного индекса по сравнению с «широким» индексом ММВБ.

Таким образом, обобщая сказанное, можно сделать следующие выводы:

- российский биржевой рынок акций за годы развития в стране рыночных отношений получил значительное развитие и превратился в масштабный сегмент финансовой системы;

- отечественный рынок акций характеризуется преобладанием на нем бумаг предприятий сырьедобывающего и финансового секторов (тем самым отражая общие диспропорции, присущие российской экономике) и низким уровнем диверсификации обращающихся инструментов;

- рынок так и не смог полностью восстановить потери, понесенные в 2008 г.;

- в целом налицо соответствие динамики значений изучаемых индексов и изменений масштабов торговой активности в избранных сегментах рынка акций Российской Федерации; таким образом, отмечается факт действия одного из постулатов технического анализа, согласно которому сила тренда подтверждается или опровергается торговой активностью участников рынка;

- ведущую роль на рынке акций Российской Федерации в настоящее время играют не инвесторы, а крупные спекулянты.

# Глава 4

## Финансовые стратегии компании в области управления структурой капитала

### 4.1. Проблемы оптимизации структуры капитала компании

Под *структурой капитала фирмы* принято понимать соотношение отдельных элементов собственных и заемных средств в совокупном объеме источников финансирования ее финансово-хозяйственной деятельности. Эту категорию следует отличать от другого понятия — «финансовая структура компании». Под *финансовой структурой компании* принято понимать структуру всех источников финансирования деятельности компании. Понятие «структура капитала» в мировой практике обычно относится только к определенной части финансовых источников деятельности компании — к долгосрочным пассивам, к которым относятся собственные и долгосрочные заемные средства [8, с. 629; 18, с. 523–524].

Таким образом, теоретически верным является определение финансового рычага, представленное формулой:

$$FL = \frac{LTD}{LTD + MC}, \quad (4.1)$$

где  $LTD$  — рыночная стоимость долгосрочных обязательств;  
 $MC$  — рыночная капитализация.

Проблема оптимизации структуры капитала — одна из самых сложных и важных задач в управлении капиталом предприятия. У каждого из источников финансирования деятельности предприятия имеются свои преимущества и недостатки.

На структуру капитала предприятия воздействует целый ряд факторов. Так, на выбор источников формирования капитала предприятия влияют темпы роста его оборотов. При высоких и устойчивых темпах роста предприятие более ориентировано на использование заемных средств.

На выбор предприятием заемных средств в качестве источника финансирования его деятельности может повлиять стремление к уменьшению налоговой базы за счет части процентов по заемным средствам.

Большое влияние на возможность формирования источников финансирования имеет структура активов предприятия. Чем больше в активах предприятия высоколиквидных средств, тем больше возможностей получить кредиты.

Предприятия с высоким уровнем и динамикой доходности более склонны к использованию собственных средств, поскольку имеют достаточный объем нераспределенной прибыли.

В настоящее время можно выделить несколько различных подходов к определению роли и влияния структуры капитала на стоимость компании:

- традиционная концепция структуры капитала;
- теория Модильяни–Миллера, или концепция индифферентности структуры капитала;
- компромиссные модели структуры капитала (теория статистического равновесия);
- концепция асимметричной информации и др.

Сторонники *традиционного подхода* (к которым, в частности, относятся М. Соммерс, Д. Дюран, Дж.Р. Хикс, М.Дж. Гордон и др.) считали, что стоимость капитала компании зависит от ее структуры и оптимальной является та структура капитала, при которой минимизируется его средневзвешенная стоимость WACC и максимизируется рыночная стоимость предприятия.

Исходная теоретическая предпосылка данной концепции — утверждение, что стоимость заемного капитала всегда ниже стоимости собственного капитала компании. Действительно, в зависимости

от структуры капитала стоимость каждой из его составляющих меняется, но с разными темпами.

Многочисленные исследования показали, что до определенного момента рост доли заемного капитала и соответственно повышение финансового риска не вызывают немедленной реакции акционеров в целях увеличения доходности акций и стоимость собственного капитала фирмы не меняется. Однако при превышении некоторого предела безопасности степень финансового риска возрастает, и акционеры начинают требовать повышения доходности в целях компенсации этого риска. Стоимость собственного капитала начинает возрастать. Отсюда следует вывод, что существует такая оптимальная структура капитала, при которой показатель WACC имеет минимальное значение, а соответственно рыночная стоимость компании — максимальное.

Однако основоположниками *теории структуры капитала* по праву считают Ф. Модильяни и М. Миллера.

Начиная с 1958 г. Ф. Модильяни и М. Миллер опубликовали серию статей, которые вызвали огромный интерес в научном мире и стали основой большого количества исследований в этой области.

В обзоре Ассоциации финансового менеджмента за 1979 г. было признано, что первая статья Модильяни и Миллера, вышедшая в 1958 г., оказала наибольшее влияние на область финансирования по сравнению со всеми когда-либо опубликованными работами.

Появление этой статьи вызвало бурный рост интереса к проблемам структуры капитала. Различными аспектами данной проблемы занимались ученые Э. Альтман, Дж. Ангрейд, Дж. Грэхам, Т. Оплер, Ш. Титман, Э. Фишер, В.Х. Де Анджело, С. Майерс, С. Росс и др.

В ходе становления рыночных отношений в России вопросами структуры и цены капитала стали серьезно интересоваться и многие российские ученые: А.З. Бобылева, В.В. Ковалев, И.Я. Лукасевич, Т.В. Теплова и др.

В ходе исследования, представленного в первой статье, опубликованной в 1958 г., Ф. Модильяни и М. Миллер сформулировали и доказали три теоремы, которые подтверждали их вывод о независимости стоимости фирмы и общей стоимости капитала от структуры источников финансирования в условиях идеального рынка капитала [27, р. 261–297]. При этом авторы теории ввели (в явном или неявном виде) целый ряд допущений:

▪ наличие эффективного рынка капитала (предполагает равнодо-ступность и бесплатность информации для всех участников рынка, отсутствие трансакционных издержек, возможность любого дробле-ния ценных бумаг, рациональность поведения инвесторов);

▪ капитал компании состоит из двух видов ценных бумаг: обли-гации (заемный капитал) и акции (собственный капитал);

▪ отсутствие налогов;

▪ отсутствие затрат, связанных с банкротством компании;

▪ все компании находятся в одной группе риска.

Из первой теоремы Модильяни–Миллера следует, что рыночная стоимость фирмы не зависит от структуры ее капитала и определяется нормой капитализации ожидаемого дохода в фирмах ее класса. Авторы при доказательстве этой теоремы не принимали во внимание налоги, издержки банкротства, агентские издержки и пр., и пришли к выводу, что идеального (оптимального) соотношения структуры капитала предприятия не существует. Данная теорема описывается формулой:

$$V_j = (S_j + D_j) \frac{\bar{X}_j}{p_k}, \quad (4.2)$$

где  $S_j$  — рыночная стоимость ее акций;

$D_j$  — рыночная стоимость долга компании;

$\bar{X}_j$  — ожидаемый доход на все активы компании;

$p_k$  — ожидаемая доходность акций класса  $k$ .

В другой формулировке первая теорема означает, что средние за-траты фирмы на капитал вовсе не зависят от его структуры и равны норме капитализации потока доходов от акций в этом классе фирм, и описывается формулой:

$$\frac{\bar{X}_j}{(S_j + D_j)} = \frac{\bar{X}_j}{V_j} = p_j. \quad (4.3)$$

Доказательство теоремы сводится к следующему: авторы устано-вили тот факт, что в случае нарушения указанных выше соотноше-ний между соответствующей парой фирм одного класса возникает арбитражный процесс, который и восстанавливает это равновесие.

Вторая теорема Модильяни–Миллера является следствием первой и означает, что уровень ожидаемой доходности  $i$  по акциям компании  $j$ , относящейся к классу  $k$ , представляет собой линейную функцию используемого ею кредитного рычага:

$$i_j = p_k + (p_k - r) \frac{D_j}{S_j}. \quad (4.4)$$

Наконец, в третьей теореме Модильяни и Миллер доказывают, что минимальная величина доходности инвестиций в фирму в любом случае не должна быть меньше  $p_k$  (ожидаемой доходности акций класса  $k$ ) и она совершенно не зависит от типа используемых фирмой финансовых инструментов.

Сторонники этой теории считают, что при определенных условиях стоимость организации и стоимость ее капитала не зависят от структуры пассивов и, следовательно, структуру источников финансирования нельзя оптимизировать. К структуре капитала в данном случае применяется «принцип пирога»: его можно по-разному делить, но величина при этом не меняется. При всей убедительности такого подхода в модели Модильяни–Миллера много допущений: в частности, игнорируются агентские издержки и так называемые затраты финансовых затруднений, которые, например, при банкротстве достигают 20% стоимости компании.

В дальнейшем Модильяни и Миллер модифицировали свою теорию управления структурой капитала предприятия, приняв во внимание налоги на прибыль. Они признали определенные преимущества заемного финансирования, заключающиеся в том, что проценты за использование заемных средств вычитаются из общей суммы облагаемого налогом дохода, что уменьшает налогооблагаемую базу. Из этого следует, что чем выше налог на доходы, тем выгоднее использовать заемные средства, а чем ниже налог на доходы, тем менее выгодно использовать заемное финансирование.

В статье, опубликованной в 1963 г. [26, р. 433–443], Модильяни и Миллер, приняв во внимание налоги на прибыль корпораций, показали, что использование заемного финансирования повышает

стоимость фирмы на величину налогового щита. Это выражается формулой:

$$V_L = V_U + T \times D = V_U + V_{TS}, \quad (4.5)$$

где  $T$  — ставка налога на прибыль;  
 $V_{TS}$  — стоимость выгод от налогового щита.

Следовательно, рыночная стоимость финансово зависимой компании равна сумме рыночной стоимости финансово независимой компании той же группы риска и эффекта финансового левериджа, равного произведению ставки налога на прибыль и стоимости заемного капитала.

Второе утверждение, сделанное Модильяни и Миллером при учете налога на прибыль, заключается в том, что стоимость финансово зависимой фирмы является суммой стоимостей собственного капитала аналогичной (по доходу и уровню риска) финансово независимой фирмы и премии за риск, которая равняется разнице между стоимостью собственного и заемного капиталов, умноженной на величину финансового левериджа с поправкой на экономию на налогах.

Однако они не согласились с утверждением некоторых сторонников традиционного подхода, что балансирование на грани банкротства в целях получения максимального выигрыша от использования заемного капитала должно обеспечить формирование его оптимальной структуры.

Более того, Миллер в статье, которую он написал значительно позже [25, р. 261–275], попытался доказать, что даже в случае, когда ссудный процент по займам, выплачиваемый фирмой своим кредиторам, полностью исключается из облагаемой налогом суммы ее доходов, стоимость фирмы в условиях равновесия не будет зависеть от ее капитальной структуры.

Миллер также считает, что версия существования оптимальной структуры является ошибочной и в том плане, что в ней преувеличено значение дополнительных издержек использования заемного капитала. Он утверждал, что эти издержки оказываются непропорционально малыми по сравнению с предполагаемыми налоговыми выгодами при любом достаточно аккуратном подсчете.

Большинство специалистов признают, что представленная Модильяни и Миллером теория структуры капитала не дает полного ответа на вопрос об оптимальной структуре капитала, но она дает возможность выявить определенные преимущества заемного финансирования по сравнению с финансированием из собственных источников.

Наличие в теории Модильяни–Миллера большого количества допущений, естественно, вызвало достаточно много критики со стороны ее оппонентов. В частности, это касается недооценки затрат, связанных с финансовыми затруднениями и банкротством компании.

Однако большинство ученых и практиков с такой позицией не согласны. В данном случае важны не теоретические выкладки, а эмпирические исследования. В одной из своих статей известный специалист в области прогнозирования банкротства Э. Альтман приводит результаты выборочного обследования 26 обанкротившихся фирм, которые свидетельствуют о том, что затраты, вызванные банкротством компании, часто превышают 20% ее стоимости [22, р. 1067–1089]. Кроме того, ухудшение финансового состояния компании и возрастание вероятности ее банкротства оказывают серьезное влияние на отношения инвесторов (по поводу ожидаемой доходности), поставщиков и покупателей (по поводу заключения долгосрочных контрактов) и, самое главное, усиливают давление со стороны кредиторов.

Одно из следствий, вытекающих из теории Модильяни–Миллера, заключается в том, что максимизация стоимости компании достигается при условии 100%-го использования заемного капитала. Как практики, так и теоретики считают данную ситуацию совершенно нереальной.

Критики теории отмечают также необоснованность предпосылок о возможности привлекать заемные средства по безрисковой ставке.

Стремления развить теорию Модильяни–Миллера, убрав определенные ограничения, заложенные в ней, привели к появлению целого ряда моделей структуры капитала. Далее мы рассмотрим наиболее интересные из них как с теоретической, так и с практической точки зрения.

Попытки устранить недостатки традиционной теории и теории Модильяни–Миллера привели к возникновению *компромиссной*

*модели структуры капитала.* По существу данная модель является развитием теории Модильяни–Миллера с учетом издержек, связанных с банкротством.

Как уже было сказано, привлечение заемных средств обычно снижает общие издержки финансирования из-за более низкой стоимости заемных средств, способствуя тем самым росту рыночной стоимости компании. Однако по мере увеличения долговых обязательств возрастает вероятность возникновения финансовых затруднений, которые в конечном итоге могут привести к банкротству.

Возникновение финансовых затруднений и угроза банкротства вызывают существенный рост издержек банкротства. Издержки банкротства принято делить на прямые и косвенные.

*Прямые издержки банкротства* связаны с самой процедурой его осуществления. К ним относятся юридические и административные расходы, которые несет компания в процессе ее реорганизации или ликвидации. Прямые издержки — измеряемый элемент совокупных издержек банкротства. Специалисты отмечают, что прямые издержки банкротства могут достигать от 5 до 20% стоимости компании [10, с. 658].

*Косвенные издержки банкротства* обычно порождаются самой угрозой банкротства и являются следствием не самой процедуры банкротства, а угрозы ее начала. К косвенным издержкам относятся потери, вызванные снижением лояльности поставщиков и покупателей, трудностями с заключением долгосрочных контрактов. Угроза банкротства приводит к ужесточению требований со стороны кредиторов по получению займов и поставщиков по оплате продуктов и услуг. Снижается эффективность управления в связи с тем, что усилия менеджмента в основном направлены на поиск путей выхода из кризиса. Может существенно снизиться производительность труда в связи с уходом из компании высококвалифицированных кадров.

Косвенные издержки обычно называют издержками финансовых затруднений. Этот элемент общих издержек банкротства на практике можно оценить приблизительно.

Сторонники компромиссной модели полагают возможным проведение количественной оценки ожидаемой стоимости банкротства. Так, считается, что ее можно определить как произведение

возникающих при этом совокупных (прямых и косвенных) затрат на вероятность его возникновения:

$$V_{BC} = BC \times p, \quad (4.6)$$

где  $BC$  — общие издержки банкротства;  
 $p$  — вероятность возникновения банкротства.

Совокупные издержки банкротства являются более или менее фиксированной величиной, значение которой во времени изменяется незначительно. Однако вероятность наступления банкротства представляет собой переменную величину, которая существенно зависит от многих факторов, в том числе и от структуры капитала предприятия.

Известно много методик оценки вероятности наступления банкротства. Однако при всех прочих равных условиях очевидно, что чем выше доля заемных средств в стоимости капитала, тем больше вероятность банкротства. Отсюда можно сделать вывод: ожидаемая стоимость банкротства является линейной функцией от структуры капитала компании. Соответственно формулу (4.2) Модильяни–Миллера можно преобразовать следующим образом:

$$V_L = V_U + V_{TS} - V_{BC}, \quad (4.7)$$

где  $V_U$  — стоимость независимой фирмы;  
 $V_{TS}$  — приведенная стоимость налогового щита;  
 $V_{BC}$  — приведенная стоимость банкротства.

Формула наглядно иллюстрирует, что увеличение доли заемного финансирования в структуре капитала приводит к увеличению стоимости фирмы за счет экономии на налогах на прибыль, но при этом одновременно возрастает вероятность банкротства и связанных с ним издержек, а это, в свою очередь, снижает общую стоимость капитала фирмы.

Компромиссные модели достаточно четко демонстрируют как положительные, так и отрицательные стороны заемного финансирования. Согласно компромиссной концепции структуры капитала, оптимальной является такая его структура, при которой сочетание собственных и заемных средств позволяет покрыть ожидаемую сто-

имость издержек банкротства за счет налогового щита, т.е. достижение компромисса между выгодами заемного финансирования за счет экономии на налогах и затратами, связанными с возможными финансовыми затруднениями, вероятность которых повышается с ростом доли заемных средств.

Использование данного подхода в реальной действительности подразумевает поддержание определенного соотношения между заемными и собственными средствами в финансировании, т.е. величины  $D/V$  или  $D/E$ . Однако поскольку на практике оценить количественно все издержки заемного финансирования зачастую не представляется возможным, постольку часто невозможно точно установить величину  $D/E$ , при которой обеспечивается максимальная стоимость фирмы.

Сторонники этой теории считают, что она может объяснить межотраслевые различия в источниках финансирования деятельности компаний. Как свидетельствуют статистические данные, доля заемного капитала существенно варьируется среди похожих фирм, тогда как компромиссная модель предполагает, что объемы заемного финансирования должны быть приблизительно одинаковыми внутри одной отрасли. Кроме того, исследования зарубежных и российских ученых показывают, что предприятия с высокими доходами зачастую обходятся минимумом займов. В табл. 4.1 [16, с. 380] приведены данные об использовании заемного капитала ведущими российскими предприятиями.

Анализируя данные табл. 4.1, можно сделать вывод о том, что соотношение долговых обязательств и собственного капитала мало зависит от отрасли, в которой функционирует компания. Так, в нефтяной и газовой отраслях, несмотря на благоприятную рыночную конъюнктуру, компании в основном ориентируются на собственные средства. Исключение составляет ОАО «Роснефть». С 2005 по 2012 г. соотношение долга и собственного капитала компании составляло около 70%. Это же соотношение у компании ОАО «Сургутнефтегаз» за аналогичный период изменилось с 1,0 до 6,3%.

Данные финансовой отчетности компаний, размещенной на их официальных сайтах, свидетельствуют о том, что у большинства нефтегазовых компаний с 2005 по 2012 г. показатель удельного веса заемных средств в совокупном капитале и соотношение заемного и собственного капитала понизились. Например, у ОАО «Газпром»

Таблица 4.1

## Использование заемного капитала российскими компаниями

Компания	Отрасль	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Долгосроч- ный долг, млн долл.	Долг/ ЕБИТДА	Долг/ соб. кап., %
ОАО «Газпром»	Нефтегазовая	33 913	12 643	22 256	1,76	22,4
ОАО «НК Роснефть»	Нефтегазовая	5 275	1 576	13 676	8,68	70,0
ОАО «ЛУКОЙЛ»	Нефтегазовая	34 058	7 322	3 874	0,53	15,4
ОАО «ТНК-ВР»	Нефтегазовая	17 226	5 861	3 434	0,59	26,5
ОАО «АФК Система»	Телекоммуникации	5 711	2 465	3 060	1,24	48,2
Объединенная компания «РУСАЛ»	Металлургия, горнодобыча	5 436	1 736	2 484	1,43	46,2
ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	Телекоммуникации	3 887	2 126	1 937	0,91	42,5
ОАО «ВымпелКом»	Телекоммуникации	2 147	1 028	1 581	1,54	42,3
ОАО «Северсталь»	Металлургия и горнодобыча	6 648	2 177	1 554	0,71	28,4
ОАО «РЖД»	Транспорт	22 643	5 560	1 519	0,27	5,1
ОАО «АК АЛРОСА»	Горнодобыча	2 701	1 073	1 493	1,39	35,6
ОАО «Евразхолдинг»	Металлургия и горнодобыча	5 925	2 004	1 402	0,70	42,5
ОАО «ММК»	Металлургия	4 828	1 735	1 235	0,71	24,2
ОАО «МегаФон»	Телекоммуникации	1 480	625	1 207	1,93	142,0
ОАО «ГМК Норильский никель»	Металлургия	7 033	3 599	1 188	0,33	10,0
ОАО «НОВАТЭК»	Газовая	855	284	865	3,00	35,0
ОАО «Уралсвязьинформ»	Телекоммуникации	934	356	664	1,87	48,2
ОАО «АК Транснефть»	Нефтетранспорт	5 222	2 677	631	0,24	6,6
ОАО «Мечел»	Металлургия и горнодобыча	3 636	907	565	0,62	10,0
ОАО «Иркут»	Машиностроение	622	166	522	3,14	378,0
ОАО «SUNIntebrew»	Пищевая	860	179	333	1,86	38,7
ОАО «Вимм-Билль-Данн»	Пищевая	1 189	97	283	2,92	42,1
ОАО «ОМЗ»	Машиностроение	524	40	256	6,48	58,0
ОАО «Сургутнефтегаз»	Нефтегазовая	10 372	4 491	233	0,05	1,0
ОАО «Балтика»	Пищевая	1 092	254	101	0,40	11,5
ОАО «НЛМК»	Металлургия и горнодобыча	4 538	2 936	20	0,01	0,4

соотношение долга и собственного капитала снизилось с 22,4% в 2005 г. до 16,5% в 2012 г. У ОАО «ЛУКОЙЛ» — соответственно с 15,4 до 9,1%.

Таким образом, у большинства нефтегазовых компаний (за исключением ОАО «Роснефть») в конце 2012 г. это соотношение было ниже 20%. В то же время рентабельность производства по чистой прибыли по итогам 2012 г. составила в ОАО «ЛУКОЙЛ» 27,8%, в ОАО «Газпром» — 14,9, в ОАО «Роснефть» — 11,1%. Аналогичная ситуация наблюдается и за рубежом. Р.С. Хиггинс, исследовав данные 392 компаний США с высоким кредитным рейтингом, выяснил, что около трети компаний имели уровень финансового рычага менее 20% и еще треть — от 20 до 40% [24].

Сразу оговоримся, что речь идет о высокодоходных компаниях с высоким кредитным рейтингом. В целом же тенденция такова, что российские фирмы все больше прибегают к заимствованиям. Так, согласно данным Росстата, коэффициент автономии (табл. 4.2) с 1995 по 2011 г. снизился с 76,5 до 50,8% [42].

**Таблица 4.2**

**Динамика коэффициентов платежеспособности организаций  
(без субъектов малого предпринимательства) в Российской Федерации**

Год	Коэффициент текущей ликвидности	Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	Коэффициент автономии
1995	115,6	14,2	76,5
1996	98,8	-1,0	80,7
1997	95,5	-5,6	73,9
1998	91,2	-17,0	65,5
1999	99,5	-11,9	62,2
2000	102,5	-7,4	59,9
2001	106,1	-7,0	60,9
2002	109,7	-6,6	60,1
2003	116,2	-8,2	57,7
2004	113,1	-10,6	54,4
2005	122,2	-12,5	56,2
2006	123,7	-13,3	57,1
2007	130,7	-10,5	55,9
2008	129,2	-14,1	50,5
2009	129,4	-18,8	51,6
2010	134,3	-14,1	52,4
2011	136,2	-17,8	50,8

Описанная выше ситуация не соответствует основным положениям компромиссной теории, согласно которой достаточно высокая рентабельность должна способствовать наличию налоговых стимулов к использованию заемных средств.

Таким образом, результаты исследования Г. Дональдсона [23] и целого ряда других исследований свидетельствуют о том, что при принятии решений о выборе источников финансирования издержки их привлечения не являются главным показателем для менеджмента компаний.

В результате попыток объяснить такое поведение компаний появились различные *модели асимметричной информации*.

Ситуация, при которой не все экономические агенты имеют равный доступ к информации, считается обычной в реальной экономике. Причины могут быть разными, но однозначно можно сказать, что ни один из субъектов экономических отношений не владеет полной информацией о ситуации, в которой он ведет свою хозяйственную деятельность.

Таким образом, асимметричность информации — обычная ситуация в бизнесе. Однако когда речь идет о положении дел в компании, о планах, перспективах и соответственно связанных с ними рисках, то безусловно наиболее осведомленным в этом случае является менеджмент компании, но и внешние контрагенты на основании имеющейся у них информации принимают решения по поведению в конкретной ситуации.

В результате асимметричность информации оказывает существенное влияние на управленческие решения, принимаемые менеджментом компании, и решения инвесторов и акционеров по отношению к компании. Одной из наиболее известных моделей асимметричной информации в области управления структурой капитала является *теория иерархии*, впервые предложенная и обоснованная С. Майерсом [28]. В дальнейшем она была развита в его совместных работах с Н. Мэйлуфом и С. Шиа-Сандером.

В соответствии с этой теорией асимметричность информации оказывает существенное влияние на выбор между основными источниками финансирования развития компании. В итоге формируется определенная иерархия среди источников финансирования, где на первом месте оказываются внутренние источники, затем — заемные источники и в последнюю очередь — эмиссия акций. Таким

образом, фирма прибегает к дополнительной эмиссии акций только тогда, когда не может использовать внутренние резервы и заемные средства [28, р. 575–592].

Обычно менеджмент компании защищает интересы текущих владельцев и предпочитает использовать заемное финансирование в том случае, когда акции компании недооценены, а внутренние источники финансирования посредством дополнительной эмиссии акций применять тогда, когда акции переоценены.

Теория иерархии привлекательна тем, что она позволяет понять многие нюансы поведения фирм в плане выбора источников финансирования, которые сложно было объяснить в рамках рассматриваемых ранее теорий.

В данной теории соотношения  $D/E$  или  $D/V$  не являются определяющими, а изменение этих отношений происходит только тогда, когда нарушается равновесие между денежными потоками от операционной деятельности (за вычетом дивидендов) и реальными инвестиционными возможностями. Таким образом, в теории иерархии не содержится понятие «оптимальное соотношение между собственными и заемными средствами формирования капитала компании».

Теория иерархии позволяет понять, почему наиболее прибыльные фирмы, как правило, не привлекают много заемных средств. Согласно иерархии в выборе источников финансирования они предпочитают использовать внутренние ресурсы, а менее прибыльные фирмы вынуждены привлекать заемные средства, так как им недостаточно внутренних источников для реализации своих инвестиционных проектов.

Эта теория объясняет и обратную связь между прибыльностью компании и ее финансовым левериджем в рамках одной отрасли. Если предположить, что фирмы занимаются инвестированием для поддержания темпов роста на уровне отраслевых, то норма инвестиций будет единой у всех фирм данной отрасли. При стабильной политике выплаты дивидендов фирмы, имеющие меньшую норму прибыли, будут иметь меньше внутренних средств для осуществления таких инвестиций, и в конце концов они будут вынуждены больше занимать.

Основываясь на теории иерархии, можно спрогнозировать изменения показателей финансового рычага у компании. Этот показатель возрастает, когда компания испытывает дефицит финансовых ресурсов, и снижается, когда у нее образуются излишки денежных средств.

Однако теория иерархии оказывается не в состоянии объяснить такие явления, как межотраслевые и внутриотраслевые различия в соотношении собственных и заемных средств, а также случаи, когда компании предпочитают решать проблемы недостатка финансовых средств за счет выпуска акций.

Еще одной популярной моделью в рамках теории асимметричной информации является *сигнальная теория*. Наиболее известная из теорий сигнализации — модель С. Росса [29]. Суть теории сигнализации заключается в том, что внешние пользователи получают определенные сигналы о перспективах развития компании на основе поведения управляющих на рынке капитала. При благоприятных перспективах развития менеджеры компании будут стремиться удовлетворить дополнительную потребность в капитале за счет привлечения заемных средств.

При пессимистических ожиданиях развития бизнеса они будут стараться удовлетворить дополнительную потребность в финансировании за счет привлечения собственного капитала из внешних источников, т.е. за счет расширения круга инвесторов, что позволит разделить с ними величину возможных убытков.

Теория сигнализации в условиях асимметричной информации дает возможность кредиторам и инвесторам более взвешенно обосновывать свои решения о предоставлении капитала компании, что, в свою очередь, отразится на формировании ее структуры.

Как уже было сказано, в реальной действительности управляющие всегда имеют более полную информацию о фирме и ее инвестиционных возможностях, чем внешние инвесторы. Явление информационной асимметрии порождает неопределенность в действиях потенциальных инвесторов и дополнительных требований премии за риск. Это приводит к повышению стоимости источников финансирования для компании.

Разумеется, менеджмент компании будет подавать правдивые сигналы только в ситуации наличия соответствующей мотивации. Кроме привязки жалования и бонусов управляющих к показателям стоимости компании существенными сигналами об эффективности ее деятельности является готовность топ-менеджеров участвовать в ее финансировании, например в собственном капитале, а также рост дивидендных выплат.

Необходимо отметить, что из теории сигнализации не следует, что изменение структуры капитала в обязательном порядке должно привести к изменению стоимости компании. Важны те сигналы, которые подаются решениями менеджмента, являющиеся результатом более существенных изменений деятельности фирмы, ее доходности и риска и в итоге формирующие стоимость компании.

Несмотря на существенную роль сигналов, на практике качественно и количественно оценить их влияние на стоимость фирмы достаточно сложно, следовательно, и применять на практике сигнальные модели также затруднительно.

Агентские издержки часто рассматривают наряду с издержками финансовых затруднений в рамках компромиссной теории. Однако влияние агентских отношений на структуру капитала, по нашему мнению, намного шире, поэтому мы солидарны с теми исследователями, которые рассматривают модель агентских отношений как самостоятельную, помогающую глубже понять некоторые аспекты управления структурой капитала фирмы.

Суть данной модели заключается в том, что собственники предприятий зачастую передают права на принятие решений и управление текущей деятельностью компании менеджерам. В результате может возникнуть ряд противоречий интересов: между собственниками компании и менеджерами, между инвесторами и менеджментом компании и между собственниками предприятия и его кредиторами.

Основная проблема в данном случае — совмещение интересов собственников капитала, менеджмента компании и инвесторов. Одним из вариантов разрешения этой проблемы является система контрактов, которые и могут обеспечить соблюдение интересов всех участников агентских отношений.

Главная задача системы контрактов в данном случае заключается в распределении финансового риска между участниками агентских отношений и гарантировании получения дохода в соответствии с принимаемым ими риском.

Если собственник капитала передает весь риск менеджерам, то все его требования в основном сводятся к получению фиксированного дохода на вложенные средства с учетом альтернативных рискованных вариантов инвестирования, а главной задачей менеджмента компании становится обеспечение требуемой доходности владельцу капитала с учетом риска инвестирования.

Интересы менеджмента компании и других участников агентских отношений могут быть диаметрально противоположными, но по отношению к структуре капитала действует правило: чем больше у компании заемных средств, тем выше их заинтересованность и ответственность.

## **4.2. Особенности и тенденции формирования структуры капитала российских компаний**

Статистические данные свидетельствуют о том, что структура капитала компаний развитых и развивающихся (к которым относится и Россия) экономик существенно отличаются.

По большому счету становление рыночных отношений в России еще продолжается. Недостаточная развитость финансового рынка обусловила специфику в формировании структуры капитала российскими компаниями.

Прежде всего это вызвано тем, что стоимость отдельных источников формирования капитала предприятий в России существенно отличается от аналогичных показателей в развитых странах Запада (табл. 4.3) [6, с. 371]. Данные таблицы свидетельствуют: цена собственных источников финансирования деятельности компаний в развитых странах высокая, а в России в основном низкая. При этом российские компании постоянно испытывают недостаток средств не только на инвестирование, но и на текущую хозяйственную деятельность.

Невысокая цена собственных источников финансирования российских компаний объясняется низким уровнем дивидендных выплат или полным их отсутствием. Из заемных инструментов финансирования деятельности предприятий в развитых странах преобладают долгосрочные и среднесрочные кредиты. Для большинства российских компаний доступность этих источников финансирования затруднена из-за их дороговизны и жестких условий кредитования.

Расчет финансового рычага общепринятым в мировой практике способом предполагает использование показателя рыночной капитализации компании. Однако до 2005 г. акции очень многих крупных российских компаний отсутствовали в свободной продаже и соответственно не проходили рыночную котировку, а оценка их рыночной капитализации производилась экспертным методом.

Таблица 4.3

**Сравнение структуры и цены капитала  
в России и за рубежом**

Источники финансирования	В развитых странах		В России	
	Удельный вес источника	Цена источника	Удельный вес источника	Цена источника
Акционерный капитал	30–50%	Высокая	Низкий (10–30%)	Низкая (может стремиться к нулю)
Добавочный капитал	Низкий	Обычно не рассматривается	Высокий	Низкая (может стремиться к нулю)
Прибыль	10–20%	Высокая	Низкий	Высокая
Амортизационные отчисления	30–50%	Равна средневзвешенной цене капитала (ССК)	Низкий	Равна ССК или цене краткосрочного кредита
Итого собственный капитал	Высокий или средний	Высокая	Низкий или средний	Низкая (может стремиться к нулю)
Долгосрочные кредиты	Средний или высокий	Ниже цены собственных средств	Чрезвычайно низкий	Чрезвычайно высокая
Краткосрочные кредиты	Низкий в инвестиционных проектах	Может быть выше цены долгосрочных кредитов	Низкий или средний	Высокая
Кредиторская задолженность поставщикам и подрядчикам по заработной плате	Низкий	Не рассматривается как источник финансирования	Высокий	Обычно равна нулю

В данном случае могла сложиться ситуация, подобная той, что возникла у ОАО «Роснефть». При подготовке к IPO была проведена экспертная оценка капитализации компании несколькими авторитетными агентствами. В результате проведенной экспертной оценки американский инвестиционный банк Morgan Stanley оценил компанию в 26 млрд долл., британская консалтинговая компания Deloitte — в 48 млрд, а швейцарский банк «Креди Сюисс» — в 91 млрд долл. Однако размещение акций дало компании только 10,4 млрд долл.

В 2005–2007 гг. IPO провели многие российские компании («ВТБ», «Магнит», «Седьмой континент», «Лебедянский» и др.). Большинство же компаний по разным причинам (в частности, из-за опасения их недооценки на фондовом рынке) пока не торопятся осуществлять публичную продажу своих акций. Это только одна из причин, затрудняющих использование формулы (4.2) для сравнительного анализа уровня финансового рычага российских компаний.

Другая причина заключается в недостаточности или отсутствии формально долгосрочных заемных источников финансирования у большинства российских компаний. Данные табл. 4.4 [18, с. 525] свидетельствуют о том, что такая ситуация характерна для большинства развивающихся экономик с недостаточно развитым финансовым рынком. Так, в России удельный вес долгосрочных заемных источников финансирования в совокупном капитале компаний составлял 13%, что в 2 раза меньше, чем в США, в 3 раза меньше, чем в Канаде, и в 4 раза меньше, чем в Японии. В Украине и Венгрии этот показатель еще ниже, чем в России (почти в 2 и 3 раза соответственно).

Таблица 4.4

**Структура капитала по развитым и развивающимся странам мира**

Страна	Соотношение долгосрочного займа и всего капитала компании, %	Учетный финансовый рычаг как отношение всех обязательств ко всей величине активов, %	Количество фирм в выборке
США	37	58	2 580
Великобритания	28	54	608
Германия	38	73	191
Канада	39	56	318
Франция	48	71	225
Италия	47	70	118
Япония	53	69	514
Польша	40	59	10 933
Словакия	30	59	1 312
Чехия	28	61	7 374
Болгария	12	59	13 189
Венгрия	5	62	7 923
Россия	13	30	230
Украина	7	22	48

Исходя из этого мы считаем обоснованным мнение тех ученых и практиков, которые полагают, что специфика функционирования недостаточно развитых финансовых рынков предполагает определенную корректировку понятия «финансовый рычаг». Поскольку эта специфика заключается в недостаточности долгосрочных заемных источников финансирования, то в понятие «заемный капитал» целесообразно включать и краткосрочные заемные средства, используемые компаниями на постоянной основе. Соответственно в структуру общего привлеченного капитала компании в этом случае входят собственный капитал, долгосрочные заемные средства и используемые на постоянной основе краткосрочные заемные источники. В состав последних могут входить, например, пролонгируемые краткосрочные банковские ссуды, задолженность поставщикам и подрядчикам (если этим источником компания имеет возможность пользоваться регулярно) и т.п.

В данном случае соотношения элементов капитала фиксируются по балансовым оценкам, а показатель принято называть учетной структурой капитала или учетным финансовым рычагом. Показатель рассчитывается по формуле:

$$FL = \frac{LTD + STD}{BDV + BVE}, \quad (4.8)$$

где  $STD$  — краткосрочные кредиты и займы;

$BDV$  — заемный капитал по балансу;

$BVE$  — балансовая оценка собственного капитала.

Еще одна особенность российской экономики — существенное различие в соотношении собственных и заемных источников финансирования не только между компаниями различных отраслей, но и между компаниями одной отрасли.

Как в развитых, так и в развивающихся экономиках это различие может быть следствием различий в структуре активов компании (соотношение оборотных и внеоборотных активов, удельный вес абсолютно ликвидных и высоколиквидных активов в совокупных активах компании), ее инвестиционной активностью, темпами роста и т.д.

Однако российской спецификой является то, что большинство из перечисленных выше показателей у компаний практически сов-

падает, а соотношение между собственным и заемным капиталом отличается в разы. Так, удельный вес абсолютно- и высоколиквидных активов в ОАО «ЛУКОЙЛ» на конец 2012 г. составил 16,3%, в ОАО «Роснефть» — 20,4, в ОАО «Сургутнефтегаз» — 27,2%, а соотношение между заемными и собственными средствами в структуре капитала этих компаний было соответственно 9,1%, 70,2 и 6,3%.

Еще одним фактором, оказывающим влияние на специфику структуры капитала российских компаний, является особенность структуры их собственности. Эмпирические исследования позволяют сделать вывод, что структура собственности капитала компании может существенно влиять на стоимость капитала компании и ее рыночную стоимость.

Наконец, на различия в структуре капитала российских компаний влияет доступность для них зарубежных источников финансирования. Как правило, возможность использовать зарубежные инструменты заимствования имеют только «голубые фишки». Это дает им существенные преимущества, поскольку проценты по ссудам банков развитых стран ниже, чем у российских, требуемая доходность облигаций также ниже (табл. 4.5).

Таблица 4.5

## Использование заемного капитала российскими компаниями

Компания	Отрасль	Выручка, млн долл.	ЕБИТДА, млн долл.	Долгосрочный долг, млн долл.	Долг/ЕБИТДА	Долг/Собственный капитал
1	2	3	4	5	6	7
ОАО «Газпром»	Нефтегазовая	33 913	12 643	22 256	1,76	22,4
ОАО «НК Роснефть»	Нефтегазовая	5 275	1 576	13 676	8,68	70,0
ОАО «ЛУКОЙЛ»	Нефтегазовая	34 058	7 322	3 874	0,53	15,4
ОАО «ТНК-ВР»	Нефтегазовая	17 226	5 861	3 434	0,59	26,5
ОАО «АФК Система»	Телекоммуникации	5 711	2 465	3 060	1,24	48,2
ОАО «Русал»	Металлургия, горнодобыча	5 436	1 736	2 484	1,43	46,2

Окончание таблицы 4.5

1	2	3	4	5	6	7
ОАО «МТС»	Телекоммуникации	3 887	2 126	1 937	0,91	42,5
ОАО «ВымпелКом»	Телекоммуникации	2 147	1 028	1 581	1,54	42,3
ОАО «Северсталь»	Металлургия и горнодобыча	6 648	2 177	1 554	0,71	28,4
ОАО «РЖД»	Транспорт	22 643	5 560	1 519	0,27	5,1
ОАО «АК АЛРОСА»	Горнодобыча	2 701	1 073	1 493	1,39	35,6
ОАО «Евразхолдинг»	Металлургия и горнодобыча	5 925	2 004	1 402	0,70	42,5
ОАО «ММК»	Металлургия	4 828	1 735	1 235	0,71	24,2
ОАО «МегаФон»	Телекоммуникации	1 480	625	1 207	1,93	142,0
ОАО «ГМК Норильский никель»	Металлургия	7 033	3 599	1 188	0,33	10,0
ОАО «НОВАТЭК»	Газовая	855	284	865	3,00	35,0
ОАО «Уралсвязьинформ»	Телекоммуникации	934	356	664	1,87	48,2
ОАО «АК Транснефть»	Нефтегазотранспорт	5 222	2 677	631	0,24	6,6
ОАО «Мечел»	Металлургия и горнодобыча	3 636	907	565	0,62	0
ОАО «Иркут»	Машиностроение	622	166	522	3,14	378,0
ОАО «SUNIntebrew»	Пищевая	860	179	333	1,86	38,7
ОАО «Вимм-Билль-Данн»	Пищевая	1 189	97	283	2,92	42,1
ОАО «ОМЗ»	Машиностроение	524	40	256	6,48	58,0
ОАО «Сургутнефтегаз»	Нефтегазовая	10 372	4 491	233	0,05	1,0
ОАО «Балтика»	Пищевая	1 092	254	101	0,40	11,5
ОАО «Копейка»	Розничная торговля	372	26	51	1,90	21,0
ОАО «НЛМК»	Металлургия и горнодобыча	4 538	2936	20	0,01	0,4

Основные тенденции в изменении структуры капитала российских компаний вполне логично вытекают из факта развития рыночных отношений в экономике России. Отметим наиболее значимые из них.

Основной тенденцией является рост удельного веса заемных источников финансирования в структуре капитала российских компаний. При этом в некоторых отраслях существенно возросло значение долгосрочных источников финансирования хозяйственной деятельности предприятий. Например, если в 2005 г. в структуре баланса ОАО «Тандер» (торговая сеть магазинов «Магнит») и ОАО «Седьмой континент» долгосрочные пассивы вообще отсутствовали, то на конец 2012 г. отношение долгосрочных пассивов и собственного капитала в данных компаниях составило соответственно 44,7 и 111,4%.

С каждым годом увеличивается количество публичных компаний, возрастает значение стоимости собственного капитала в структуре совокупного капитала. Ее стоимость как источника финансирования для компаний повышается.

В последние годы высокими темпами растет рынок корпоративных облигаций. Развитие данного инструмента долгосрочного и среднесрочного финансирования деятельности компаний должно в перспективе привести к пересмотру стратегии российских банков, которые в настоящее время больше ориентированы на краткосрочное финансирование. И несмотря на то что активность на российском рынке корпоративных облигаций со второй половины 2011 г. снизилась и темпы его роста замедлились, можно утверждать, что значение данного инструмента заимствования в российской экономике будет возрастать. Негативные тенденции в этом секторе больше связаны с влиянием внешних факторов — с долговым кризисом зоны евро, общей нестабильностью мировой экономики и проблемой ликвидности у российских банков [45]. Однако прогнозируемые экспертами объемы новых выпусков облигаций в корпоративном секторе в 500–600 млрд руб. впечатляют.

Еще одна тенденция, характеризующая изменение структуры капитала российских компаний в современных условиях, — это расширение использования российскими предприятиями новых форм заимствования. К ним, с одной стороны, следует отнести специфичные в основном только для России формы стимулирования определенных направлений деятельности, а именно субсидирование

---

из госбюджета определенных результатов деятельности. С другой стороны, в России достаточно быстрыми темпами развиваются и другие более характерные для развитых стран источники долгосрочного финансирования деятельности компаний. К ним, в частности, относится лизинг.

Дальнейшая интеграция России в мировую экономику должна расширить доступ к зарубежным заемным источникам финансирования и привести к сближению процентных ставок по займам российских банков и банков развитых стран.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что основной тенденцией изменения структуры капитала российских компаний является ее сближение со структурой капитала аналогичных по ряду признаков (отрасль, структура активов, темпы роста, масштабы и т.д.) компаний развитых экономик.

## Глава 5

### Особенности регулирования домашних хозяйств в финансовой системе России

Финансы как экономическая категория зависят от взаимоотношений между звеньями финансовой системы. Хотя происходит разграничение самостоятельных звеньев в соответствии с применяемыми особыми способами и формами образования и использования денежных фондов в каждом из них, финансовая система едина, поскольку базируется на едином источнике ресурсов всех звеньев. Основой единства финансовой системы выступают финансы домашних хозяйств — экономические отношения в секторе домашних хозяйств. Финансы данных хозяйств — материальная основа их жизни. Они предполагают контроль за предстоящими доходами и расходами в рамках отдельной экономической системы общества.

В условиях рыночной экономики результат деятельности отдельного домашнего хозяйства стал зависеть не только от его внутренней организации, но и от широты и глубины его связей с другими субъектами экономики. Теперь возникают общие для всех экономические отношения между основными субъектами экономики — домашними хозяйствами и предприятиями — рыночные, а также возрастает влияние государства на экономическую жизнь в стране.

В экономической системе России регулирование современного домашнего хозяйства находит выражение в следующих объектах: действиях домашнего хозяйства, рынка, предприятий, государства. Данные объекты регулирования являются хозяйствующими субъекта-

ми, осуществляющими как внутреннюю (внутрипроизводственную), так и внешнюю (за рамками собственного производства) организационную деятельность. Оба потока деятельности взаимообусловлены, они влияют друг на друга, частично сливаются [13, с. 145–149].

В рамках совокупности этих отношений особое место занимают специфические отношения регулирования. В современной экономике России такие отношения имеют свои особенности. Они включают в себя элементы рыночной и планово-регулируемой системы. Специфика их состоит в том, что в своем взаимодействии они представляют собой основу формирования определенной модели отношений регулирования.

Регулирование домашнего хозяйства, в нашем понимании, — это воздействие экзо- и эндогенных факторов на его функционирование через рыночный и государственный механизмы в процессе планирования его деятельности, организации и стимулирования в целях достижения желаемого результата. В этом определении процесс регулирования домашнего хозяйства выступает как комплекс средств целенаправленного влияния на функционирование домашнего хозяйства в его взаимодействии с государством, фирмами и рынком, другими домашними хозяйствами. При этом учитывается и момент саморегулирования, осуществляемого в самом хозяйстве.

В условиях российской экономики механизм регулирования домашнего хозяйства формируется следующим образом. Между хозяйствующими субъектами складываются конкретные формы отношений, через которые они оказывают друг на друга регулирующее влияние. В их взаимодействии тесно переплетаются объективные и субъективные отношения регулирования. Последние проявляются в том, что они зависят от самих домашних хозяйств, предприятий и государства, в осознанных отношениях между ними. В основе объективных отношений регулирования находится рынок как саморегулирующаяся система. Наличие объективных и субъективных отношений регулирования предполагает необходимость их использования и учет их особенностей, рычагов воздействия.

Таким образом, важная особенность анализа механизма регулирования домашнего хозяйства — учет специфики действия объективных и субъективных факторов и отношений. Важно иметь в виду, что в современной экономике России перемены и нестабильность институциональной среды оказывают негативное воздействие на ха-

ракти и результаты деятельности домашних хозяйств. В настоящее время ориентированность домашнего хозяйства на естественные процессы протупает в форме социально-экономических стратегий.

Есть свои особенности в механизме регулирования, которые обуславливаются процессами, осуществляемыми внутри домашнего хозяйства. Это прежде всего элементы саморегулирования деятельности, что в современной экономике России находит выражение в следующем:

1) в мотивации жизнедеятельности домашнего хозяйства, проявляющейся в удовлетворении потребностей каждого члена хозяйства. Потребности возникают из стимулов, т.е. побуждений к определенным действиям, позволяющим получить желаемое, необходимое. Стимулы проходят через сознание, они становятся мотивами — внутренними побуждениями к действию, которые составляют разнообразные виды деятельности домашних хозяйств. В свою очередь, мотивы «берут свое начало из трех источников: интереса, социальной нормы и принуждения» [15, с. 67].

Особенностями системы реализации интересов и потребностей в Российской Федерации являются отсутствие возможности свободы выбора, мотивов извлечения экономической выгоды из отношений с друзьями, близкими, членами семьи;

2) в экономическом механизме регулирования мотивация деятельности домашнего хозяйства выражается и в реализации его ресурсов на рынке. Их реализация выступает средством удовлетворения потребностей членов домашнего хозяйства, что порождает стремление хозяйства к увеличению дохода.

Действительно, домашнее хозяйство представляет собой субъект предложения важнейших производственных ресурсов: труда, капитала, земли, предпринимательской способности для всех отраслей народного хозяйства. Оно может рассматриваться как своеобразная форма развития и реализации способностей членов семьи путем их воплощения в человеческий капитал. Деятельность домашнего хозяйства на всех стадиях формирования и функционирования человеческого капитала направлена на накопление ресурсов и возмещение затрат, связанных с его созданием, развитием предпринимательского потенциала.

Исходя из такого подхода к рассмотрению доходов, можно сделать следующий вывод. Важная особенность России — превалирование

в общей сумме доходов доли доходов от личного подсобного хозяйства и индивидуально-трудовой деятельности семьи. Здесь проявляется неразвитость механизма функционирования домашнего хозяйства в Российской Федерации по сравнению с развитыми западными странами. Основу данного процесса составляет то, что особая форма реализации ресурсов — производство в самом хозяйстве продуктов питания и средств производства. Это дополнительный и специфический источник получения дохода, что обеспечивает возможность воспроизводства рабочей силы в условиях неразвитости рыночных отношений: рынок не обеспечивает работой и регулярным доходом всех трудоспособных граждан [14].

Особенностью процесса выживаемости в России является то, что не вся наличная рабочая сила может реализовываться на рынке труда. Отсюда расширенное применение ее в процессе самозанятости — использования части избыточной рабочей силы в самом хозяйстве.

Согласно статистическому подходу домашние хозяйства — это хозяйства, проживающие в индивидуальных домах, отдельных и коммунальных квартирах, общежитиях, гостиницах, традиционных жилищах (чумах, ярангах, юртах и т.п.) и других помещениях, приспособленных для жилья. В Российской Федерации в 2010 г. было зафиксировано 54 560 627 частных домашних хозяйств, в которых проживало 140 960 073 человека. По размеру частные домохозяйства (далее — домохозяйства) распределяются следующим образом (табл. 5.1) [42].

**Таблица 5.1**

**Распределение домашних хозяйств по размеру в Российской Федерации (по результатам переписи населения в 2010 г.)**

Территория	Число частных домашних хозяйств	Общая численность членов домашних хозяйств	Из общего числа частных домашних хозяйств — количество домашних хозяйств, состоящих из				
			1 человека	2 человека	3 человека	4 человека	5 человек и более
Российская Федерация	54 560 627	140 960 073	14 018 754	15 563 868	12 284 058	7 907 406	4 786 541
Город	41 240 276	103 940 950	10 812 229	11 914 718	9 658 220	5 830 108	3 025 001
Село	13 320 351	37 019 123	3 206 525	3 649 150	2 625 838	2 077 298	1 761 540

В современной отечественной экономике рынок все больше становится важным инструментом регулирования домашнего хозяйства, поэтому остановимся на этой проблеме подробнее. Домашнее хозяйство выполняет производственную функцию, являясь одновременно производителем-продавцом и потребителем-покупателем на совокупном рынке, значит, оно формирует спрос и предложение, конкурентную среду.

В современных условиях рынок как институт социального воспроизводства расширил свои функции, однако в меньшей степени, чем этого можно было ожидать. Это произошло за счет того, что, несмотря на изобилие новых товаров на рынке, только незначительная часть населения смогла организовать внутрисемейное потребление согласно западным стандартам. Рыночные реформы в Российской Федерации привели не к сокращению, а к реструктуризации домашнего производства. Так, интенсивный труд на приусадебном участке, даже если и не является средством физического выживания семьи, дает возможность сэкономить средства для приобретения новых товаров, ставших доступными благодаря развитию рынка. Государственные социальные услуги, связанные с уходом за детьми и пожилыми людьми, были в значительной мере заменены домашними услугами членов семьи. Эта тенденция к натурализации домашнего хозяйства естественно усиливается с падением уровня жизни семьи.

Таким образом, переход к рыночной экономике в России означал усиление тенденции к развитию производства внутри домашнего хозяйства.

Рассмотрим, прежде всего, как осуществляется реализация товаров и услуг, произведенных в домашнем хозяйстве, на рынке без участия предприятий на примере результатов деятельности домашнего хозяйства по статистическим материалам Российской Федерации (табл. 5.2) [42].

Домашние хозяйства производят блага в рамках личных подсобных хозяйств (ЛПХ). Последние используют все виды земельных наделов и участков (приусадебных, садовых, дачных, огородных, дворовых) для производства сельскохозяйственной продукции, включая продукты растениеводства и животноводства. Часть этой продукции потребляется внутри домашнего хозяйства, другая реализуется вне его.

Таблица 5.2

**Продукция сельского хозяйства,  
произведенная в домашних хозяйствах и других хозяйствах  
Российской Федерации в 2000–2012 гг., млрд руб.**

Год	Хозяйства всех категорий	Сельскохозяйственные организации	Домашние хозяйства	Крестьянские (фермерские) хозяйства, индивидуальные предприниматели
2000	742,4	335,6	383,2	23,6
2005	1 380,9	615,6	681,0	84,3
2008	2 461,4	1 183,7	1 068,5	209,2
2009	2 515,9	1 141,5	1 184,7	189,7
2010	2 587,8	1 150,0	1 250,4	187,4
2011	3 261,7	1 540,6	1 426,9	294,2
2012	3 190,4	1 491,2	1 428,1	271,1

В настоящее время, когда общественное производство едва начинает выходить из кризиса, личное подсобное хозяйство превращается в важный производственный сектор экономики, один из ключевых и наиболее надежных источников обеспечения населения продовольствием.

Так, члены домашних хозяйств с каждым годом увеличивали масштабы производства сельскохозяйственной продукции: в 2000 г. производили на 383,2 млрд руб., в 2008 г. — на 1068,5 млрд руб., в 2012 г. — на 1428,1 млрд руб. В итоге в 2012 г. повысили свое производство в 3,7 раза по сравнению с 2000 г. Это говорит о том, что домашние хозяйства постепенно в ходе преобразований в экономике включаются в рыночную среду, расширяя объемы производства сельскохозяйственной продукции.

*Индивидуально-трудовая и предпринимательская деятельность* в домашних условиях предполагает производство одежды, мебели, инструментов, ремонт бытовой техники, мебели (совместно с ИТД может рассматриваться и частное индивидуально-семейное предпринимательство, связанное не только с производством, но и с реализацией произведенной продукции или оказанием услуг с получением денежного дохода или на основе натурального обмена).

На современном этапе именно предпринимательская деятельность стала одной из важных экономических функций семейных домашних хозяйств, приносящих немалый доход, обеспечивающих

не только выживание семьи и домашнего хозяйства, но и получение дополнительных доходов. Кроме того, предпринимательская деятельность домашних хозяйств, использующих наемный труд, создает дополнительные рабочие места, давая возможность выживания наемным рабочим и их семьям (табл. 5.3) [42].

Таблица 5.3

**Структура денежных доходов и удельный вес расходов  
в денежных доходах населения, %**

Доходы и расходы	Год							
	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Денежные доходы — всего	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:								
доходы от предпринимательской деятельности	15,4	11,4	10,0	10,2	9,5	8,9	8,9	8,5
оплата труда	62,8	63,6	67,5	68,4	67,3	65,2	65,6	66,2
социальные выплаты	13,8	12,7	11,6	13,2	14,8	17,7	18,3	18,2
доходы от собственности	6,8	10,3	8,9	6,2	6,4	6,2	5,2	5,1
другие доходы	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Денежные расходы и сбережения — всего	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:								
покупка товаров и оплата услуг	75,5	69,5	69,6	74,1	69,8	69,6	73,5	74,3
налоги и взносы	7,8	10,1	11,8	12,3	10,5	9,7	10,3	10,7
приобретение недвижимости	1,2	2,6	3,9	4,7	2,9	3,4	4,1	4,4
прирост финансовых активов	15,5	17,8	14,7	8,9	16,8	17,3	12,1	10,6
из него прирост денег на руках у населения	2,8	1,5	3,8	0,3	0,4	2,3	1,6	0,0

Так, доходы от собственности и предпринимательской деятельности домашних хозяйств Российской Федерации с каждым годом растут: в 2008 г. они составляли 16,4%, в 2009 г. — 15,9%, а с 2010 г. начинают падать: в 2010 г. — 15,1%, в 2011 г. — 14,1, в 2012 г. — 13,6%

от всего дохода [13]; социальные выплаты растут с каждым годом. В 2012 г. они составили 18,2% от всего дохода, в сравнении с 2008 г. — 13,2% (табл. 5.4) [42].

Таблица 5.4

## Состав и использование денежных доходов населения, млрд руб.

Доходы и расходы	Год							
	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Денежные доходы — всего	3 984	13 819	21 312	25 244	28 698	32 498	35 648	39 318
В том числе:								
доходы от предпринимательской деятельности	612	1 580	2 134	2 584	2 735	2 873	3 187	3 343
оплата труда	2 502	8 782	14 382	17 256	19 300	21 190	23 388	26 034
социальные выплаты	551	1 756	2 478	3 333	4 248	5 762	6 514	7 157
доходы от собственности	271	1 425	1 893	1 566	1 847	2 023	1 846	2 006
другие доходы	48	276	425	505	568	650	713	778
Денежные расходы и сбережения — всего	3 984	13 819	21 312	25 244	28 698	32 498	35 648	39 318
В том числе:								
покупка товаров и оплата услуг	3 009	9 614	14 832	18 716	20 035	22 614	26 186	29 216
налоги и взносы	310	1 390	2 504	3 095	3 003	3 165	3 678	4 215
приобретение недвижимости	48	352	834	1 195	839	1 105	1 444	1 723
прирост финансовых активов	617	2 463	3 142	2 238	4 821	5 614	4 340	4 164
из него прирост денег на руках у населения	110	205	819	85	102	735	582	16

Домашнее хозяйство покупает иностранную валюту, приобретает и использует ценные бумаги и валюту, осуществляет операции со вкладами в банках, которые также являются специфическими предприятиями в рамках рыночной экономики, приносящими доход. Например, в табл. 5.3 показано, как домашние хозяйства России использовали часть своих денежных средств на финансовые активы.

С 2010 г. прирост финансовых активов членов домашних хозяйств уменьшался и в 2012 г. составил 10,6% во всей структуре расходов, что на 6,7% меньше, чем в 2010 г.

В процессе проведения реформ у населения стали появляться более широкие возможности увеличения своих доходов за счет использования ценных бумаг и процентов по денежным вкладам. Среди ценных бумаг здесь в первую очередь следует назвать акции предприятий и организаций, векселя банков и коммерческих акционерных обществ, сертификаты инвестиционных фондов, облигации государственного сберегательного банка, займов федеральных и муниципальных властей. Об участии домашних хозяйств в операциях на фондовом рынке можно судить по данным табл. 5.5 [42].

**Таблица 5.5**

**Использование денежных средств на приобретение облигаций, акций и других ценных бумаг в России в 2005–2011 гг., млн руб.**

Показатель	Год						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Приобретение государственных и других ценных бумаг	68 100	100 033	101 274	129 961	84 766	74 260	88 930

При увеличении расходов на приобретение валюты в 2008 г. почти на 28% по сравнению с 2007 г. члены домашних хозяйств стали резко уменьшать расходы на покупку ценных бумаг. По сравнению с 1990 г. расходы на приобретение акций, облигаций и других ценных бумаг в 2002 г. увеличились почти в 10 раз, что говорит о доверии домашних хозяйств различным финансовым предприятиям. В этом выражается регулирующее влияние последних на функционирование домашних хозяйств, но в 2009 г. произошло естественное уменьшение расходов на приобретение ценных бумаг на 65% по сравнению с предыдущим годом, а в 2011 г. — уже увеличение на 5%.

Данные табл. 5.6 [42] показывают, что средний размер вклада в сберегательном банке с каждым годом возрастает, а это говорит о повышении доли накопления субъектов домашних хозяйств в их расходах. Однако в учреждениях Сберегательного банка Российской Федерации в 2006 г. средний вклад домашних хозяйств составлял

4612 млрд руб., что меньше показателя 2009 г. почти в два раза, хотя по сравнению с 2012 г. эта сумма возросла в три раза. Таким образом, в 1998 г. в структуре потока активов домашних хозяйств первое место занимали вложения в наличную иностранную валюту. Лишь второе место занимало чистое размещение ресурсов в банковской системе. В ходе финансового кризиса и после него стремление к поддержанию привычного уровня потребления привело к тому, что в 1998 и 1999 гг. население продавало запасы наличной валюты, а покупало ценные бумаги и вкладывало денежные средства в банки. В результате с 2002 по 2012 г. домашние хозяйства размещали финансовые активы преимущественно в банковской системе страны, тогда как вложения в наличную иностранную валюту переместились на второе место.

Таблица 5.6

**Средний размер вклада в Сберегательном банке Российской Федерации на рублевых счетах, млрд руб. (до 1998 г. — тыс. руб.)**

Территория	Год								
	1995	1999	2001	2006	2008	2009	2010	2011	2012
Российская Федерация	225,3	559	1 142	4 612	8 221	8 469	9 895	12 415	13 691

Особое место при функционировании домашнего хозяйства отводится рабочей силе как непосредственному и главному фактору производства на рынке. Как мы знаем, основным субъектом спроса являются предприятия. В домашнем хозяйстве воспроизводится рабочая сила для внутреннего использования, что влияет на общую занятость в стране через самозанятость; создается рабочая сила для продажи (домашние хозяйства обеспечивают рабочей силой предприятия); формируется личность, выполняющая различные функции в семье и обществе (продолжатель рода, опора в старости, гражданин страны).

Качество питания и связанное с ним состояние здоровья человека — также важные факторы развития домашнего хозяйства. Например, плохое питание в детстве приводит к низкой производительности в зрелом возрасте. Следствием недостаточности питания в зрелом возрасте является снижение эффективности как умственного, так и физического труда. Улучшение здоровья и питания населения,

особенно его бедных слоев, приводит к сокращению смертности, увеличению продолжительности жизни, а также к повышению их доходов [11].

Рассмотрим степень вовлеченности домашних хозяйств в рыночные отношения на фактических примерах.

Среди потребительских расходов отдельно можно выделить долю расходов на покупку продуктов питания, из которых в 2002 г. удельный вес расходов домашних хозяйств составляет 44,1% в среднем по России, что показано в табл. 5.7 [42], а в 2012 г. — 32,6%. Как мы видим, доля расходов на покупку продуктов питания до 1999 г. увеличивалась, а затем стала снижаться и в 2012 г. достигла значения 32,9%.

Таблица 5.7

**Структура потребительских расходов домашних хозяйств  
(по материалам выборочного обследования домашних хозяйств), %**

Территория	Покупка продуктов питания			Покупка непродовольственных товаров			Покупка алкогольных напитков			Оплата услуг		
	1999	2002	2012	1999	2002	2012	1999	2002	2012	1999	2002	2012
Российская Федерация	53,7	44,1	32,9	30,8	36,2	38,7	2,5	2,2	1,7	13,0	17,5	26,7

Таким образом, на примере статистических данных в Российской Федерации можно заметить определенные положительные тенденции в процессе вхождения домашних хозяйств в рыночную среду. Среднегодовая численность занятых Брянской области (табл. 5.8) [42] после 2009 г. с каждым годом возрастает, в 2012 г. величина составила 67 969 тыс. чел., а в 2009 г. — на 506 тыс. чел. меньше.

Таблица 5.8

**Среднегодовая численность занятых членов домашних хозяйств  
в экономике в 2002–2012 гг., тыс. чел.**

Территория	Год									
	2002	2003	2004	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Российская Федерация	65 573,6	65 979,2	66 407,2	66 792,0	68 019,0	68 474,0	67 463,0	67 577,0	67 727,0	67 969,0

Кроме того, домашнее хозяйство — поставщик на рынок таких факторов производства, как труд, земля, капитал, предпринимательская способность, но эта связь с рынком происходит опосредованно — через предприятия, что необходимо учитывать при регулировании деятельности домашних хозяйств.

Рыночные отношения между предприятиями и домашними хозяйствами являются важным фактором их взаимного влияния и связей. Домашние хозяйства формируют предложение на рынке факторов производства, товаров и услуг, а предприятие — спрос на них на рынке потребительских товаров: предприятия выступают субъектом предложения товаров и услуг, а также капитала, а домашние хозяйства — спроса на них. По указанным направлениям осуществляется регулирующее их взаимодействие.

Таким образом, происходит рост вовлеченности домашних хозяйств в рынок через предприятия посредством включения рабочей силы и капитала на рынок факторов производства: снижения числа занятых членов семей на предприятиях, а в то же время увеличения числа занятых в личном подсобном хозяйстве и индивидуально-трудовой деятельности; роста вкладов членов семей в различных банках, увеличения покупательной способности ценных бумаг, валюты и недвижимости.

Итак, рынок — важный элемент механизма регулирования деятельности домашнего хозяйства, но этот механизм не является идеальным. Существуют проблемы вовлечения домашнего хозяйства в рыночные отношения, поскольку рынок не может регулировать использование ресурсов, не создает стимулы для производства товаров и услуг коллективного пользования, не гарантирует права на труд и отдых. Рынок подвержен нестабильному развитию с присущими этому инфляционными процессами и безработицей. Следовательно, рыночное регулирование домашнего хозяйства имеет ограниченный характер воздействия, поэтому необходимо регулирующее вмешательство государства в деятельность домашних хозяйств.

Процесс регулирования домашнего хозяйства со стороны государства можно проследить при анализе статистических данных, характеризующих отношения между этими субъектами экономики.

Выплаты государством трансфертных платежей членам домашних хозяйств Российской Федерации увеличиваются с каждым годом: в 2010 г. по сравнению с 1995 г. — на 7,3% (табл. 5.9) [42].

Таблица 5.9

**Структура социальных трансфертов в Российской Федерации  
в 1995–2011 гг., %**

Показатель	Год			
	1995	2000	2002	2011
Всего	100	100	100	100
Пенсии	77,5	65,4	69,4	69,4
Пособия	18,4	14,1	12,3	26,2
Стипендии	1,4	0,9	0,6	0,7
Страховые возмещения	2,2	19,0	17,5	3,6
Прочие	0,5	0,6	0,2	0,1

Структура социальных трансфертов, представленная в табл. 5.10, состоит из следующих ее элементов: пенсии, пособия, стипендии, страховые возмещения, прочие элементы. Данные таблицы показывают, что на протяжении всех рассматриваемых лет (1995–2011) основную часть трансфертов составляют пенсии, затем пособия и страховые возмещения. Что интересно, до 1999 г. выплаты в форме различных пособий в среднем по Российской Федерации составляли бóльшую величину, чем выплаты по страховому возмещению, а после 2000 г. выплаты по страховому возмещению превышали выплаты пособий на 4,9%, в 2002 г. — на 5,2, в 2011 г. — на 22,6%.

Статистические данные среднего размера пенсий и среднемесячной заработной платы позволяют проанализировать долю данных доходов членов домашних хозяйств в общем их объеме (табл. 5.10) [42].

Таблица 5.10

**Средний размер назначенных пенсий в 2002–2012 гг., руб.**

Территория	Год										
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Российская Федерация	1 462	1 747	2 026	2 538	2 842	3 682	4 546	6 177	7 476	8 203	9 041

Домашним хозяйствам предоставляются и субсидии на оплату жилья и коммунальных услуг, в 2002 г. такие субсидии получили 7,7% всех домашних хозяйств Российской Федерации; среднемесячный размер субсидий по Российской Федерации растет с каждым годом: в 2000 г. вырос на 15% по сравнению с 1999 г.

Кроме рассмотренных внешних инструментов регулирования (заработная плата, социальные трансферты, другие источники доходов членов домашних хозяйств, условия хранения сбережений и т.п.) особое значение имеет характер политики государства в области здравоохранения и образования. От этих неотделимых от домашнего хозяйства сфер влияния зависит динамика механизма его регулирования, что будет способствовать эффективному функционированию самого хозяйства. Чем больше государство расходует на содержание школ и больниц, тем меньше нагрузка на семейный бюджет. Значит, хозяйства смогут больше средств использовать на удовлетворение других своих потребностей.

Мы рассмотрели источники получения доходов домашних хозяйств от государства, а теперь необходимо определить их обязательные платежи, которые являются вычетами из доходов хозяйств, следовательно, сокращают возможности в плане использования средств на свои внутренние нужды.

Домашние хозяйства исправно платят все налоги, но их величина уменьшилась в 2012 г. по сравнению с 2005 г. на 0,7%.

Таким образом, государство выполняет свои функции, с одной стороны, по осуществлению трансфертов, предоставлению субсидий и льгот на оплату различных услуг, получаемых домашними хозяйствами, а с другой — через налоги и другие платежи изымает в свое распоряжение часть доходов хозяйств. Соотношение между поступлениями в доходы домашних хозяйств и вычетами из них должны быть в пользу хозяйств.

Как в теории, так и на практике в современной России домашнее хозяйство еще только формируется как активный субъект рыночных отношений. Причинами служат сохраняющиеся его направленность на самовывживание и самообеспечение, недоиспользование значительной части наличной рабочей силы в экономике страны, неразвитость рынка рабочей силы и других факторов производства, которыми располагают домашние хозяйства.

Итак, совокупный механизм регулирования домашнего хозяйства состоит из нескольких элементов:

- 1) внутренний механизм регулирования, заложенный в самом хозяйстве, он действует посредством мотивации развития потребностей хозяйства и его интересов;

- 2) внешний экономический механизм — рынок, через который осуществляется реализация ресурсов домашнего хозяйства, что

отражается на их производственной деятельности, использовании капитала и земельных ресурсов;

3) государство регулирует деятельность домашнего хозяйства непосредственно через планирование, организацию, а опосредованно — через стимулирование. Цель государственного регулирования — способствовать ускорению процесса вовлечения домашнего хозяйства в рыночные отношения. Значит, результатом применения совокупности мер внутреннего и внешнего регулирования — рыночного и государственного — является степень участия домашнего хозяйства в рыночных операциях посредством оптимального использования имеющихся в хозяйстве ресурсов с целью повысить эффективность их потребления.

От характера отношений по использованию разнообразных инструментов государственного регулирования зависит эффективность функционирования домашнего хозяйства и включения его в рыночные связи, что важно в условиях формирования смешанной экономики России.

Таким образом, функционирование домашнего хозяйства зависит не только от действия его внутреннего регулятора, но и от влияния рыночной среды, предприятий, а также государства через планирование, управление и стимулирование его деятельности [14].

Экономический кругооборот материальных и денежных средств расширяется за счет роста циклических потоков между предприятиями и государством. Это затрагивает, прежде всего, распределение и перераспределение доходов, связанных с налогообложением предприятий, а затем возникают потоки денег и товаров, которые опосредуются рыночными связями. Поток денег в виде налогов прямо поступает от предприятий государству. Средства частично могут возвращаться в виде субсидий, а также в форме различных общественных товаров и услуг. Кроме того, государство тратит полученные за счет налогов средства на покупку ресурсов для своих предприятий на рынке соответствующих товаров. В свою очередь, предприятия приобретают производственные ресурсы для создания товаров и услуг, поступающих на рынок этих благ. Их приобретают служащие государственных учреждений и учебных заведений, личный состав вооруженных сил и другие лица, получающие за свою работу в государственном секторе заработную плату и другие доходы. Таким образом, экономическая связь государства и предприятий

влияет на формирование доходов и расходов домашних хозяйств, принадлежащих не только семьям государственных служащих, но и работникам предприятий.

Государство и фирмы, выступая в качестве активных субъектов экономики, формируют систему определенного рода отношений, выполняют производственную функцию в рыночной экономике и оказывают регулирующее влияние на деятельность домашних хозяйств.

Как уже говорилось, между предприятиями, государством и домашними хозяйствами существуют разнообразные экономические отношения. Скажем, государство организует подготовку рабочих кадров, специалистов для предприятий, тем самым оно участвует в производстве рабочей силы, совершаемом домашними хозяйствами, поэтому чем больше средств расходует государство на эти цели, тем выше будет уровень развития рабочей силы. Труд же работников более высокой квалификации оплачивается выше, значит, доходы в форме заработной платы членов семей будут большими, что позволит домашним хозяйствам полнее удовлетворить свои потребности.

Все сказанное позволяет дать двоякого рода определение механизму регулирования домашнего хозяйства.

*С организационно-производственной позиции механизм регулирования* — это совокупность средств, инструментов воздействия изнутри и извне на деятельность домашнего хозяйства с целью повысить его эффективность. В качестве экономической категории механизм регулирования домашнего хозяйства можно представить как совокупность экономических отношений между семейным домашним хозяйством, предприятиями, государством в целях все большего и большего вовлечения хозяйства в рыночную среду посредством внутренних и внешних инструментов, способствующих оптимальному использованию в хозяйстве ресурсов для расширенного воспроизводства и на этой основе более полного удовлетворения потребностей семьи.

Следует иметь в виду, что действенность механизма регулирования зависит, прежде всего, от степени совершенства его инструментов, что обуславливается развитостью рыночных отношений и экономических функций государства. Установившиеся на протяжении многих столетий традиции, обеспечивавшие устойчивость домашнего хозяйства, все больше утрачивают свое влияние на его деятельность,

а регулирующее воздействие на него рынка, предприятий и государства усиливается. Само хозяйство выполняет роль универсального института взаимного страхования, но тот же рынок как регулятор экономики не обеспечивает стабильности домашнему хозяйству. Оно оказывается в особенно уязвимом положении в условиях экспансии рынка и минимизации влияния государства.

Для дальнейшего совершенствования финансовой системы России можно предусмотреть введение ряда встроженных стабилизаторов в национальную экономику за счет домашних хозяйств. Необходимость, целесообразность, надежность их применения определяются тем, что часть из них с успехом используется в мировой и отечественной практике. К ним относятся:

1) создание модифицированной системы банковских услуг, которые смогут способствовать развитию сельскохозяйственного производства домашних хозяйств, включая реализацию государственной политики кредитования, обеспечения накоплений и формирования для этого достаточных ресурсов. Основные направления совершенствования системы кредитования следующие:

- уменьшение документооборота для получения кредита на развитие сельскохозяйственного производства;
- гарантия областной Администрации каждого региона России по рискам, связанным с деятельностью домашних хозяйств в сфере сельскохозяйственного производства;
- учреждение специального, учитывающего особенности развития домашних хозяйств страхования;
- предоставление льгот по кредитованию, уменьшению процента по его выдаче или отсрочки от платежей, особенно при приобретении новых технологий, автоматизированной техники, новейших средств производства;

2) совершенствование налоговой системы. Для этого необходимо реализовать ряд мероприятий:

- предоставление льгот по уплате налога на доход с физических лиц, а также налога на производство товаров или оказания услуг;
- введение «налоговых каникул» на земельный налог. Это способствовало бы вложению дополнительных средств в развитие домашних хозяйств, привело бы к увеличению тех из них, которые действуют в сфере производства, обеспечивало бы рост числа земельных участков, используемых для создания сельскохозяйственной продукции;

3) расширение рынка сбыта сельскохозяйственных товаров. Реализацией данного направления могли бы стать такие меры, как:

- расширение рынка сельскохозяйственной продукции как места купли-продажи путем проведения сельскохозяйственных ярмарок, выставок, разрешения образования «стихийных» рынков в местах сосредоточения людей и т.д.;
- закрепление части домашних хозяйств, производящих сельскохозяйственную продукцию, за крупными сбытовыми фирмами;
- эффективная организация транспортировки продуктов производства до места назначения за счет органов областного бюджета и местного самоуправления.

Следовательно, необходим постоянный поиск внутреннего и внешнего порядка инструментов позитивного воздействия на процесс планирования деятельности домашних хозяйств, управления и стимулирования в целях повышения ее результативности как одного из основных субъектов национальной экономики.

## Заключение

Динамичное развитие экономики требует модернизации существующей финансовой системы. Новая модель финансового регулирования должна способствовать развитию финансовых институтов и финансовых инструментов, способных обеспечить адекватное финансирование устойчивого роста российской экономики. Одной из основных задач должно стать стимулирование структурных изменений в экономике, а не только обслуживание экспортного сектора, усугубляющего сырьевую направленность экономики.

Низкая инфляция — фактор стабильности финансовой системы, однако антиинфляционная политика не должна превратиться в борьбу с ростом производства: производство сокращается до уровня платежеспособного спроса. Регулятору необходимо перейти к развитию процентного канала транзакционного механизма монетарной политики. От Банка России нельзя требовать ускорения темпов экономического роста, но проводимая монетарная политика не должна создавать препятствия для этого.

Для инновационного развития важно не само присутствие (количество) банковских организаций, а деятельность кредитных учреждений, отражаемая в их операциях для обеспечения присутствия на рынке венчурного капитала. Прослеживается прямая логическая зависимость: поскольку банки — доминирующие финансовые учреждения в российской экономике, именно им и должны принадлежать лидирующие позиции в области развития венчурного капитала. Отрицательной стороной этой схемы является то, что для банковской сферы венчурный бизнес будет не основным, а одним из направлений универсальных услуг, тогда как независимые венчурные компании сосредоточатся именно на этом векторе.

Анализ отечественного рынка акций на основе сравнения динамики индексов широкого рынка (РТС и ММВБ) и индекса «голубых фишек» (ММВБ 10) в период 2008–2013 гг. позволяет определить его характер как спекулятивный. В результате исследования установлено, что состав старейших и авторитетных в среде представителей инвестиционного сообщества индексов акций соответствует общим структурным диспропорциям экономики Российской Федерации.

Динамика значений изучаемых индексов и изменений торговой активности в избранных сегментах рынка акций Российской Федерации подтверждает один из основных постулатов технического анализа, согласно которому сила тренда подтверждается или опровергается торговой активностью участников рынка.

Отечественный рынок акций характеризуется преобладанием на нем бумаг предприятий сырьедобывающего и финансового секторов (что отражает общие диспропорции, присущие российской экономике) и низким уровнем диверсификации обращающихся инструментов.

Рынок акций в Российской Федерации так и не смог полностью восстановить потери, понесенные в 2008 г. Ведущую роль на нем и в настоящее время играют не инвесторы, а крупные спекулянты.

На основании анализа теоретических источников и статистических данных было выявлено, что достижение оптимальной структуры капитала возможно только для каждой отдельно взятой компании. Стоимость элементов, составляющих капитал фирмы, является основным, но не решающим фактором, определяющим структуру ее капитала. При этом оптимум зависит от целого ряда внешних и внутренних условий среды, в которой функционирует данная компания.

Для дальнейшего совершенствования финансовой системы России в национальную экономику за счет эффективного регулирования домашних хозяйств целесообразно ввести ряд встроенных стабилизаторов. Необходимость и целесообразность их применения определяется тем, что часть из них с успехом используется в мировой практике. Такими инструментами могут стать:

- создание модифицированной системы банковских услуг для совершенствования системы кредитования;
- расширение налоговых льгот на доходы физических лиц от самозанятости;
- введение налоговых каникул на земельный налог, расширение рынка сбыта сельскохозяйственных товаров.

## Литература

### *Нормативная и научная литература*

1. Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков» № 251-ФЗ от 23 июля 2013 г.
2. Постановление Госкомстата РФ «Об утверждении “Методологических рекомендаций по расчету базового индекса потребительских цен (базовой инфляции)”» № 6 от 17 января 2003 г.
3. *Аганбегян А.Г., Еришов М.В.* О связи денежно-кредитной и промышленной политики в деятельности банковской системы России // Деньги и кредит. — 2013. — № 6. — С. 3–11.
4. Базовый курс по рынку ценных бумаг / под ред. Р.А. Кокорева. — М.: Деловой экспресс, 2008.
5. *Беккер Г.С.* Человеческое поведение: экономический подход. Избранные труды по экономической теории. — М.: ГУ ВШЭ, 2003.
6. *Бобылева А.З.* Финансовые управленческие технологии: учебник. — М.: ИНФРА-М, 2007.
7. *Кашанов О.Ю.* Трансформация филиалов в операционные офисы: проблемы и решения // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. — 2012. — № 5. — С. 14–19.
8. *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 2007.
9. *Ломакина О.Н., Валинурова А.А.* Стратегия развития сети коммерческого банка // Управление в кредитной организации. — 2011. — № 6. — С. 22–28.
10. *Лукашевич И.Я.* Финансовый менеджмент: учебник. — М.: Эксмо, 2010.

11. *Морозова А.П.* Инвестиции в человеческий капитал и социальную инфраструктуру // СОЦИС. — 1998. — № 9. — С. 72–77.
12. *Николаева И.П.* Рынок ценных бумаг: учебник. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2012.
13. *Осипов Ю.М.* Опыт философии хозяйства. — М.: Изд-во МГУ, 1990.
14. *Петухова Е.П.* Совершенствование механизма регулирования домашнего хозяйства в современной экономике России: автореф. дисс. ... канд. экон. наук. — Брянск: БГУ, 2004.
15. *Радаев В.В.* Экономическая социология. — М.: Аспект Пресс, 1997.
16. *Теплова Т.В.* Ситуационный финансовый анализ: схемы, задачи, кейсы: учебное пособие для вузов. — М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006.
17. *Теплова Т.В.* Эффективный финансовый директор: учебно-практическое пособие. — М.: Юрайт, 2009.
18. Финансовый менеджмент: учебник / под ред. Н.И. Берзона и Т.В. Тепловой. — М.: КНОРУС, 2013.
19. *Хикс Дж.Р.* Стоимость и капитал. — М.: Прогресс, 1993.
20. *Хмыз О.* Базовая инфляция и ее измерение: зарубежный опыт // Экономист. — 2007. — № 7. — С. 65–77.
21. *Эльстер Ю.* Социальные нормы и экономическая теория // THESIS. — Вып. 3. — Т. 1. — 1993.
22. *Altman E.I.* Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question // Journal of Finance. 1984. September.
23. *Donaldson G.* Managing Corporation Wealth: The Operation of a Comprehensive Financial Goal System. — New York: Praeger Publishers, 1984.
24. *Higgins R.S.* How Much Growth Can a Firm Afford? // Financial Management (Fall 1977).
25. *Miller M.H.* Debt and taxes // The Journal of Finance. V. 32 (1977). No. 2.
26. *Modigliani F., Miller M.H.* Taxes and the Cost of Capital: A Correction // Ibid. 1963. June.
27. *Modigliani F., Miller M.H.* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // Amer. Econ. Rev. 1958. June.
28. *Myers S.* The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance. 1984. No. 39.
29. *Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F.* Corporate Finance. 3-rd ed. — Irwin, 1993.

*Электронные ресурсы*

30. АФК Система: [Официальный сайт]. — URL: <http://www.sistema.ru>.
31. Банк России: [Официальный сайт]. — URL: [http://www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/MS.asp](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MS.asp).
32. Интерфакс-ЦЭА: [Официальный сайт]. — URL: <http://www.interfax.ru/finances/txt.asp?id=334072>.
33. Минэкономразвития России: [Официальный сайт]. — URL: <http://economy.gov.ru/mines/press/news>.
34. Московская биржа: [Официальный сайт]. — URL: <http://moex.com>.
35. ММВБ: [Официальный сайт]. — URL: <http://www.micex.ru>.
36. ОЭСР: [Официальный сайт]. — URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx>.
37. Рейтинговая компания Standard&Poor's: [Официальный сайт]. — URL: <http://www.standardandpoors.com/servlet/BlobServer?blobheadername3=MDT-Тype&blobcol=UTF-8>.
38. РБК daily: [Ежедневная деловая газета]. — URL: <http://rbcdaily.ru/finance>.
39. Российский банк развития: [Официальный сайт]. — URL: <http://rosbr.ru>.
40. Российская венчурная компания: [Официальный сайт]. — URL: [http://www.rusventure.ru/ru/investments/regional\\_funds](http://www.rusventure.ru/ru/investments/regional_funds).
41. Сбербанк России: [Официальный сайт]. — URL: <http://www.sbrf.ru>.
42. Федеральная служба государственной статистики: [Официальный сайт]. — URL: <http://www.gks.ru>.
43. Центр макроэкономических исследований Сбербанка России: [Официальный сайт]. — URL: <http://sberbank.ru/common/img/uploaded/analytics/2013/ma>.
44. Экономический портал. — URL: <http://institutiones.com/files/research>.
45. RSS-канал: [Информационный канал]. — URL: <http://rating.ru.rbc.ru>.

# Приложения

## Приложение 1

Динамика значений индексов РТС, ММВБ и ММВБ 10  
в 1995–2012 гг.

Год	Индекс РТС			Индекс ММВБ			Индекс ММВБ 10		
	значение индекса, пункт*	прирост к уровню предыдущего года, %**	темпл прироста, %**	значение индекса, пункт*	прирост к уровню предыдущего года, %***	темпл прироста, %***	значение индекса, пункт*	прирост к уровню предыдущего года, %****	темпл прироста, %****
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	82	-18	-18	-	-	-	-	-	-
1996	200	118	143,9	-	-	-	-	-	-
1997	396	196	98	85	-15	-15	-	-	-
1998	58	-338	-85,35	45	-40	-47,06	52	-48	-48
1999	175	117	201,72	151	106	236	208	156	300
2000	143,29	-31,71	-18,12	144	-7	-4,46	192,11	-15,89	-7,64
2001	260,05	116,76	81,49	237	93	64,58	433,03	240,92	125,41
2002	359,07	99,02	38,08	318	81	34,18	584,52	151,49	34,98
2003	567,25	208,18	57,98	514	195	61,64	1 009,28	424,76	72,62
2004	614,11	46,86	8,26	552	38	7,39	1 069,22	59,94	5,94

## Окончание приложения 1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	1 125,6	511,49	83,29	1 011	459	83,15	1 737,7	668,48	62,52
2006	1 921,92	796,32	70,75	1 693	682	67,46	3 271,96	1 534,26	88,29
2007	2 290,51	368,59	19,18	1 888	195	11,52	3 357,21	85,25	2,61
2008	631,89	-1 658,62	-72,41	619	-1 269	-67,22	1 235,76	-2 121,45	-63,19
2009	1 444,61	812,72	128,62	1 370	751	121,32	3 134,71	1 898,95	153,67
2010	1 772,53	327,92	22,7	1 687,99	317,99	23,21	3 931,78	797,07	25,43
2011	1 380,49	-392,04	-22,12	1 402,02	-285,97	-16,94	3 213,13	-718,65	-18,18
2012	1 530,41	149,92	10,86	1 477,87	75,85	5,41	3 394,58	181,45	5,65

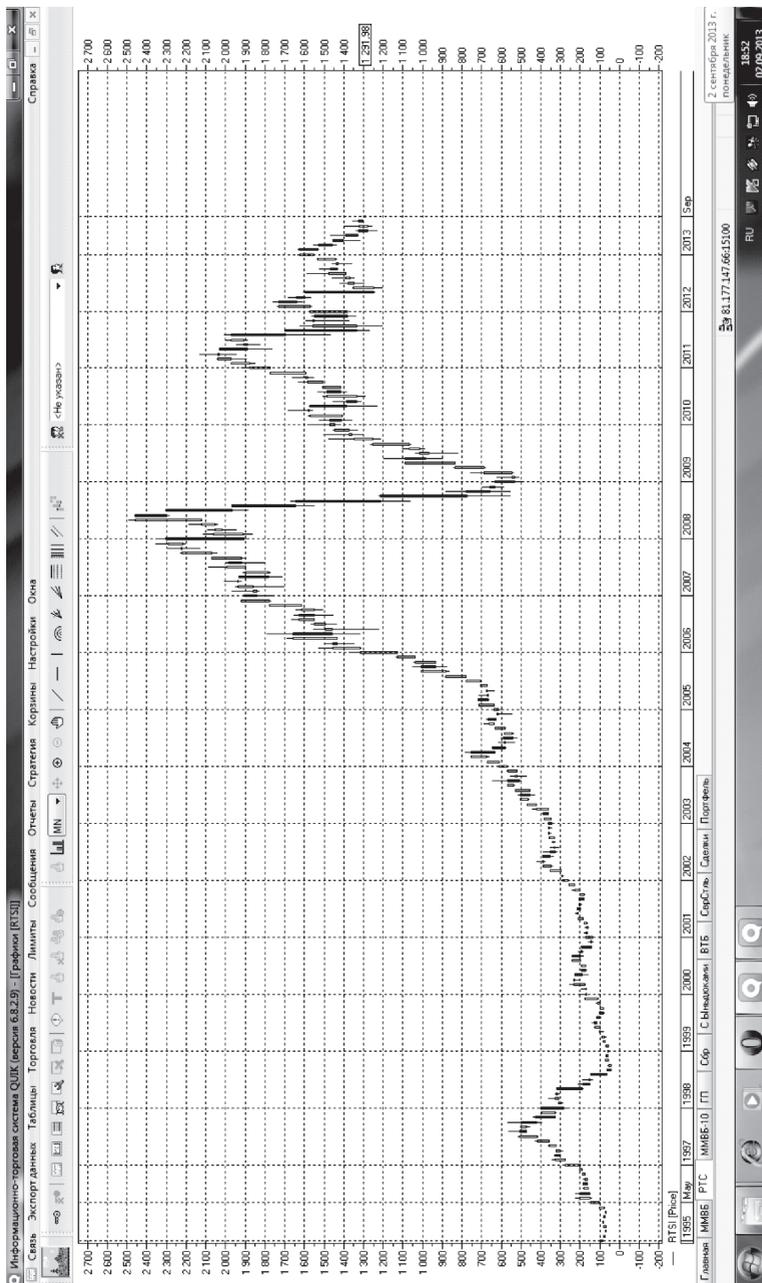
\* «Цена закрытия» индекса соответствующего года, представляющая собой взвешенную установленным образом среднюю цену закрытия акций, входящих в индекс.

\*\* Для 1995 г. — по отношению к начальному значению, равному 100 пунктам и рассчитанному 1 сентября 1995 г.

\*\*\* Для 1997 г. — по отношению к начальному значению, равному 100 пунктам и рассчитанному 22 сентября 1997 г.

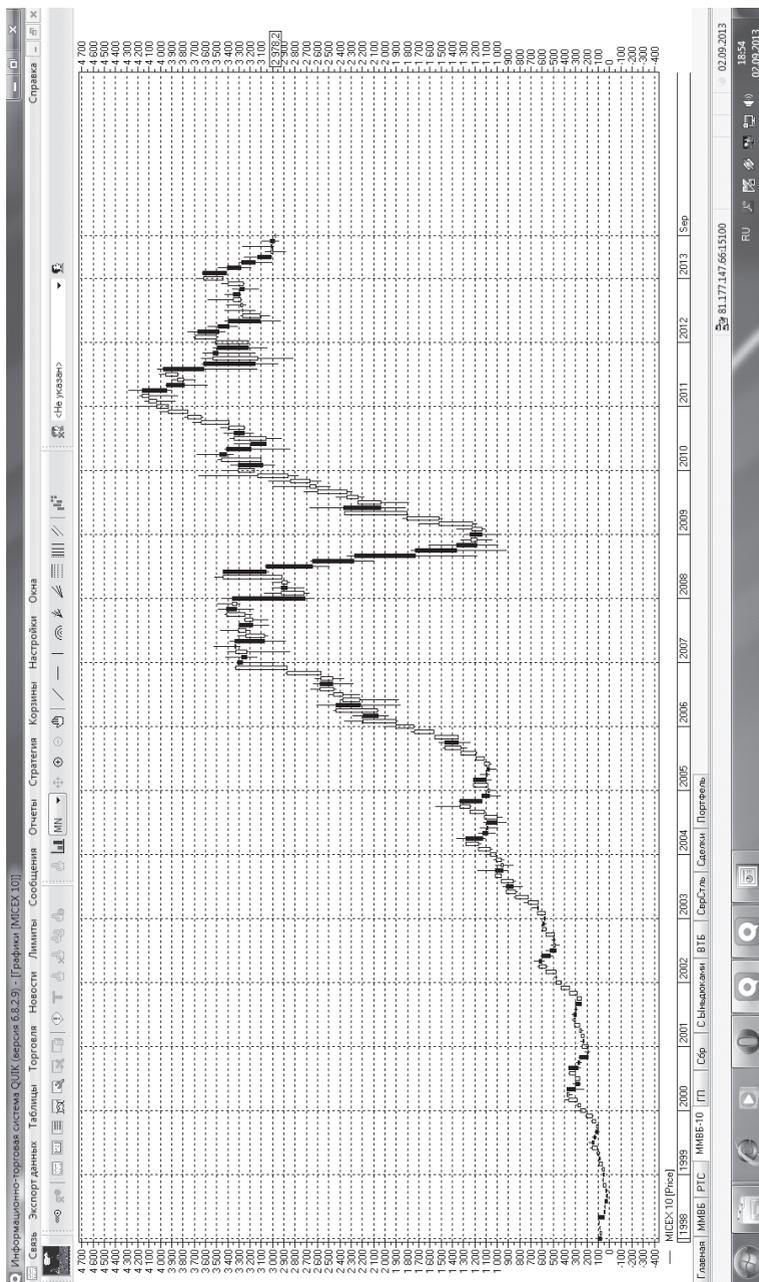
\*\*\*\* Для 1998 г. — по отношению к начальному значению, равному 100 пунктам и рассчитанному 30 декабря 1997 г.

Показатели динамики индекса RTS





Показатели динамики индекса ММВБ 10





Темпы прироста индексов РТС, ММВБ, ММВБ 10  
и ВВП РФ и уровня безработицы в 1995–2012 гг.

Год	Индекс РТС		Индекс ММВБ		Индекс ММВБ 10		Уровень безработицы	
	значение индекса, пункт*	темпы прироста, %	значение индекса, пункт*	темпы прироста, %	значение индекса, пункт*	темпы прироста, %	% к трудоспособному населению	темпы прироста, %
2000	143,29	-	144	-	192,11	-	10,60	-
2001	260,05	81,49	237	64,58	433,03	125,41	9,00	-15,09
2002	359,07	38,08	318	34,18	584,52	34,98	7,90	-12,22
2003	567,25	57,98	514	61,64	1 009,28	72,62	8,20	3,80
2004	614,11	8,26	552	7,39	1 069,22	5,94	7,80	-4,88
2005	1 125,6	83,29	1 011	83,15	1 737,7	62,52	7,10	-8,97
2006	1 921,92	70,75	1 693	67,46	3 271,96	88,29	7,10	0,00
2007	2 290,51	19,18	1 888	11,52	3 357,21	2,61	6,00	-15,49
2008	631,89	-72,41	619	-67,22	1 235,76	-63,19	6,20	3,33
2009	1 444,61	128,62	1 370	121,32	3 134,71	153,67	8,30	33,87
2010	1 772,53	22,7	1 687,99	23,21	3 931,78	25,43	7,30	-12,05
2011	1 380,49	-22,12	1 402,02	-16,94	3 213,13	-18,18	6,50	-10,96
2012	1 530,41	10,86	1 477,87	5,41	3 394,58	5,65	5,50	-15,38

\* «Цена закрытия» индекса соответствующего года, представляющая собой взвешенную установленным образом среднюю цену закрытия акций, входящих в индекс.

Динамика объемов торгов акциями,  
входящими в индексы РТС, ММВБ, ММВБ 10 в 1995–2012 гг.

Год	Индекс РТС			Индекс ММВБ			РТС/ ММВБ*, %	Индекс ММВБ 10		ММВБ 10/ ММВБ
	объем торгов, млн долл.	темп прироста, %	объем торгов, млрд руб.	объем торгов, млрд руб.	темп прироста, %	объем торгов, млрд руб.		темп прироста, %	объем торгов, млрд руб.	
1996	2 501,16	-	12 967,11	-	-	-	-	-	-	-
1997	10 757,46	330,1	62 568,5	-	-	-	-	-	-	-
1998	8 734,55	-18,8	55,24	-	-	-	367,78	15,02	-	-
1999	2 338,39	-73,23	58,29	-	-	-	98,96	58,9	292,14	-
2000	5 434,88	132,42	153,05	-	-	-	37,52	407,97	592,65	-
2001	4 072,83	-25,06	118,67	-	-	-	21,84	543,27	33,16	-
2002	4 019,76	-1,3	125,79	-	-	-	14,97	840,12	54,64	-
2003	5 421,74	34,88	165,77	1 796,1443	-	-	9,23	1 097,82	30,67	61,12
2004	5 306,85	-2,12	152,77	2 320,086	29,17	6,58	6,58	1 274,01	16,05	54,91
2005	7 175,49	35,21	204,02	2 692,1496	16,04	7,58	7,58	1 498,06	17,59	55,65
2006	13 828,15	92,71	377,05	9 969,942	270,33	3,78	3,78	5 491,35	266,56	55,08
2007	13 387,52	-3,19	341,54	13 773,112	38,15	2,48	2,48	7 233,73	31,73	52,52
2008	8 909,66	-33,45	215,84	11 491,931	-16,56	1,88	1,88	10 742,43	48,5	93,48
2009	18 321,56	105,64	543,26	13 470,304	17,22	4,03	4,03	12 721,95	18,43	94,44
2010	119 174,24	550,46	3 626,87	11 802,677	-12,38	30,73	30,73	10 812,63	-15,01	91,61
2011	113 219,86	-5	3 314,53	14 649,479	24,12	22,63	22,63	13 145,42	21,57	89,73
2012	180 589,12	59,5	5 678,69	9 120,18	-37,74	62,27	62,27	7 567,28	-42,43	82,97

\* В 1998–2003 гг. — РТС/ММВБ 10.

Темпы поквартального прироста значений  
и объемов торгов по индексу РТС в 1996–2012 гг., %

Год	I квартал		II квартал		III квартал		IV квартал		Итого за год	
	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов
1996	-8,54	77	172,0	258,87	-19,1	-17,02	21,21	6,02	143,9	
1997	50,5	85,65	38,87	25,56	19,14	103,82	-20,48	19,4	98,0	330,1
1998	-17,93	6,61	-53,54	-29,51	-71,52	-68,36	34,88	-84,83	-85,35	-18,8
1999	37,93	110,06	56,25	99,29	-33,6	8,93	110,84	2,59	201,72	-72,23
2000	32,50	143,16	-26,08	-23,2	16,15	9,25	-28,02	-32,66	-18,12	132,42
2001	18,26	11,74	27,53	8,07	-16,59	-24,67	44,27	6,91	81,49	-25,06
2002	34,88	16,1	0,87	15,95	-5,58	-32,55	7,49	-5,89	38,08	-1,3
2003	0,35	-0,83	39,74	93,18	12,53	-7,81	0,11	16,95	57,98	34,88
2004	32,69	-10,95	-22,5	17,02	8,29	-47,59	-2,78	30,85	8,26	-2,12
2005	8,95	-20,29	5,58	4,26	42,67	177,04	11,69	-8,31	83,29	35,21
2006	27,49	41,42	4,16	34,93	3,7	-51,11	24,0	35,83	70,75	92,71
2007	0,72	-6,41	-1,96	-5,58	9,17	31,51	10,56	6,00	19,18	-3,19
2008	-10,33	-15,22	12,14	-18,24	-47,4	-17,01	-47,86	-72,18	-72,41	-33,45
2009	9,14	-32,97	43,12	26,28	27,1	5,27	15,15	2912,5	128,62	105,64
2010	8,73	34,52	-15,06	33,23	12,87	9,11	17,72	2,02	22,7	550,46
2011	15,19	-17,92	-6,56	4,05	-30,1	13,26	3,52	-24,2	-22,12	-5,00
2012	18,81	-20,19	-17,63	83,8	9,37	88,78	3,57	-16,62	10,86	59,5

## Приложение 9

Темпы поквартального прироста значений и объемов торгов  
по индексу ММВБ в 2003–2012 гг., %

Год	I квартал		II квартал		III квартал		IV квартал		Итого за год	
	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов
2003	2,20	-	40,00	117,27	12,09	-3,48	0,19	9,01	61,64	-
2004	25,29	8,50	-17,08	10,14	14,42	-23,92	-9,66	18,81	7,39	29,17
2005	8,33	-25,76	6,86	1,97	39,59	84,28	13,34	21,27	83,15	16,04
2006	28,49	59,00	2,46	92,46	2,7	-11,52	23,85	-0,95	67,46	270,33
2007	0,30	32,30	-1,94	-9,58	5,65	1,36	7,33	15,84	11,52	38,15
2008	-13,77	-0,04	7,68	-8,82	-41,42	-16,72	-39,79	-49,79	-67,22	-16,56
2009	24,72	26,96	25,78	100,44	23,27	11,26	14,45	-3,25	121,32	17,22
2010	5,85	-26,42	-9,71	14,15	10,01	-22,13	17,20	18,02	23,21	-12,38
2011	7,44	12,70	-8,11	-8,06	-18,0	26,06	2,60	3,91	-16,94	24,12
2012	8,29	-29,01	-8,65	-17,52	5,20	-12,62	1,29	-20,47	5,49	-37,74

## Приложение 10

Темпы поквартального прироста значений и объемов торгов  
по индексу ММВБ 10 в 1998–2012 гг., %

Год	I квартал		II квартал		III квартал		IV квартал		Итого за год	
	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов	темпы прироста индекса	темпы прироста объема торгов
1998	-12,0	-	-57,95	-10,6	-35,14	-47,52	116,67	-47,57	-48,00	-
1999	71,15	218,27	74,16	157,55	-35,48	50,99	108,0	43,29	300,0	292,14
2000	75,93	265,64	-26,69	-1,4	5,46	35,32	-32,1	-16,83	-7,64	592,65
2001	29,30	36,65	29,35	-7,70	-21,24	-18,14	71,12	60,60	125,41	33,16
2002	31,07	15,04	-6,82	6,48	-7,71	-4,05	19,75	19,91	34,98	54,64
2003	7,83	-5,44	45,61	25,51	10,65	-0,93	-0,62	9,78	72,67	30,67
2004	26,73	3,37	-14,46	13,68	13,66	-24,93	-14,02	18,33	5,94	16,05
2005	2,83	-26,26	1,64	4,11	31,26	83,56	18,47	23,70	62,52	17,59
2006	18,69	51,92	15,01	97,08	3,85	-11,47	32,83	-0,14	88,29	266,56
2007	1,73	27,08	-2,77	-8,30	0,25	0,48	3,48	9,52	2,61	31,73
2008	-14,46	84,8	6,56	-8,97	-43,38	-15,69	-28,68	-49,69	-63,19	48,5
2009	23,11	26,70	33,80	100,09	27,29	12,91	20,5	-4,53	153,67	18,43
2010	10,27	-28,31	-11,54	13,12	10,93	-21,10	15,92	18,00	25,43	-15,01
2011	5,95	11,53	-7,59	-8,43	-18,1	22,55	1,93	5,33	-18,18	21,57
2012	-1,12	-33,34	2,94	-17,02	2,47	-14,87	1,3	-22,58	5,65	-42,43

## Оглавление

Введение.....	5
<b>Глава 1. Проблемы перестройки системы финансового регулирования в посткризисной экономике.....</b>	<b>7</b>
1.1. Значимость денежно-кредитных механизмов обеспечения экономического роста российской экономики в современных условиях .....	7
1.2. Практика монетарной политики развитых стран и ее последствия для России .....	21
1.3. Возможности Банка России таргетировать инфляцию и стимулировать экономический рост.....	30
<b>Глава 2. Значение банковской системы в инновационном развитии экономики.....</b>	<b>42</b>
2.1. Особенности регионального развития банковского сектора на современном этапе в области кредитования.....	42
2.2. Проблемы формирования системы венчурного финансирования инноваций в России.....	52
<b>Глава 3. Анализ современных тенденций в развитии рынка акций Российской Федерации на основе показателей динамики фондовых индексов.....</b>	<b>65</b>
3.1. Общая характеристика индексов ММВБ, ММВБ 10 и РТС.....	65

---

3.2. Анализ динамики значений индексов ММВБ, ММВБ 10 и РТС в 1995–2012 гг. ....	74
3.3. Анализ динамики объемов торговли акциями, входящими в базу расчетов индексов ММВБ, ММВБ 10 и РТС.....	82
<b>Глава 4. Финансовые стратегии компании в области управления структурой капитала .....</b>	<b>92</b>
4.1. Проблемы оптимизации структуры капитала компании.....	92
4.2. Особенности и тенденции формирования структуры капитала российских компаний .....	108
<b>Глава 5. Особенности регулирования домашних хозяйств в финансовой системе России .....</b>	<b>116</b>
<b>Заключение .....</b>	<b>134</b>
<b>Литература .....</b>	<b>136</b>
Нормативная и научная литература.....	136
Базы данных, информационно-поисковые системы.....	138
<b>Приложения .....</b>	<b>139</b>
<i>Приложение 1.</i> Динамика значений индексов РТС, ММВБ и ММВБ 10 в 1995–2012 гг. ....	139
<i>Приложение 2.</i> Показатели динамики индекса РТС.....	141
<i>Приложение 3.</i> Показатели динамики индекса ММВБ .....	142
<i>Приложение 4.</i> Показатели динамики индекса ММВБ 10.....	143
<i>Приложение 5.</i> Показатели поквартального прироста индексов РТС, ММВБ, ММВБ 10 и ВВП РФ в 1995–2012 гг. ....	144

- Приложение 6.* Показатели прироста индексов РТС, ММВБ, ММВБ 10 и ВВП РФ и уровня безработицы в 1995–2012 гг. ....145
- Приложение 7.* Динамика объемов торгов акциями, входящими в индексы РТС, ММВБ, ММВБ 10 в 1995–2012 гг. ....146
- Приложение 8.* Темпы поквартального прироста значений и объемов торгов по индексу РТС в 1996–2012 гг. ....147
- Приложение 9.* Темпы поквартального прироста значений и объемов торгов по индексу ММВБ в 2003–2012 гг....148
- Приложение 10.* Темпы поквартального прироста значений и объемов торгов по индексу ММВБ 10 в 1998–2012 гг. ....149

# CONTENTS

<b>Introduction</b> .....	5
<b>Chapter 1. Problems of restoring the system of financial regulation during post-crisis economy</b> .....	7
1.1. Importance of money and credit mechanisms in insuring Russian economic growth in current conditions.....	7
1.2. Practice of monetary policy of developed countries and its consequences to Russia.....	21
1.3. The Bank of Russia possibilities to target inflation and to stimulate economic growth.....	30
<b>Chapter 2. Importance of banking in terms of innovative development of economy</b> .....	42
2.1. Particularities of bank sector developing in current conditions.....	42
2.2. Problems of formation venture capital financing system of innovations .....	52
<b>Chapter 3. Analysis of the existing trends in developments of the Russian stock market basing on indicators of changes in share indexes</b> .....	65
3.1. Common characteristics of indexes MICEX, MICEX 10, RTS .....	65
3.2. Analysis of dynamic in indexes MICEX, MICEX 10, RTS in 1995–2012 .....	74
3.3. Analysis of dynamic in volume of stock trading included in MICEX, MICEX 10, RTS .....	82

---

<b>Chapter 4. Financial company strategies in the sphere of capital structure management</b> .....	92
4.1. Problems connected with optimization of company capital structure .....	92
4.2. Particularities and trends of formation Russian companies» capital structure .....	108
<b>Chapter 5. Particularities in regulating of households in Russian financial system</b> .....	116
<b>Conclusion</b> .....	134
<b>Literature</b> .....	136
Normative and scientific literature .....	136
Datebase, information retrieval systems .....	138
<b>Appendices</b> .....	139
Appendix 1 .....	139
Appendix 2 .....	140
Appendix 3 .....	141
Appendix 4 .....	142
Appendix 5 .....	143
Appendix 6 .....	144
Appendix 7 .....	145
Appendix 8 .....	146
Appendix 9 .....	147
Appendix 10 .....	148

*Научное издание*

**СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ  
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ  
ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РОССИИ**

Монография

Редактор В.Г. Коржилова  
Корректоры О.Э.Стрекачева, Н.А. Буренок  
Оформление обложки и компьютерная верстка  
Т.В. Иванниковой

Подписано в печать 21.04.14. Формат 60×90  $\frac{1}{16}$ .  
Бумага офсетная. Гарнитура Petersburg.  
Усл.-печ. л. 9,75. Уч.-изд. л. 8,90.  
Тираж 50 экз. Заказ № 195.

Финансовый университет  
125993 (ГСП-3), Москва, Ленинградский проспект, 49  
Отпечатано в ООП (ул. Олеко Дундича, 23)  
Издательства Финансового университета

*Для заметок*