



-) А.В. АНИКИН. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. М.: ЗАО "Олимп-бизнес", 2000. 378 стр.

Вышла в свет очередная блестяще написанная известным экономистом А.В. Аникиным книга. В ней в популярной форме на богатом историческом и фактическом материале рассмотрены около двух десятков наиболее значимых финансовых кризисов на протяжении XVIII–XX веков.

На основе проведенного анализа автор делает вывод о неизбежности периодических финансовых потрясений, связанных с инфляцией, биржевой спекуляцией, банкротством банков и компаний, финансовыми пирамидами, аферами, мошенничеством. Вместе с тем справедливо подчеркивается, что перманентных кризисов не бывает, так как в рыночной экономике заложена возможность их преодоления. В этом плане книга отличается оптимистическим настроением.

Научно-практический интерес представляет связь трехвековой истории финансовых кризисов с современностью, особенно российской. Приведем несколько примеров.

Живо описывая скандальный кризис "системы" финансиста Джона Ло – банкротство созданных им во Франции начала 1700-х годов банка для эмиссии банкнот и Индокитайской компании, А. Аникин формулирует два актуальных вывода. Первый: злоупотребление простым принципом – выпуск денег для развития экономики без учета потребностей хозяйственного оборота – ведет к инфляции. Это своего рода предостережение для некоторых современных российских экономистов и политиков, ратующих за дополнительную эмиссию денег для стабилизации экономики. Второй вывод не менее актуален: нарушение основного принципа банковской деятельности, проявляющееся в инвестициях в государственные ценные бумаги, а не в экономику – вызывает банкротство банков.

Представляет интерес проведенная автором параллель между российскими финансовыми пирамидами 1990-х годов с "мыльными пузырями" (bubbles) – авантюрными компаниями в Англии в 1720 – 1721 гг., которые собирали деньги под обещание фантастических доходов.

Актуален вывод на основе анализа сильной инфляции во Франции 1790-

х годов. Сопоставляя формальное обеспечение ассигнат выпуска 1789 г. конфискованными королевскими и церковными землями и советского рубля *всем достоянием государства*, что "не добавляло им престижа и устойчивости" (с. 52), А. Аникин подчеркивает, что обеспечением денег должно служить не "пассивное богатство", а произведенные и обращающиеся товары.

Специалистам полезно узнать о появлении фальшивых и так называемых местных денег в 1792–1794 гг. в период французской революции. В книге приведены интересные данные о рекорде России, опередившей Францию (1790-е годы) и Германию (1920-е годы) по выпуску региональных и местных денег: с 1769 г. по 1994 г. выпущено 28 тыс. видов бумажных денег, в том числе около 20 тыс. – в годы гражданской войны до унификации денежного обращения в СССР на базе червонца (с. 168).

Научный интерес представляет анализ феномена *подавленной инфляции*, появившейся впервые в якобинский период французской революции в результате подавления свободы рынка, введения жесткого государственного регулирования цен и распределения продуктов и получившей позднее широкое распространение в СССР, несмотря на официальное ее отрицание.

Поучителен приведенный в книге опыт формирования Федераль-

ной резервной системы (ФРС) в 1913 г. под влиянием финансового кризиса 1907 г. в США. При анализе причин задержки ее создания на шесть лет полезно отметить тщательную подготовку закона о ФРС, который (с определенными поправками) работает и ныне, чему следовало бы поучиться российским законодателям. Кроме того, в книге проскальзывает отождествление ФРС с центральным банком, хотя система включает также около 10 тыс. коммерческих банков. В книге подчеркивается функция центрального банка как кредитора в последней инстанции, что злободневно для России в свете отдельных призывов отказаться от нее вопреки мировому опыту.

Сохраняет актуальность для России изучение опыта гиперинфляции в Германии (1919–1923 гг.), который обобщен автором на богатом фактическом материале. Интересен вопрос нижней границы роста цен при гиперинфляции (по оценке автора, свыше 25-30% в месяц, хотя преобладает иная точка зрения – примерно 50%) и верхней ее границы, которая практически отсутствует. В книге приведены данные о росте цен в Германии в тысячи раз в отдельные месяцы 1923 г. (с. 115).

Для россиян злободневна проблема компенсации инфляционных потерь, прецедент решения которой был создан в Германии того периода. Автор предостерегает об опасности возникшего в той же Германии 1920-х годов феномена «денежной иллюзии», когда население сознательно или интуитивно считает рост цен случайным и временным явлением.

Характеризуя инфляционный рост цен в России времен гражданской войны (в 8000 раз с начала 1918 г. до середины 1921 г.), А. Аникин подчеркивает его сочетание с голодом и гибелью миллионов людей (в отличие от периода гиперинфляции в Германии).

Результативность предпринятых затем денежных реформ в Германии и Советской России автор объясняет оживлением экономики, оздоровлением государственных финансов, ограничением денежной эмиссии, укреплением кредитной дисциплины. Интересны приведенные высказывания Л.Н. Юровского, а также Г.Я. Сокольникова, который провел успешную денежную реформу 1922-1924 гг. по указанию В.И. Ленина. Вместе с тем автор предостерегает от восхваления червонца 1920-х годов как волшебной палочки, позволившей вывести нашу страну из кризиса и инфляции.

Интересно обобщен большой исторический материал о мировом экономическом кризисе 1929–1933 гг. на примере Великой депрессии в США. Дан анализ цепочки причинно-следственных связей и взаимных реакций: от финансовых пирамид к биржевой панике (1929 г.), затем к банковскому кризису 1933 г. (банкротство около 10 тыс. банков), в итоге – падение производства, рост безработицы.

Оценивая финансовую пирамиду Ч. Понци (середина 1920-х годов)

как прототип "МММ" С. Мавроди, автор подчеркивает существенную разницу: первый был посажен в тюрьму, второй – избран в парламент.

Однако не все исторические параллели убедительны. Например, сравнивая гигантский объем фондового рынка США накануне кризиса 1929–1933 гг. с современным российским рынком ценных бумаг, автор резюмирует: "Наш фондовый рынок даже через 70 лет выглядит карликом" (с. 175). Но ведь это естественно, учитывая, что он появился в условиях перехода России к рыночной экономике и его бурное развитие было подорвано глобальным августовским кризисом 1998 г.

Злободневна поднятая в книге проблема теоретической основы экономической политики. Критикуя, например, неэффективность антикризисных мер правительства США в период президентства Герберта Гувера (1929–1933 гг.), которое мыслило категориями либерализма, проповедуя автоматическое рыночное саморегулирование, автор подчеркивает важность теории Дж. М. Кейнса, который выступил в 30-х годах за активизацию роли государства в борьбе с кризисом и безработицей. Актуален вывод о том, что смешанная экономика стала путем выхода из кризисных потрясений.

Однако в России не востребован мировой опыт разумного сочетания рыночного и государственного регулирования экономики в противовес безоглядному либерализму.

В книге сопоставляются энергичные антикризисные меры американского

президента Франклина Рузвельта и беспомощность, бездействие российского президента, правительства и парламента после августовского кризиса 1998 г. При этом автор предупреждает об абсурдности дублирования "нового курса" Рузвельта в России в силу особенностей нашей страны, хотя было бы целесообразно использовать отдельные аспекты американского опыта.

Новизной отличается анализ финансового кризиса через призму деятельности МВФ. Читатель найдет в книге факты об активном участии Фонда в демонстративной международной финансовой поддержке отдельных стран (Мексики, Бразилии, Южной Кореи) в период финансового кризиса 1990-х годов и негативных последствиях его стабилизационных программ.

А. Аникин не обошел вниманием современное неустойчивое состояние МВФ, который оказался не приспособлен к масштабным и многосторонним кризисам в условиях глобальной экономики. В книге критикуется "твердолобый догматизм" Фонда, который предоставляет гарантии кредита лишь после кризиса; политизация его деятельности вопреки собственному уставу; зависимость от ведущих стран-членов, во многом от США; несовершенство стабилизационных программ, основанных на либерализме и монетаризме. Убедительна приведенная автором оценка Дж. Сакса: "... рецепты МВФ лег-

ко могут принести больше вреда, нежели пользы" (с. 229).

Особый интерес представляет данная в книге характеристика нового типа финансового кризиса 1990-х годов в условиях глобализации экономики на примере стран Латинской Америки (Мексика, Бразилия), Восточной и Юго-Восточной Азии, отчасти России с учетом ее особенностей.

Автор правомерно обосновывает характеристику финансового кризиса в странах Азиатского региона в 1997–1998 гг. как "кризиса роста" в условиях отставания финансовой инфраструктуры от экономики (доля этих стран в мировом ВВП увеличилась с 4% до 24% за 1960–1995 гг.). Автор делает вывод, что для них оказалось непосильным бремя глобализации, включение в мировое сообщество с огромными потоками капитала, что подорвало их финансовое положение. Правомерно подчеркивается роль "блатного капитализма" как кризисного фактора.

Полезен творческий вывод А. Аникина о нереальности попыток Ч. Киндлебергера применить свою аналитическую схему ко всем финансовым кризисам, начиная с XVIII века.

Особое место в книге занимают стержневые проблемы перехода России к рыночной экономике в 1991–1998 гг. и августовского кризиса 1998 г. В их числе: экономический спад, дефицит госбюджета, злоупотребление пирамидой государственного долга, сильная инфляция, бегство капитала, кризис банковской системы, долларизация экономики.

Автор особо подчеркивает роль просчетов и профессиональных ошибок в развитии кризиса. Объектом критики в книге являются ваучерная приватизация первой половины 1990-х годов; деятельность коммерческих банков, которые вкладывают средства не в экономику, а в государственные ценные бумаги, инвалюту, депонируя ее за рубежом; нерациональное использование сбережений населения; огромный масштаб финансовых пирамид и т.д.

Был ли неизбежен августовский кризис? А. Аникин считает, что для противостояния ему требовались чрезвычайные меры, единство действий правительства, президента при поддержке лидеров бизнеса и активной части населения (с. 310). Добавим, что необходима научно обоснованная стратегия и тактика антикризисных мер, отсутствием которых страдает наша страна.

Научной новизной отличается сформулированная автором особенность августовского кризиса 1998 г.: это был не рыночный крах, а шоковые меры государственной политики и такое же шоковое их применение. Автор справедливо упрекает государство, которое пренебрегло последствиями дефолта (добавим – и девальвации рубля, которая превзошла первоначальные наметки почти в восемь раз), доверием народа и инвесторов, включая иностранных. Итогом стал не просто финансовый кризис, подчеркивает автор, а социально-

экономическое потрясение (точнее, глобальный кризис).

Характерный для авторской концепции оптимизм проявляется в прогнозе сценария будущего России, которое зависит от решения главных финансовых проблем страны – внешнего долга, инфляции, стабилизации банковской системы (*однако при переиздании книги этот раздел желательно осовременить с учетом новых явлений*).

Присущая автору интеллигентность проявляется в доброжелательном отношении к главным персонажам финансовых потрясений и стремлении восстановить доброе имя многих из них. Например, характеризуя незаурядную и противоречивую личность Джона Ло – азартного игрока, ставшего всемогущим финансистом во Франции, автор на основе первоисточников защищает его от обвинений в мошенничестве, так как он отказался от личного обогащения. Другой пример касается Ф. Лессепа, главного персонажа "панамской аферы" – самого крупного финансового скандала во Франции 1880-х годов, красочно описанного в книге. А. Аникин отмечает не только опрометчивость, но и искренность намерений известного инженера-предпринимателя, руководившего строительством Суэцкого канала, много сделавшего для своей страны и пользы других государств.

Характеризуя С. Кириенко как трагическую фигуру (?!) в истории кризисов, автор явно польстил молодому неопытному человеку, назвав его последним "крупным" персонажем своей книги (с. 337). Это противоречит

авторской оценке его деятельности. Став случайно и неожиданно главой правительства, С. Кириенко не смог организовать гибкие и продуманные меры противостояния назревшим кризисным факторам.

Поскольку данная книга издана в серии "Люди и деньги", в ней характеризуются не только главные персонажи финансовых потрясений, но и неблагоразумность народа, увлекающегося биржевой спекуляцией, жадной легкой наживы. Знаменитый английский ученый Исаак Ньютон в начале XVIII в. назвал этот феномен "безумием толпы", что, впрочем, не помешало ему увлечься ажиотажными сделками с акциями себе в убыток.

На историческом материале А. Аникин рассматривает коррумпированность парламентариев и высших чиновников как кризисное явление, подчеркивает значимость фактора наказания мошенников вплоть до конфи-

скации имущества. Это особенно поучительно для России, где мошенники и коррупционеры, как правило, не несут заслуженного наказания.

Обобщенный в книге большой исторический материал обогащает теорию денег, инфляции, банков, биржевого дела. Содержательно дана трактовка понятия спекуляции, в том числе с ценными бумагами, как элемента рыночной экономики.

А. Аникин дает пример деидеологизированного отношения к экономической теории К. Маркса. Критикуя отжившую марксистскую оценку кризиса как предвестника крушения капиталистической системы хозяйства, автор использует теоретическое наследие К. Маркса, Ф. Энгельса при характеристике фиктивного капитала, экономических кризисов, золотого стандарта, роли акционерных компаний и т.д.

В целом представленная книга дает возможность глубже понять природу и формы финансовых потрясений, их влияние на экономику и жизнь людей.

*Заведующая кафедрой
"Международные экономические
отношения" ИППК
Л.Н. Красавина*



)

Barry EICHENGREEN. Vom Goldstandard zum EURO. Die Geschichte des internationalen Währungssystems. Berlin: Verlag Klaus Wagenbach, 1999. 300 S.

Барри АЙХЕНГРИН. От золотого стандарта к *евро*. Из истории мировой валютной системы.

Берлин: Изд-во Клаус Вагенбах, 1999. 300 стр.

)

Было время, когда правительство в Советском Союзе само "назначало" цену рубля. Шестидесят восемь копеек за доллар или тридцать два рубля за 100 немецких марок – старшее поколение наверняка еще помнит эти цифры, которые не менялись годами. Сегодня все иначе. Россияне уже имели возможность убедиться, какое воздействие на курс рубля и уровень внутренних цен могут оказать кризис в далекой Азии, колебания цен на мировом рынке нефти и даже события на нью-йоркской фондовой бирже.

Происходящее сегодня в России не исключение, а скорее закономерность. В условиях глобализации мировой экономики и быстрой либерализации финансовых рынков все зависит от всех, а возможности национальных правительств традиционными методами влиять на валютный курс резко сузились. Почему так происходит и как следует реагировать политикам на бурные изменения в мировой экономике и мировых финансах – эти и многие другие не менее важные вопросы рассматривает в своей книге "От золотого стандарта к *евро*..." про-

фессор из университета Беркли (США, штат Калифорния), Барри Айхенгрин.

Еще в глубокой древности в качестве средства расчетов использовали металлические монеты. Названия многих современных валют, например английского фунта, немецкого пфеннига и марки, первоначально обозначали лишь единицу веса соответствующего металла. Чаще всего монеты чеканили из серебра, бронзы, меди, железа. Золото употребляли редко – лишь при заключении крупных сделок. В обычных расчетах оно было неудобно, т.к. стоимость даже легкой золотой монеты была слишком велика для совершения рядовых покупок. Золотые деньги широко вошли в оборот только в XVIII веке, и то поначалу лишь в Англии. Россия, например, вплоть до конца 90-х годов прошлого века предпочитала серебро. Но поскольку Англия была в то время самой развитой в промышленном отношении страной и главным мировым экспортером, то постепенно и страны, поддерживавшие с ней активные торговые отношения, вынуждены были ориентироваться на золотой стандарт (с. 23-29).

Первая в истории международная валютная система была юридически оформлена в 1867 г. на конференции в Париже. Ее основой являлся золотомонетный стандарт. Каждая национальная валюта имела золотое содержание. Валюты свободно конвертировались в золото. Золото использовалось как общепризнанные мировые деньги. Сложился режим свободно плавающих валютных курсов с учетом рыночного спроса и предложения.

В течение нескольких десятилетий золотой стандарт относительно эффективно выполнял роль стихийного регулятора мировой экономики. Но с началом первой мировой войны Парижская валютная система оказалась разрушенной. Центральные банки воюющих стран прекратили размен банкнот на золото и резко увеличили выпуск необеспеченных бумажных денег для покрытия военных расходов. Повсюду были введены валютные ограничения. Валютный курс стал принудительным, а потому и нереальным (с. 69-101).

Вторая международная валютная система, принятая в 1922 г. в Генуе, просуществовала недолго и была взорвана мировым кризисом 30-х годов.

Самым слабым звеном оказалась Германия, где в период между 1929 и 1932 годом спад производства составил 39%, а количество безработных – 44% (с. 106). Экономический кризис сопровождался бегством капитала, сокращением золотого запаса и массовым бан-

кротством банков. В середине 1931 г. Германия ввела валютные ограничения, прекратила платежи по внешним долгам и размен марки на золото. Официальный курс марки был заморожен на уровне 1924 г. (с. 115-117).

Главный мировой экспортер товаров и капитала – Англия – пострадала не столько от внутренней депрессии, сколько от резкого спада мировой торговли и повсеместного разгула протекционизма. В Соединенных Штатах, например, которые сегодня громче всех ратуют за "свободу торговли", вскоре после начала Великой депрессии импортные пошлины на промышленные товары иностранного производства были подняты до 60% (с. 118). В условиях резкого ухудшения состояния платежного баланса и сокращения золотых резервов 19 сентября 1931 г. Лондон прекратил размен фунта стерлингов на золото, а его курс был снижен на 30,5% (с. 117-122).

В апреле 1933 г. золотой стандарт отменили и в Соединенных Штатах. Доллар был девальвирован на 41%, а официальная цена золота повышена в полтора раза – с 20,6 до 35 долларов за тройскую унцию* (с. 123-126). Мировая валютная система фактически распалась на несколько конкурирующих между собой валютных блоков – долларовой, стерлинговой и "золотой".

* Тройская (монетная) унция (31,1035 г) – основная весовая единица драгоценных металлов (прежде всего золота).

Экономические потрясения межвоенного времени и экономическая разруха в Европе после второй мировой войны почти повсеместно так подорвали веру в "свободную игру рыночных сил", что архитекторы новой валютной системы сочли необходимым усилить регулирующие механизмы в сфере международных финансов и денежного обращения. Новая Бреттон-вудская валютная система отличалась от Парижской и Генуэзской по крайней мере в трех весьма существенных пунктах. Вместо свободно плавающих курсов устанавливался обязательный для всех режим фиксированных валютных курсов. Допускалось использование контроля за международным движением капитала. Наконец, был создан никогда ранее не существовавший новый институт – Международный валютный фонд (МВФ), призванный осуществлять надзор за экономической политикой стран-участниц и в необходимых случаях оказывать им финансовую помощь для поддержки нестабильных валют (с. 132-133).

Единственной валютой, которая в рамках Бреттон-вудской системы прямо могла быть конвертирована в золото, стал американский доллар. Он же выполнял функцию так называемой "якорной валюты", т.е. служил базой для определения паритетов всех других валют.

Высказываются разные точки зрения по поводу того, насколько эффективной оказалась просуществовавшая три десятилетия Бреттон-вудская система. Некоторые

считают, что именно она, обеспечив стабильность валютных курсов и дав тем самым толчок беспрецедентному росту международной торговли и инвестиций, внесла решающий вклад в процесс послевоенного экономического подъема.

Однако сам автор книги – Барри Айхенгрин придерживается на этот счет иного мнения. "Относительная устойчивость валютной системы была скорее следствием, чем причиной экономического роста", – утверждает он (с. 132). Сама же логика экономического развития двух первых послевоенных десятилетий определялась не рецептами и влиянием МВФ, а интервенционистской, выдержанной в кейнсианском духе политикой, проводившейся правительствами большинства западноевропейских стран. "В эти годы правительства активно вмешивались в регулирование экономики и финансов... У Международного валютного фонда не было достаточного влияния, чтобы оказывать воздействие на национальную экономическую политику. Не было у него и достаточно средств, чтобы нейтрализовать последствия этой политики – несбалансированность платежных балансов", – пишет Айхенгрин (с. 134, 135). Свои финансовые болячки, нередко грозившие спровоцировать неконтролируемое падение валютных курсов, европейские страны пытались лечить усилением валютных ограничений, введением импортных лицензий и установлением контроля над движением капитала.

Так или иначе, но в конце 60-х годов Бреттон-вудская система вступила в полосу затяжного кризиса, а в январе 1976 г. ее базовые принципы, признанные не соответствующими новым условиям, были радикально пересмотрены.

Об уроках Бреттон-вудской системы написаны горы литературы. Айхенгрин выделяет две фундаментальные причины, которые породили необходимость ее коренного реформирования. Во-первых, резко возросшая в конце 60-х–начале 70-х годов международная мобильность капитала в результате активизации деятельности транснациональных корпораций наглядно доказала неэффективность сохранения режима фиксированных валютных курсов. Во-вторых, в условиях заметного ослабления экономических позиций США и подрыва доверия к доллару последний уже был не в состоянии выполнять роль фактически единственной резервной валюты. В свою очередь окрепшие экономически Западная Европа и Япония проявляли все меньше готовности в ущерб своим интересам поддерживать доллар, исходя прежде всего из политических и военно-стратегических соображений (с. 180-182).

Заключенное в январе 1976 г. между странами – членами МВФ в Кингстоне на Ямайке соглашение предусматривало следующие базовые принципы жизнедеятельности уже четвертой по счету мировой валютной системы:

- ♦ странам-участницам предоставлялось право выбора любого режима валютного курса;
- ♦ ослабленный американский доллар был свергнут со своего пьедестала и лишен статуса единственной официальной резервной валюты;
- ♦ юридически была оформлена демонетизация золота, т.е. были отменены официальная цена золота, золотые паритеты валют, прекращен обмен долларов на золото. По Ямайскому соглашению золото не должно было больше служить мерой стоимости и точкой отсчета валютных курсов;
- ♦ сохранившийся на руинах Бреттон-вудской системы МВФ призван был усилить межгосударственное валютное регулирование.

По замыслу Ямайская валютная система должна была стать более гибкой, чем Бреттон-вудская, и эластичнее приспосабливаться к нестабильности платежных балансов и валютных курсов. Однако четверть века, прошедшие после заката Бреттон-вудской системы, ясно показали, что универсальных рецептов стабилизации валютных курсов не существует. Но если не всегда ясно, что следует делать в тех или иных ситуациях, то накопленный опыт по крайней мере позволяет сделать выводы о том, чего не следует делать ни при каких обстоятельствах. Азиатский кризис 1997 г. и августовский 1998 г. кризис в России добавили в копилку

мирового опыта в этом смысле еще несколько полезных уроков. Словом, "негативный опыт есть тоже опыт", – философски заключает автор (с. 181). Именно с этой позиции рассматривает он события, происходившие в международных финансах после Бреттон-Вудса, чему и посвящена пятая – последняя глава книги.

Получив свободу в выборе режима валютного курса, разные страны пошли различными путями. Так называемые "большие экономики", типа США и Японии, ввели свободно плавающие курсы. Для малых стран, зависящих от экспорта, и в особенности для развивающихся стран со слабыми финансовыми рынками отпускать свои валюты "в свободное плавание" представлялось слишком рискованным. Они, как правило, пытались сохранить в той или иной форме систему фиксированных курсов и контроль за движением капиталов (с. 184).

Западноевропейские страны – члены ЕС не могли позволить себе проведение автономной валютной политики без риска поставить под угрозу торговлю и вообще всю систему экономического сотрудничества внутри Сообщества. В начале 70-х годов они ввели режим, получивший название "валютная змея". На практике это означало установление жестких пределов взаимных колебаний курсов валют стран-участниц по отношению друг к другу и их "совместное плавание" по отношению к доллару. Для координации валютной интервенции и взаимной кредитной поддержки

был создан Европейский фонд валютного сотрудничества – некое подобие МВФ в европейском формате.

Появились и новые модели фиксации валютных курсов. Одну из них, апробированную сначала в Гонконге и на Бермудах, в 80-е годы – в Аргентине, а в 90-е – в Эстонии, после августовского кризиса 1998 г. некоторые экономисты настойчиво рекомендовали ввести и в России. Речь шла о так называемой системе "currency boards". "Валютное управление" или "валютный совет" – так это обычно звучит в русском переводе.

Суть системы "валютного управления" заключается в том, что курс национальной валюты в законодательном порядке фиксируется и жестко привязывается к курсу одной из устойчивых иностранных валют. Центральный банк обязан поддерживать установленный курс из имеющихся валютных резервов. Айхенгрин считает систему "валютного управления" крайне рискованной и советует использовать ее лишь в экстремальных ситуациях, чтобы подавить галлопирующую инфляцию. Кажущаяся простота достижения стабильности валютного курса, предупреждает автор книги, – лишь иллюзия. В условиях "валютного управления" правительство обречено на драконовские меры по урезанию бюджетных расходов, чтобы обеспечить точное соответствие денежной массы размеру валютных резервов. Социально-политическая напряжен-

ность и полное отсутствие свободы маневра в вопросах денежной эмиссии – такова лишь часть цены, которую необходимо заплатить за введение режима "валютного управления". Вообще, считает Айхенгрин, эффективным этот рецепт может быть только в малых странах с неразвитым финансовым рынком, где власти стремятся любой ценой следовать избранному курсу и могут рассчитывать в случае необходимости на финансовую поддержку из-за рубежа (с. 186-187).

В мире сегодня существует около десятка различных режимов валютного курса. Но ни один из них нельзя назвать идеальным. Подробно анализируя причины многочисленных сбоев в функционировании европейской "валютной змеи", Айхенгрин приходит к выводу, что переход к *евро* был единственным способом минимизировать валютные риски, неизбежные при любых других промежуточных решениях. Способность преодолеть национальный эгоизм во имя европейской солидарности и общей цели – укрепления экономических и финансовых позиций Европы в условиях глобальной конкуренции – автор считает главным уроком в послевоенной истории европейской интеграции (с. 9-13, 212-235).

Это действительно так, если учесть, что страны-участницы нынешнего Европейского валютного союза проявили немалое мужество, передав созданному единому Европейскому Центральному банку ряд важнейших рычагов денежно-

кредитной политики, которые всегда находились исключительно в ведении национальных государственных органов. Быть членом Европейского валютного союза сегодня значит добровольно принять на себя обязательства по жесткому ограничению уровня бюджетного дефицита и инфляции, размеров государственного долга. Айхенгрин уверен, что *евро* сумеет утвердиться в качестве новой мировой валюты – не менее влиятельной, чем доллар. Нынешние колебания курса *евро* объясняются, по его мнению, прежде всего необычайной привлекательностью для инвесторов американского финансового рынка. Однако перегретость экономики Соединенных Штатов и явно завышенный курс акций многих американских компаний резко повысили уровень риска вложений в ценные бумаги США, что рано или поздно скажется и на позициях доллара.

Безусловный интерес представляет точка зрения Айхенгрин на истоки "азиатского кризиса". Автор категорически не согласен с теми, кто пытается возложить главную ответственность за обвальное падение валютных курсов на международных спекулянтов и чрезмерную либерализацию финансовых рынков. Айхенгрин убежден, что либерализация финансовых рынков есть объективный и необратимый процесс. Пытаться противостоять ему в век транснациональных компаний, международного производства и электронных средств связи значит перекрыть

себе доступ к мировому рынку капиталов, а следовательно – обречь себя на экономическую стагнацию и технологическую отсталость. Рано или поздно "соломенную плотину" все равно снесет, и тогда действительно есть риск утонуть, потеряв время и не научившись плавать в бурных водах современной экономики и финансов. Что же касается спекулянтов, то либо следует принять правила игры и нести соответствующие риски, либо продолжать мастерить свою плотину с предсказуемым результатом.

"Азиатские страны, – пишет Айхенгрин, – пройдя этап экстенсивного роста и вступив в фазу интенсивного развития, когда особое значение приобретают инновации, невозможные без притока венчурного капитала, не имели другой альтернативы, кроме либерализации своих финансовых рынков" (с. 247). Глубинные причины кризиса автор усматривает в порочности и недоверии инвесторов к самой "азиатской экономической модели", которая строилась на взаимодействии трех главных фигурантов: всезнающее и сильное государство, определяющее приоритеты экономического развития; группа прикормленных банков, щедро раздающих проблемные кредиты в приоритетные отрасли; наконец, ядро из крупнейших корпораций, назначенных государством флагманами отечественной экономики.

Именно эта модель, казавшаяся еще недавно некоторым в России едва ли не верхом экономической

мудрости и образцом для подражания, показала свою несостоятельность в новых условиях глобальной экономики. Самым слабым звеном в ней оказалась банковская система, отвыкшая работать в условиях жесткой конкуренции и приученная полагаться на свои связи с государственной властью. Но по мере нарастания паники, массового изъятия банковских вкладов и активов иностранных инвесторов государство оказалось не в состоянии одновременно и пополнять ликвидность банковской системы, и защищать фиксированный валютный курс. В результате, отмечает Айхенгрин, возник "порочный круг, в котором банковский и валютный кризисы оказались взаимосвязанными и постоянно усиливали друг друга" (с. 246).

Айхенгрин не предлагает универсальных рецептов валютной политики. Но некоторые выводы из истории валютно-финансовых потрясений последних лет не только в Азии, но и в России, Латинской Америке и других частях света представляются ему достаточно очевидными.

Во-первых, режимы фиксированных валютных курсов во всех их разновидностях, включая практиковавшийся до августовского кризиса в России режим "валютного коридора", изжили себя. В условиях мобильности капитала и либерализации финансовых рынков валютных резервов любого государства не хватит, чтобы удержать завышенный курс национальной валюты. Особенно опасны такие попытки в

странах с неустоявшейся и слабой банковской системой, ибо велика вероятность кумулятивного эффекта – обострение валютного кризиса через банковский, и наоборот.

Во-вторых, поддержание стабильного курса национальной валюты любой ценой сегодня вообще не может быть приоритетной целью экономической политики. Традиционные формы валютной политики в условиях кризиса оказываются все менее эффективными, а часто и контрпродуктивными по отношению к другим экономическим целям. Так, например, повышение учетной ставки неизбежно сопровождается усилением экономической депрессии и далеко не всегда оказывает ожидаемое воздействие на движение капитала. Валютные интервенции становятся все более дорогостоящими и в лучшем случае имеют лишь краткосрочный эффект.

Самым надежным способом избавиться от угрозы острых валютных кризисов Айхенгрин считает проведение сбалансированной бюджетной политики, санацию банковской системы, создание благоприятного инвестиционного климата, осуществление всего комплекса институциональных и структурных реформ либерального толка. При соблюдении этих условий наиболее оптимальным является режим свободно плавающего валютного

курса, выполняющий функцию "тонкой настройки" всего экономического и финансового комплекса страны (с. 248-255).

Российский опыт лишь подтверждает многое из того, о чем говорит и предупреждает Айхенгрин. И доведенная до абсурда политика финансовой стабилизации, проводившаяся ценой невыплат зарплат, пенсий и фактического забвения всех остальных жизненно важных реформ; и заведомо безнадежные попытки удержать курс рубля в рамках определенного правительства "валютного коридора"; и порочная банковская система, привыкшая к "прокручиванию" бюджетных денег и финансовым спекуляциям, – все это привело к тому, что "азиатский кризис" особенно больно ударил именно по России.

Что касается рекомендаций автора, то проблема не в их экономической целесообразности. Она как раз достаточно очевидна. Но, как справедливо отмечает в конце книги сам Айхенгрин, либеральные реформы наталкиваются обычно на сопротивление значительной части политической элиты и государственной бюрократии во всех странах, поскольку лишают их возможности по своему усмотрению манипулировать финансовыми потоками (с. 248).

*Профессор кафедры
"Мировая экономика и МВКО"*

Б.Е. Зарицкий



РАБОТА АСПИРАНТОВ

Д.В. Варламов
аспирант кафедры "Мировая
экономика и МВКО"

БИЗНЕС: ИЕРАРХИЯ ПРИРАЩЕНИЯ КАПИТАЛА

Предпосылки классификации уровней бизнеса *и место в ней малого бизнеса*

Малый бизнес, как и бизнес в целом, до конца 80-х годов изучался отечественной экономической наукой явно недостаточно. В первую очередь это было вызвано идеологическими соображениями: как сам бизнес, так и капиталистическое общество, неотъемлемой частью которого он признавался, считались исторически обреченными (!).

Глубинные изменения в идеологии, наблюдаемые в России с начала 90-х годов (точнее, отказ от какой бы то ни было идеологии), кардинально поменяли знаки в вопросах необходимости изучения бизнеса вообще и малого бизнеса в частности. Изучение бизнеса и смежных с ним областей экономической деятельности вышли на передовой край экономических изысканий, сам же предмет изучения сделался весьма актуальным. Однако вопросы теории и практики бизнеса в большинстве исследований базируются на западных образцах и отличаются некритическим восприятием и перенесением применяемой в них терминологии на российские условия. Поэтому мы попытаемся применить несколько иной подход к определению места малого бизнеса в экономике.

В рамках данной работы мы оперируем следующим понятием бизнеса: *бизнес – вне-наймная деятельность человека, направленная на воспроизводство капитала.*

При этом важными представляются следующие моменты.

* *Бизнес = деятельность*, т.е. некоторая цепочка более или менее осмысленных и обусловленных актов. В этом смысле рантье не может считаться бизнесменом, поскольку он, как правило, совершает *единичное* действие.

* *Бизнес = вне-наймная деятельность*. После соответствующих отчислений бизнесмен получает *всю прибыль* в результате деятельности и распоряжается ею, наемный работник – получает и распоряжается только частью прибыли – заработной платой. При этом заработная плата управленца высшего звена, например в супермаркете, может во много раз превышать прибыль владельца лотка на вещевом рынке. Однако если в последнем случае мы имеем деятельность в виде бизнеса, то в первом – всего лишь *трудовая деятельность*, пусть даже и высокооплачиваемая. Следует также отметить, что трудовая деятельность зачастую органически входит в бизнес как один из его факторов (например, если субъект бизнеса использует наемный труд).

* *Капитал*. Чаще всего капитал трактуют в узком смысле, уделяя внимание лишь его существованию *в денежной форме*. Между тем есть множество форм капитала. В самом же широком смысле *капитал* можно трактовать как совокупность *потенциальных возможностей обмена* индивида (как физического, так и юридического лица) в рамках той или иной экономической системы общества (ЭСО). В настоящей работе понятие *капитал* в широком смысле нам не потребуется, однако его необходимо иметь в виду, чтобы искусственно не сужать понятие *бизнес*.

* *Воспроизводство капитала*. Приставка *вос-* отражает *циклически возобновляемый* характер бизнеса как деятельности. Иными словами, бизнес – такой вид деятельности, при которой конец предыдущего цикла (результат) имеет значение лишь при условии и лишь в той мере, в которой он служит началом (основой) следующего цикла. В этом смысле производство товара не является конечным результатом с точки зрения бизнеса. *Результатом* бизнеса как деятельности является наилучшее соотношение доходов и расходов, где расходы должны стремиться к нулю, а доходы – к плюс бесконечности.

* Соотношение расходов и доходов дает критерий, который можно положить в основу квалификации бизнеса по *масштабу деятельности – приращению капитала*. Очевидно, что показатель приращения капитала может быть положительным, отрицательным или нулевым.

Исходя из приведенного определения понятия *бизнес* и его трактовки, мы можем, как представляется, решить *методологическую* проблему – проблему *классификации бизнеса*.

Известно, что бизнес принято делить на три условных вида – *малый, средний и большой*. Известно также, что ни одно из этих понятий не имеет единого терминологического наполнения не только в отечественной, но и в мировой экономической науке. Одни исследователи говорят о *группах* бизнеса, другие – о *категориях* бизнеса, третьи – о *формах* бизнеса и т.п. Встречаются также термины *микро-* и *макро-бизнес*.

При этом основания, по которым так или иначе строится классификация бизнеса, выглядят скорее сопутствующими косвенными признаками, так или иначе коррелирующими с объектом классификации, чем характеристиками *базовыми*.

Яркий тому пример – "классический", применяемый в государственных директивных документах критерий классификации – *количество работающих*. С одной стороны, эмпирически подмечено, что предприятия малого бизнеса, как правило, имеют незначительное число работников. С другой – автору, например, приходилось сталкиваться с "малым предприятием" (посреднической фирмой), ежемесячный оборот которого исчислялся несколькими сотнями тысяч долларов (с приличествующей обороту прибылью), при этом количество сотрудников составляло восемь человек. Как выяснилось, эта фирма была создана и функционировала при крупном московском коммерческом банке и фактически являлась одним из отделов этого банка. Формально, однако, она не зависела от банка, была самостоятельным юридическим лицом, имела собственную печать и самостоятельный баланс и т.п. В соответствии с критерием "количество работающих" де-юре эту фирму следует отнести к малому бизнесу, в то время как де-факто это – крупный бизнес. Перед нами пример одной из форм *мимикрии* нижнего слоя большого бизнеса под малый, так называемый "спутниковый", или "сателитарный" бизнес.

Классификация бизнеса по основанию *воспроизводство капитала* позволяет, на наш взгляд, дать более строгую классификацию бизнеса *по уровню приращения капитала*.

Очевидно, что воспроизводство может быть или *простым*, или *расширенным*. Соответственно, первый, самый нижний уровень бизнеса должен быть связан с простым воспроизводством капитала.

Строго говоря, простое воспроизводство капитала – термин в определенной мере условный, поскольку любая транзакция, не приносящая *приращения капитала* хотя бы на частичное возмещение затрат по обслуживанию транзакции, – бессмысленна, а следовательно, в нормальных условиях не может состояться. Речь же идет о соотношении двух ве-

личин: *размер* приращения капитала и *затраты* на обслуживание капитала. При этом к затратам на обслуживание капитала на нижних уровнях бизнеса необходимо также отнести затраты на обеспечение жизнедеятельности *держателя капитала*. Насколько важно последнее обстоятельство, говорит хотя бы тот факт, что обеспечение жизнедеятельности индивида (его семьи) является зачастую основой *мотивации* для занятия бизнесом вообще.

Самый нижний уровень бизнеса, по большому счету, следовало бы назвать "*до-бизнесом*" или "*пред-бизнесом*", или предложить более современно звучащий термин: *микро-бизнес*. *Микро-бизнес* – самый нижний уровень бизнеса, на котором *абсолютное приращение капитала* (ΔK) *не покрывает затрат на обслуживание капитала* ($K_{обсл.}$)

$$(\Delta K) < (K_{обсл.}).$$

Соответственно, индивиду необходим дополнительный источник доходов для того, чтобы покрыть оставшуюся часть затрат на обслуживание капитала. Впрочем, с точки зрения индивида микро-бизнес является *дополнительным источником дохода* для обеспечения жизнедеятельности индивида, *приработком* к основному занятию, а не наоборот. С другой стороны, как только абсолютного приращения капитала становится достаточно для обеспечения нормальной жизнедеятельности, индивид, как правило, отказывается от всех прочих источников дохода в пользу занятия *самостоятельным бизнесом*.

Таким образом, можно утверждать, что собственно бизнес начинается с такого уровня абсолютного приращения капитала, при котором *полностью* покрываются затраты на обслуживание капитала. При этом сам капитал остается практически неизменным с незначительными колебаниями в сторону увеличения или снижения.

Вместе с тем очевидно, что бизнес может обеспечить доходы, превышающие затраты на обслуживание капитала. Следовательно, *формулой* бизнеса можно считать соотношение

$$(\Delta K) \geq (K_{обсл.}).$$

Именно это обстоятельство дает нам право рассматривать микро-бизнес как "*до-бизнес*" или "*пред-бизнес*". При этом нужно иметь в виду, что микро-бизнес является все-таки *одним из уровней* бизнеса, поскольку его механизмы ничем не отличаются от механизмов бизнеса в целом – *воспроизводство потенциальных возможностей обмена*. Переход к собственно бизнесу характеризуется качественным скачком – достижением такого уровня приращения капитала, который позволяет индивиду сосредоточиться (на первых порах) только на данном виде деятельности.

Итак, отметим существование феномена *микро-бизнеса* отдельно от всего прочего бизнеса.

Дальнейшее решение задачи **классификации уровней бизнеса** требует оценки следующих взаимосвязанных параметров: а) размер капитала; б) приращение капитала.

Задача классификации уровней бизнеса может быть сформулирована в виде вопроса – какой *капитал* и какое *приращение капитала* следует отнести к уровню *малого, среднего* и *большого* бизнеса?

Учтем также, что понятия, характеризующие некоторую величину – *малый, средний* и *большой* – понятия относительные. Следовательно, необходимо соотнести их с некоторой *абсолютной величиной* (или, точнее, с неким набором абсолютных величин), относительно которой они будут определяться.

Таковыми абсолютными величинами, которые возможно получить расчетным путем, являются:

- * *количество субъектов* экономической системы общества (ЭСО), экономическую деятельность которых можно отнести к бизнесу ($\Sigma C_{\text{ЭСО}}$);
- * *совокупный размер капитала* субъектов экономической системы общества, экономическую деятельность которых можно отнести к бизнесу (K);
- * *совокупный прирост капитала* субъектов экономической системы общества, экономическую деятельность которых можно отнести к бизнесу, за *некоторый период времени* (ΔK_t).

Теперь произведем некоторые простейшие вычисления.

$$K / (\Sigma C_{\text{ЭСО}}) = K_{\text{med}},$$

где K_{med} – средний уровень капитала для данной ЭСО.

Соответственно

$$\Delta K_t / (\Sigma C_{\text{ЭСО}}) = \Delta K_{t \text{ med}}$$

дает нам $\Delta K_{t \text{ med}}$ – норма приращения для капитала среднего уровня в данной ЭСО.

Зная средний уровень капитала для данной ЭСО, а также норму приращения для капитала среднего уровня, можно определить значение тех же величин для уровня *малого капитала* (и *малого бизнеса*) и для уровня *крупного капитала* (и *большого бизнеса*).

В самом общем виде это можно показать следующим образом:

$$K_{min} \leq K_{med} \leq K_{max} \quad \text{и} \quad \Delta K_{t, min} \leq \Delta K_{t, med} \leq \Delta K_{t, max} ,$$

где индексы *min*, *med* и *max* обозначают уровни бизнеса – *малый*, *средний* и *большой* соответственно.

Классификация бизнеса по уровням представляется лишь первым шагом. Если структура малого и среднего бизнеса видится более или менее однородной (по крайней мере на первый взгляд), то в структуре большого бизнеса эмпирически выделяются некоторые дополнительные подуровни, или *страты*. Если по отношению к малому и среднему бизнесу применимо лишь понятие *присутствие на рынке*, то большой бизнес следует соотносить уже с понятием *контроль рынка*. Соответственно, большой бизнес можно стратифицировать на *макро-*, *мега-* и *гига-бизнес**. Где *макро-уровень* представляют собой предприятия, в той или иной мере осуществляющие контроль рынка (рынков) на уровне национального хозяйства, *мега-уровень* – уровень *транснациональных корпораций* (контроль рынков на уровне мирового хозяйства) и *гига-уровень** – уровень корпораций типа Де-Бирс, как известно, фактически *полностью контролирующей* мировой рынок алмазов.

Возможно, число страт большого бизнеса по приведенному основанию не исчерпывается описанными тремя. Возможно также, что иное основание стратификации даст нам иную картину. При этом вопрос, нужна ли подобная стратификация нижних уровней бизнеса (по неким другим основаниям) остается открытым.

КЛАССИФИКАЦИЯ УРОВНЕЙ БИЗНЕСА

Уровень бизнеса	Формула бизнеса по величине приращения капитала
Микро-бизнес	$(\Delta K) < (K_{обсл.})$
Малый бизнес	$\Delta K_{t, min} \leq \Delta K_{t, med}$
Средний бизнес	$\Delta K_{t, med}$
Большой бизнес, в том числе	$\Delta K_{t, med} \leq \Delta K_{t, max}$
макро-бизнес*	Контроль одного или нескольких рынков на уровне <i>национального</i> хозяйства
мега-бизнес*	Контроль одного или нескольких рынков на уровне <i>мирового</i> хозяйства
гига-бизнес*	Полный контроль какого-либо рынка

* Терминология предложена автором.

Очевидно, что работа по определению параметров *капитал – приращение капитала* для различных уровней бизнеса в рамках хотя бы одной ЭСО чрезвычайно трудоемка. Однако помимо технических трудностей мы сталкиваемся и с рядом трудностей *методологических*.

① Проблема *источников информации*. Наиболее важным источником могут, как представляется, служить данные государственной налоговой службы. И несмотря на то, что такие данные охватывают лишь часть *легальной части* бизнеса, т.е. фактически дают неполные, а лишь *выборочные данные*, такая выборка будет, по нашему мнению, вполне репрезентативной с точки зрения понимания существующей *структуры бизнеса*. Тем более что с высокой степенью достоверности можно утверждать: сокрытие доходов (а именно это делает данные налоговиков неполными) прямо пропорционально как *размеру капитала*, так и его *приращению*.

Развивая мысль о выборке дальше, вполне логично предположить, что для выяснения границ уровней бизнеса достаточно просто разработать *методику репрезентативной выборки* субъектов ЭСО и дальнейшие заключения делать по этой выборке. С другой стороны, следует также рассмотреть вопрос о привлечении данных из других источников, в первую очередь – данных МВД – ФСБ по борьбе с экономическими преступлениями (в области субъектов, чья деятельность может быть отнесена к бизнесу), данных Минфина, Центробанка, Государственного таможенного комитета и т.п. На основе материалов из этих источников, возможно, следовало бы подготовить вторую репрезентативную выборку и объединить ее с первой выборкой.

Другими словами, необходим научно обоснованный подход к сбору и систематизации источников данных по интересующим нас параметрам.

② Все четыре составляющие, необходимые для наших расчетов (*количество субъектов, совокупный размер капитала, совокупный прирост капитала, период времени расчета прироста капитала*), требуют некоторых уточнений.

Например, что следует понимать под *субъектами ЭСО*, деятельность которых можно отнести к бизнесу. Понятно, что бизнес – деятельность, предполагающая наличие у субъекта капитала. Понятно также, что по этому основанию из данных, например, государственной налоговой службы следует исключить людей, находящихся на государственном социальном обеспечении (пенсионеры, инвалиды и т.п.). Ясно также, что исключены должны быть и те из субъектов, чей единственный капитал – рабочая сила, т.е. люди, выступающие наемными сотрудниками.

Ну а как быть, например, с теми, кто является и наемным работником и одновременно держателем акций предприятия, на котором работает, или имеет собственную коммерческую фирму? Значит ли это автома-

тически, что перед нами – представитель *микро-бизнеса? малого бизнеса?*

Считать ли представителя микро-бизнеса субъектом ЭСО, деятельность которого можно отнести к бизнесу? Ведь при известном числе таких "субъектов" планка среднего уровня может оказаться много ниже, чем в случае, когда такие субъекты будут исключены из выборки.

Как быть с теми, чей капитал – это навыки, умение, мастерство, талант, то есть в первую очередь люди творческого труда? Считать ли художника, продающего свои картины через художественный салон (тех, кто торгует на вернисаже, учесть вряд ли удастся), субъектом ЭСО, деятельность которого можно отнести к бизнесу? И т.п.

Другой вопрос – что вообще считать *капиталом*. Даже если отбросить в сторону широкую трактовку капитала, под которую подпадают и знания, и умения, и уникальность таланта и многое другое, что, не являясь само по себе деньгами, может в известных условиях приносить деньги, а следовательно – самовоспроизводиться; даже если принимать во внимание лишь такой капитал, который легко перевести в форму денег, то и в этом случае возникает такая, например, методологическая проблема: принимать ли во внимание лишь *собственный капитал* субъекта ЭСО, или же учитывать также *привлеченные средства*? С одной стороны, очевидно, что привлеченные средства напрямую будут сказываться на параметре *приращение капитала*. С другой стороны, для ЭСО в целом сумма привлеченных средств равняется сумме собственного капитала. Как, в таком случае, избежать двойного учета капитала?

Одним словом, разный подход к *определению* каждой из составляющих критерия классификации уровней бизнеса даст разное итоговое решение проблемы. Почему мы условно и называем ее проблемой *терминологических переменных*.

③ Те же самые составляющие представляют собой *хронологические, региональные, отраслевые* и др. переменные.

Хронологические переменные. Дело даже не в том, за какой период времени, например, рассчитывать *совокупный прирост капитала* субъектов экономической системы общества, экономическую деятельность которых можно отнести к бизнесу. (Наиболее оптимальным сроком здесь, по крайней мере на первый взгляд, представляется период *финансового года*.) Вопрос стоит шире.

Ясно, например, что сбор первичной информации по всем параметрам классификации займет некоторое и, как представляется, продолжительное время. А бизнес между тем не стоит на месте, капитал прирастает, ситуация изменяется. Каким временным лагом мы располагаем? Как

скоро будут устаревать первичные данные? Возможно ли в принципе успевать отслеживать ситуацию? И т.п.

Региональные переменные. Здесь следует в первую очередь решить вопрос о том, следует ли учитывать особенности состояния бизнеса в различных регионах данной ЭСО, или же мы будем изучать ЭСО в целом?

Вопрос далеко не праздный, как может показаться на первый взгляд. Эмпирически обнаруживается, что *большой бизнес* (как уже упоминалось) стратифицируется на более мелкие подуровни и стратифицируется по основанию *степень контроля рынка*. Вместе с тем эмпирически же обнаруживается, что объем капитала, который позволяет контролировать тот или иной сегмент рынка, скажем, в уездном городе N, существенно отличается от показателей, действующих в Москве. Весьма вероятно ситуация, когда один и тот же объем капитала (и его приращения соответственно) для Москвы будет свидетельствовать лишь *о присутствии субъекта ЭСО на рынке*, а стало быть, речь может идти *о среднем бизнесе* максимум. Для города же N тот же уровень капитала позволит говорить уже *о степени контроля рынка*. Что, как констатировалось выше, является одним из вероятных признаков *большого бизнеса*.

Как тут быть? Менять гипотезу о степени контроля рынка как параметре, характерном только для большого бизнеса, или же не рассматривать сегмент рынка в уездном городе N в качестве самостоятельного, а говорить лишь о степени контроля рынка *на уровне ЭСО в целом*? Та же разница между уровнем капитала и степенью контроля рынка возникает и на *отраслевом уровне* (более капиталоемкие отрасли, менее капиталоемкие) и т.п. Другими словами, от того, как мы ответим на эти и множество других сопутствующих вопросов, будет зависеть и итоговое решение проблемы.

④ Уровни малого и большого бизнеса в соответствии с предлагаемой методикой располагаются в определенных интервалах, в то время как средний уровень бизнеса остается точечным. Однако очевидно, что все три уровня бизнеса должны иметь некоторые интервалы значений уровня (*рис. 1, 2*).

Без интервала среднего уровня.

С интервалом среднего

уровня.

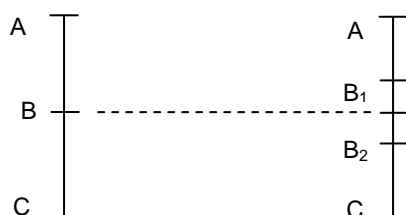


рис. 1

рис. 2

А-В; В; В-С на рис. 1 и А-В₁, В₁-В₂ и В₂-С на рис. 2 – *малый, средний и большой бизнес* соответственно.

Следовательно, необходим некоторый дополнительный алгоритм для расширения границ *уровня среднего бизнеса*. Какой именно? Вопрос остается открытым.

⑤ Открытым остается пока и вопрос о том, какая кривая развития присуща бизнесу – более или менее плавная экспонента или кривая, имеющая качественные скачки при переходе от одного уровня бизнеса к другому, что более соответствует реальному положению вещей в бизнесе (рис. 3, 4).

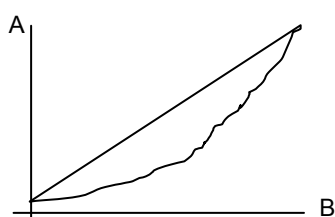


рис. 3

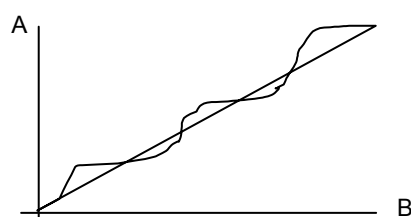


рис. 4

Ось А – уровень приращения капитала, ось В – субъекты данной ЭСО

В первом случае (рис. 3) классификация бизнеса выглядит в определенной мере условной, в то время как присутствие *качественных скачков* (рис. 4) сможет объективно подтвердить саму правомерность классификации бизнеса по уровням.

Ответ на поставленный вопрос может дать только *комплексное обследование* субъектов ЭСО.

⑥ Необходимо особо отметить, что в паре *капитал – приращение капитала* основной характеристикой является приращение капитала; размер же капитала играет лишь вспомогательную роль. Капитал, как следует из нашего определения, далеко не обязательно имеет *денежную форму*. Своеобразной формой капитала могут быть, например, так называемые "связи". Учитывая, что капитал имеет заметную способность *перетекать из одной формы в другую*, трансформация "связей" в денежную форму может проявляться, например, в виде кредитования небольшой фирмы в сумме, заметно превышающей уровень так называемых "стандартных кредитов" для фирм такого уровня.

Кроме того, примат приращения капитала позволяет сопоставлять субъекты ЭСО, различные как в объеме капитала, так и в эффективности деятельности. Если, например, фирма А, капитал которой *не превышает* средний уровень для данной ЭСО, использует его более эффективно,

чем фирма Б, капитал которой имеет *средний* уровень для данной ЭСО, так что абсолютное приращение капитала фирмы А равно абсолютному приращению капитала фирмы Б, то это значит, что перед нами – фирмы одного уровня: *уровня среднего бизнеса*.

Вместе с тем отказываться от критерия *уровень (размер) капитала* на данной стадии изучения вопроса представляется преждевременным, поскольку понятие *приращение капитала* – понятие *производное*, в то время как понятие *уровень капитала* – понятие *производящее*.

⑦ *Условность классификации бизнеса*. Зачастую, особенно в случае возможного получения каких-либо льгот на законном основании, более высокий уровень бизнеса принимает форму более низкого (вспомним пример с посреднической фирмой) и может даже вообще существовать как бы в распыленном виде. Одним из примеров может служить так называемая *chain-system (ChS)* – цепочная система. Это такая организация филиальной сети и системы дочерних предприятий в рамках одной отрасли, при которой каждый ее элемент является *самостоятельным юридическим лицом*, имеет самостоятельный баланс, печать и т.п. Ни один из элементов *ChS* не несет ответственности по обязательствам другого элемента, отсутствует также де-юре ярко выраженный контролирующий и управляющий центр.

Выявить *ChS* крайне сложно, если не сказать невозможно, поскольку крупная чейн-фирма, субъект *большого бизнеса*, контроль капитала в которой фактически осуществляется из одного центра (хозяина или группы хозяев), зачастую выглядит неким несвязанным множеством средних и мелких фирм и фирмочек.

Примером *мимикрии* крупного бизнеса может служить автомобильная фирма "Студебеккер", которая при смене деятельности "распалась" на ряд фирм более низкого уровня, каковые затем, действуя в различных отраслях, многократно объединялись-разъединялись, меняли вид бизнеса и т.п., постоянно оставаясь фактически *единым*, во-первых, и *крупным*, во-вторых, *капиталом*.

Мотивом подобной мимикрии (здесь приведены лишь главные, наиболее известные ее формы) является прежде всего вопрос минимизации налогов, отмывания денег и т.п.

Насколько это распространено в России? В России, которая, как говорят, является мировым лидером в разработке различных экономических схем, но в России, где нет особого смысла разрабатывать такие схемы, поскольку большинство вопросов можно решить много проще и дешевле хотя бы с помощью пресловутых "связей"? Вопрос открыт.

Тщательное изучение отечественного бизнеса и его уровней в первую очередь может быть использовано для упорядочения налоговой системы.

Нынешние требования "оказать поддержку малому бизнесу" в форме создания преференций в налогообложении представляют собой довольно примитивное лоббирование интересов среднего и крупного бизнеса, который моментально примет формы малого бизнеса, если такие преференции будут введены. Необходима *реформа налогообложения для бизнеса всех уровней*. И здесь уместно вспомнить, что новое – это зачастую хорошо забытое старое.

В этой связи представляется целесообразным рассмотреть вопрос о введении параллельно с существующей налоговой системой *альтернативной схемы налогообложения* (или та, или другая схема налогообложения по желанию субъекта ЭСО). Эта система могла бы базироваться на отказе от большинства налогов (и в первую очередь – НДС) в пользу *единого двухступенчатого налога*, известного еще в царской России под наименованием "гильдия", с последующей оценкой налоговой эффективности каждой из схем.

Субъекты малого бизнеса (независимо от его правовой формы) могли бы быть отнесены ко *второй гильдии*, субъекты среднего бизнеса – к *первой гильдии*. Субъекты же большого бизнеса в рамках данной схемы должны облагаться налогами в индивидуальном порядке, тем более что их число относительно невелико. При этом, разумеется, придется отказаться от господствующей сегодня установки "содрать" с каждого субъекта ЭСО максимально возможную сумму налога, поскольку *ставка "гильдии"* будет *усредненной* по определению.

С другой стороны, закон больших чисел позволит компенсировать налоговый недобор с одних за счет других налогоплательщиков-предпринимателей (малый и средний бизнес имеют, как мы помним, верхнюю и нижнюю границу).

Если же при этом (хотя бы на основе исторического отечественного опыта) будет разработан комплекс мер, стимулирующих бизнес, которые могут обусловить: а) стремление войти в *гильдию* (гильдия – это еще и защита, и определенные возможности, и как следствие – социальный престиж); б) стремление перейти в *более высокую гильдию* (чтобы получить, например, госзаказ, право на участие в тендерах и тому подобное), – то *гильдийная система налогообложения*, как представляется, может стать весьма серьезной альтернативой нынешней схеме.

Нельзя сказать, что предлагается нечто новое. Единый налог, схожий с "гильдией", существует уже сегодня, правда, его плательщиками могут быть лишь предприниматели без образования юридического лица.

Это некоторая попытка *теоретического обоснования* схемы налогообложения, альтернативной действующей, напоминание о том, что государству наконец пора решить самый главный вопрос – в чем же все-таки богатство государства: в *богатстве каждого из граждан* или в *богатстве самого государства*, государства как такового.



Матросов С.В.

аспирант кафедры «Мировая экономика и МВКО»

РОЛЬ КРЕДИТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ НА ЕВРОПЕЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ И ТЕНДЕНЦИИ ИХ РАЗВИТИЯ

ОСОБЕННОСТИ ЕВРОПЕЙСКОГО РЫНКА КАПИТАЛОВ

После запуска платежной системы TARGET и денежно-кредитных операций Евросистемы межбанковские рынки, до сего момента национальные, находятся в процессе интеграции в единый межбанковский рынок *евро*. непогашенный государственный долг реденоминирован в единую валюту, торговые правила гармонизированы, а все фондовые рынки начали проводить котировку в *евро*. Все это указывает на возможное развитие трансъевропейского финансового рынка по американскому образцу, основой которого являются ликвидные рынки денежных инструментов, акций, облигаций и деривативов. Однако данный процесс не скоротечен. Более того, процессы, происходящие в Европе, в существенной степени отличаются от аналогичных на американском рынке по ряду причин.

Одной из них являются *региональные различия*. Условия, в которых предприятия осуществляют инвестиции, и роль посреднических институтов все еще значительно варьируют по отдельным странам ЕС и ЕВС, что является следствием исторически укоренившихся различий в законодательных базах, рыночном и институциональном развитии и роли государства.

Вторым существенным фактором представляется *роль банков* на финансовом рынке. Банковский кредит играл в Европе намного более значительную роль, чем *рыночные* формы финансирования инвестиций. Под последними понимаются «операции по привлечению средств на биржевом и внебиржевом рынках капитала, где в роли кредитора выступают в основном институциональные инвесторы или предприятия»*. Дезинтермедиация (процесс утраты банками роли основного посредника на финансовом рынке) и размещение сбережений *в пенсионных и инвестиционных фондах* явились основными характеристиками американского финансового рынка, отличающими его от европейского.

* *White William R.* The Coming Transformation of Continental European Banking // BIS Working Papers. June 1999. No. 54.

Доминирующая роль банков ЕС не является таковой в США. Общая сумма банковских активов еврозоны в три раза превышает таковую США (см. табл. 1). Законодательный акт Гласса-Стигала, явившийся стержнем реформы банковской системы США 1933 г., отделил коммерческие банки от инвестиционных банков и брокерских учреждений, а также воплотил в себе антимонопольную политику в области финансов. Американское банковское законодательство до сих пор считается неполноценным, так как оно не позволяет банкам использовать эффекты масштаба и охвата путем совмещения нескольких видов деятельности. И все же определенная сегментация американской финансовой индустрии представляется стимулом к более совершенной конкуренции между посредниками финансового рынка (т.е. банками, пенсионными и инвестиционными фондами). Известный экономист Алфред Стейнер выразился по этому поводу следующим образом: «Ни в какой другой индустрии США не являются таким абсолютным лидером, как в области финансов. Все серьезные инновации на мировом финансовом рынке рождаются в США»^{*}.

Конкуренция между коммерческими банками, инвестиционными банками и брокерами в США стимулировала процесс дезинтермедиации и секьюритизации. Установленные ограничения ставок по краткосрочным депозитам американских банков привели к развитию взаимных фондов денежного рынка, которые оказались более доходными. Банкам пришлось трансформировать свои обязательства в депозитные сертификаты, проценты по которым выплачивались без ограничения. Чтобы завоевать долю прибыльного ссудного рынка, инвестиционные банки побуждали корпорации к секьюритизации займов (оформлению займа в виде ценных бумаг). В результате балансы американских банков оказались в огромной мере секьюритизированы.

В Европе система универсальных банков доминирует. Хотя большинство латиноамериканских стран до конца 80-х следовали примеру банковской системы США, заключающемуся в разделении инвестиционных и коммерческих кредитных институтов, при создании единого банковского рынка ЕС решено взять за основу собственную модель универсальных банков. Данный подход сам по себе не гарантирует рост ликвидности европейских рынков основных активов. Более того, регулирование прямых выпусков ценных бумаг в Европе оставляет желать лучшего. Например, выпуск корпоративных облигаций в Германии до последнего времени был обусловлен очень строгими критериями эмиссии, к которым относились условие вы-

* *Steinherr Alfred.* European Futures and Options Markets in a Single Currency Environment. Oxford, 1999. P. 22.

пуска только в национальной валюте (если они котируются на национальных рынках) и достаточно неблагоприятный налоговый режим. Европейские правительства стремились осуществлять строгий контроль над выпуском национальных долговых бумаг.

Указанные различия в роли финансовых посредников между европейским и американским рынком отражены в финансовой структуре экономики. Обязательства нефинансовых учреждений перед банками варьируют от 33% в США и 50% в Соединенном Королевстве до 80% в странах континентальной Европы^{**}.

Данные, касающиеся корреляции рынков ценных бумаг относительно банковских рынков, подтверждают асимметрию между США и ЕС (см. табл. 1). Европейские рынки акций и облигаций вдвое меньше американских аналогов. В то же время активы коммерческих банков ЕС сильно превосходят таковые США.

Таблица 1. Суммы непогашенного долга, капитализация и величина банковских активов США и Европы 1999 г., млрд дол.

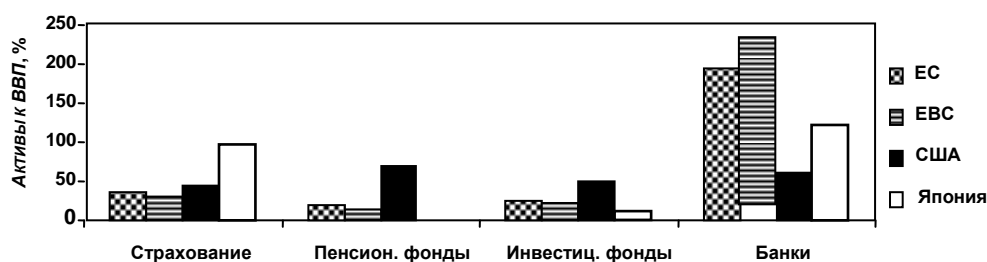
	Рынок обл.	% к ВВП	Рынок акций	% к ВВП	Активы комм. банков	% к ВВП
ЕВС	8 174	93	5 516	63	12 583	144
ЕС+Швейцария	12 903	130	9 706	98	15 265	154
США	20 430	178	16 642	145	5 585	49

Таблица составлена по данным International Banking and Financial Markets Development // Bank for International Settlements. March 2000. P. 31.

Другим следствием сегментации американской финансовой системы является прочное положение институциональных инвесторов на рынке. Пенсионные и инвестиционные фонды в США представляются более активными участниками финансового рынка, чем в ЕС (см. диаграмму 1). Данная особенность порождена не столько национальным законодательством, сколько благосостоянием конкретных штатов и устройством социальной системы. Государственное финансирование и высокие резервные требования к пенсионным учреждениям обуславливают ограниченную роль этих посредников в ЕС. Хотя в последние два года пенсионные фонды стали более активными участниками финансовых рынков, их деятельность связана с высокой долей банковского посредничества. Таким образом, банки и тут продолжают играть активную роль, но уже в процессе дезинтермедиации.

^{**} International Banking and Financial Markets Development // Bank for International Settlements. March 2000. P.29.

ДИАГРАММА 1. Доля финансовых посредников в ЕС, США и Японии



Источник: OECD. Institutional Investors. Statistical Yearbook. 1999. P. 38.

Сегменты, формирующие рыночную (небанковскую) модель финансового рынка, развиты в разных странах ЕС в различной степени, но, даже будучи сложными по количественным показателям, они уступают американскому рынку. Наибольшее значение имеют следующие рынки в странах:

- ♦ пенсионные фонды – Великобритания, Нидерланды, Ирландия;
- ♦ инвестиционные фонды – Франция, Испания, Люксембург;
- ♦ залоговые облигации – Германия, Дания, Швеция;
- ♦ корпоративные облигации – Франция, Великобритания.

На данный момент очевидно, что существующие позиции банковской системы затрудняют формирование рыночной модели финансового рынка. Законодательная база также будет нуждаться в изменении: выпуск облигаций непосредственно на рынок с юридической точки зрения отличается от предоставления банковских ссуд, так как он требует большей прозрачности, соответствующих стандартов бухгалтерского учета, развития рейтинговых услуг.

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА БАНКОВСКИХ УСЛУГ ЕС

В то же время, если не рассматривать взаимосвязь банковского сектора и рынка капиталов, можно отметить, что в некотором смысле европейские банки более конкурентоспособны, чем американские. Например, розничные банковские услуги более развиты в ЕС, что объясняется жесткой конкуренцией между банками за привлечение клиентов и особенностями банковского регулирования в США.

На данный момент структурные изменения европейской банковской индустрии в сторону рыночной либерализации достаточно ограничены. Например, в течение последнего времени наблюдалось лишь незначительное изменение таких показателей, как количество

филиалов, занятость и прибыльность на *общеевропейском уровне*. Банковская прибыльность и занятость остались на том же уровне с 1989 г., который и положил начало ведению указанной статистики. Количество филиалов увеличилось на 6% между 1990 и 1996 гг. * . Более того, ценовая унификация по финансовым услугам «так и не реализовалась» ** . Разницы в ценах на одни и те же услуги достигают 200% по ЕС. Опрос, охвативший 115 европейских банков и проводившийся в рамках программы Европейской комиссии по изучению результатов введения единого рынка *** , подтвердил отсутствие реальной унификации цен на банковские услуги. Скорее наоборот, ценовые дифференциалы в некоторой степени даже увеличились, как, например, в случае с комиссиями и штрафами. Наиболее распространенной стратегической реакцией банков на рост конкуренции явились введение новых продуктов и услуг и диверсификация спектра услуг в сферах страхования и инвестиций. Структура издержек, связанная с данной диверсификацией, является очень разнородной, снижая прозрачность цен на финансовые услуги для потребителей.

Рассматривая исключительно деятельность банков на рынке ценных бумаг, отметим следующие структурные особенности, которыми, с точки зрения автора, будет обладать европейский инвестиционный банк в эпоху *евро*:

- ♦ центральный офис будет находиться в одном из современных финансовых центров – Лондоне, Франкфурте или Париже;
- ♦ подразделения корпоративных финансов будут уделять больше внимания слияниям и приобретениям и предоставлению рискованного капитала компаниям мелкой и средней капитализации, проводящим стратегию экспансии;
- ♦ трейдеры будут оперировать спектром изоцированных долговых инструментов (кредитные деривативы), а на рынке акций операции будут проводиться по секторному, а не страновому признаку;
- ♦ в то же время финансовые менеджеры должны будут в большей степени ориентироваться на деятельность институциональных инвесторов, желающих диверсифицировать портфели и повысить их доходность.

Одним из важных индикаторов степени интеграции европейских банков является сходимость показателей прибыльности (*см. диаграмму 2*). По данным БМР, доход на акцию колебался в период 1990-1998 гг. во-

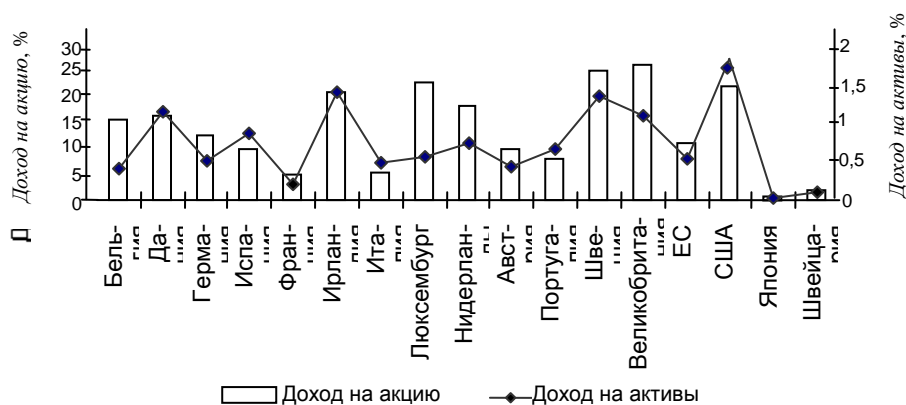
* *Cecchini Paolo*. The European Challenge 1992. Commission of the EC. 1998. P. 24.

** Ibid. P. 25.

*** Financial Services Action Plan. Commission of the EC. May 1999. P. 32.

круг значения 10%*. Однако такая сходимость содержит определенные диспропорции. Банковская прибыльность в расчете на акцию некоторых стран значительно снизилась за указанный период, составив 3,6% во Франции и 3,7% в Италии. Также данный показатель невысок в Португалии и Швейцарии. В то же время конкурентные позиции стран северной Европы значительно улучшились к началу 1999 г. Так, в Нидерландах доход на банковскую акцию увеличился с 12,3% в 1990 г. до 18% в 1998 г., а в Великобритании – с 14% до 25,6% за тот же период**. С точки зрения банковской эффективности значения показателя доходов на активы иллюстрируют более оптимистическую ситуацию в банковском секторе Европы. В среднем же Европа отстает от США по обоим показателям (сравним значения по ЕС и США).

ДИАГРАММА 2. ПРИБЫЛЬНОСТЬ БАНКОВ



Источник: International Banking and Financial Markets Development // Bank for International Settlements. 2000. P. 37.

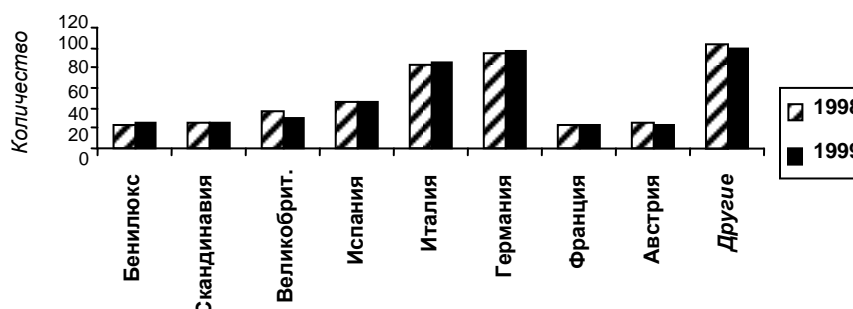
ИНТЕГРАЦИЯ ЕВРОПЕЙСКОГО БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Затрагивая проблему интеграции банковского сектора ЕС, рассмотрим такую характерную черту современного его развития, как консолидация. Принимая в расчет 500 крупнейших европейских банков, отметим превосходство Германии (см. диаграмму 3), на долю которой приходится 97 из них, суммарная капитализация которых составляет 668 млрд дол., т. е. 18,5% капитализации указанных 500

* International Banking and Financial Markets Development // Bank for International Settlements. 2000. P. 36.
** Ibidem.

банков. Италии принадлежит 85 из них с капитализацией 397 млрд дол., составляющей 11% суммарного капитала.

ДИАГРАММА 3. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ 500 КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ ПО СТРАНАМ ЕВРОПЫ



Источник. The Banker. 2000. № 2. P. 22.

По нашему мнению, введение *евро* усилит консолидационный процесс в банковской сфере ЕВС. Принимая во внимание более продолжительный промежуток времени, можно проследить увеличение объемов консолидации в большинстве европейских стран (см. табл. 2). Как следствие, снижается количество банков. Например, в Нидерландах оно снизилось с 153 до 127 за период 1995-1999 гг., а во Франции за тот же период – с 801 до 626*. В период 1997-1999 гг. произошло несколько крупных слияний. Во Франции Societe Generale приобрел Credit du Nord, в Австрии Bank of Austria объединился с Creditinstalt, в Германии Bayerische Vereinsbank – с Hypobank, в Швеции Handelsbanken – с Stadshypotek, в Италии Ambroveneto – с Cariplo, в Швейцарии – UBS с SBC. Последнее является особенно крупным, так как новое (объединенное) учреждение обладает третью всех банковских активов Швейцарии.

Слияния банков влекут за собой огромное сокращение издержек. Например, после слияния UBS с SBC банк сократил количество персонала на 23%. В то же время объединенный банк запланировал увеличить доход на акцию до 20% к 2002 г., а соотношение издержки/доход уменьшить до 60%**.

ТАБЛИЦА 2. СТОИМОСТЬ СЛИЯНИЙ И ПРИОБРЕТЕНИЙ В БАНКОВСКОМ СЕКТОРЕ, МЛРД ДОЛ.

	1992/93	1994/95	1996/97	1998/99

* Possible Effects of EMU on the EU Banking System in the Medium to Long Term // European Central Bank. February 1999. P. 19.

** Ibid. P. 23.

Австрия	1,7	0,4	1,4	2,8
Бельгия	1,0	0,6	0,4	5,1
Франция	2,4	0,5	6,1	1,3
Германия	3,5	1,9	1,0	19,3
Италия	5,3	6,1	6,2	8,7
Нидерланды	0,1	0,1	2,2	0,4
Испания	4,3	4,5	2,0	0,7
Всего	18,3	14,1	19,3	38,3
Великобритания	7,5	3,3	22,6	2,3
США	56,8	55,3	114,9	107,6
Швейцария	0,4	3,9	0,5	23,0

Источник: White William R. The Coming Transformation of Continental European Banking // BIS Working Papers. June 1999. No. 54.

Заглядывая в будущее европейских кредитных учреждений, отметим, что введение *евро* в целом стимулирует формирование трансъевропейских банков, но, очевидно, преимущества единой европейской валюты едва ли могут реализоваться в условиях обособленности национальных финансовых институтов еврозоны. В настоящий момент их консолидация осложнена двумя группами препятствий: техническими препятствиями, которые довольно легко преодолимы, и политическими препятствиями, которые представляются более серьезным барьером на пути интеграции, в частности из-за того, что они являются протекционистскими по отношению к национальным рынкам.



П.В. Золотарев
аспирант кафедры "Ценные бумаги
и биржевое дело"

МИНИМИЗАЦИЯ РАСЧЕТНЫХ РИСКОВ В ИНФРАСТРУКТУРЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Одной из особенностей фондового рынка является его волатильность. Неблагоприятные движения рынка могут повлечь за собой неплатежеспособность отдельных участников рынка, подвергая риску своих контрагентов. Поэтому каждый участник стремится принимать на себя только те риски и в тех размерах, которые он сочтет обоснованными. От других видов риска он пытается застраховаться, сведя к минимуму возможный ущерб. Для выполнения функций страховщиков рынка создаются специальные структуры, объединенные понятием инфраструктуры. Торгуя через них, участники освобождаются от определенных видов риска. Эти риски принимают на себя организации инфраструктуры рынка.

Процесс исполнения сделки начинается с момента ее заключения в торговой системе. Последовательно проводится сверка всех параметров заявок (цена, время, срок расчетов и т.д.), атрибутов сторон, после чего им присваивается статус сверенных и уже готовых к исполнению. Конкретные взаиморасчеты могут осуществляться двумя способами:

неттинг – взаимозачет встречных требований посредством клиринговых сессий в определенное время и выведение чистой дебетовой или кредитовой позиции и соответствующее отражение по счетам;

сделка за сделкой – в соответствии со всеми сверенными заявками в режиме реального времени последовательно вносятся изменения по денежным и депо счетам.

После внесения заключительных изменений по счетам сделка считается исполненной, однако далеко не всегда встречные заявки приходят к этому этапу.

Виды расчетных рисков

В процессе исполнения сделок существуют два источника рисков с ценными бумагами. Один связан с тем, что между этапом совершения сделки и этапом ее исполнения всегда должен пройти определенный

срок. Так, если в момент заключения сделки оба контрагента были платежеспособны, то нет уверенности, что текущее положение сохранится к моменту исполнения сделки.

В случае, когда к моменту исполнения сделки выяснится, что одна из сторон не в состоянии исполнить свои обязательства (перечислить деньги/ценные бумаги), то противоположная сторона также откажется от исполнения своих обязательств – сделка не состоится. На первый взгляд, стороны ничего не потеряли. Однако это не так. Добросовестная сторона рассчитывала на доход по отмененной сделке, – например, предполагала приобрести растущие ценные бумаги, т.е. упустила финансовую выгоду. Она могла бы заключить сделку с другим контрагентом, но конъюнктура рынка очень подвижна и финансовый результат может быть даже отрицательным. Кроме того, потерпевшая сторона, в свою очередь, не может исполнить обязательства перед третьими лицами. Чтобы своевременно исполнить свои обязательства перед третьими лицами и не допустить цепочки неплатежей, она может быть вынуждена заключить аналогичную сделку на невыгодных для себя условиях. В данном случае платежеспособная сторона сталкивается с **риском понесения убытков по возмещению** (replacement cost risk). Значение этого риска увеличивается при ценовой волатильности ценных бумаг и в промежутке времени между торговлей и расчетом. Так, например, во время краха рынка в 1987 г. в США цены падали на 25–35% в промежутке времени между торговлей и расчетами.

Второй источник риска связан с тем, что при исполнении сделки денежный платеж и встречная поставка ценных бумаг могут происходить одновременно. Если одна из сторон выполнит свои обязательства по заключенной сделке, а вторая не сможет выполнить свои (например, по причине банкротства или временного отсутствия нужных денежных средств или ценных бумаг), то для добросовестной стороны наполовину неисполненная сделка несет прямой немедленный убыток. Вероятность понесения такого убытка именуется **риском потери основной суммы долга** (principal risk), так как этому риску подвержена вся сумма, вовлеченная в сделку. Такой риск более серьезен, чем риск убытков по возмещению полностью неисполненной сделки. В результате частичного неисполнения сделки пострадавшая добросовестная сторона не только упускает выгоду и рискует создать цепочку неплатежей, но еще несет прямые потери.

Существует и третий тип риска, который связан с первыми двумя и может возникнуть при тех же обстоятельствах. Его именуют **риском ликвидности** (liquidity risk). Он возникает тогда, когда недобросове-

стная сторона, оставаясь в целом платежеспособной, лишь на время задерживает исполнение своих обязательств по заключенной сделке. Если это становится ясным в промежуток между заключением и исполнением сделки, то исполнение просто переносится обеими сторонами на более позднее время. Если же это становится ясным после того, как добросовестная сторона уже исполнила свои обязательства, то отодвигается во времени только вторая часть исполнения сделки. В обоих случаях сделка будет полностью исполнена и завершена, но только в более продолжительный срок.

В дополнение к рискам контрагентов участники рынка могут столкнуться с риском банкротства банка, производящего расчеты. Этот риск может быть устранен использованием счетов для перевода средств в центральном банке. Но в России небанковские финансовые организации не имеют доступа к счетам ЦБ.

Одной из проблем, которую центральный банк должен решать, является предотвращение системного риска в системе расчетов по ценным бумагам. Под **системным риском** подразумевают невозможность участников рынка отвечать по своим обязательствам. Этот риск является следствием вышеперечисленных рисков: ликвидности и, в меньшей степени, убытка по возмещению.

**Поставка против
платежа**

Ключевым элементом системы управления рисками является принцип "поставка против платежа" (ППП). В его основе – согласование одновременного прохождения платежа и поставки ценных бумаг – и сделка исполняется в положенный срок, или же ни один из процессов не активируется. В случае неисполнения для одной стороны реализуется риск возмещения, либо сделка исполняется позднее, и возникает риск ликвидности. Существует несколько моделей и механизмов проведения на практике принципа ППП. Все они решают основную задачу – минимизируют риск потери основной суммы долга. Вместе с тем увеличивается вероятность реализации других рисков.

Самым простым способом является создание такой системы, когда поставка ценных бумаг и денежный платеж происходят в рамках одной организации, например в рамках центрального банка, депозитарно-клиринговой системы, фондовой биржи.

Можно выделить три основных варианта реализации принципа "поставка против платежа" (ППП).

Модель 1: *система, производящая перевод приказов по ценным бумагам и средствам, действует по принципу сделка за сделкой (валовые расчеты), с окончательным безусловным переводом ценных бумаг от продавца к покупателю*

(поставки) и одновременным переводом денежных средств в обратном направлении.

Все переводы являются окончательными и безусловными, овердрафты не допускаются. Эта модель позволяет снизить риск потери основной суммы долга. Однако такая система может требовать от участников резервирования дополнительных средств в расчетном периоде, особенно в том случае, когда участники не имеют возможности изменять свои позиции в течение торгов или если количество и объем торгов сравнительно велик. Вследствие чего значительно возрастает уровень неисполненных сделок, что в конечном итоге может привести к ситуации массовой задержки расчетов.

Если одна из сторон сделки не может выполнить обязательства, она будет уведомлена об этом, и ей предоставляется возможность занять ценные бумаги или деньги для закрытия сделки. Для ограничения потребности в заемных средствах и поддержания уровня неисполненных приказов на приемлемом уровне большинство систем *модели 1* предоставляют расширенные внутрисдневные и суточные кредиты своим участникам, в некоторых случаях на достаточно значительные суммы. Подобные меры сокращают риск понесения убытков по возмещению и риск ликвидности. Однако это создает новый вид риска: неспособность участника выплатить сумму кредита.

Кредитный риск обычно ограничен стандартами членства и залоговым правом по отношению к удерживаемым ценным бумагам, включая и ценные бумаги, полученные во время текущих торгов. Для гарантирования адекватного обеспечения система должна ограничить свободный перевод ценных бумаг, платежей.

Модель 2: *система производит перевод приказов по ценным бумагам на валовой основе (поставка), но перевод средств происходит на основе неттинга, с окончательным переводом средств от покупателя к продавцу к концу расчетного периода.*

В течение дня система калькулирует текущие остатки по счетам депо. Взаиморасчеты совершаются в конце дня, когда чистые дебетовые и кредитовые позиции проводятся по учету расчетной палаты или центрального банка, проводящих операции по счетам. Очередь приказов на исполнение по ценным бумагам. Подобно *модели 1* система обычно запрещает участникам овердрафты по ценным бумагам, но овердрафты по денежным счетам могут осуществляться, если конечное сальдо по счетам положительное. Основная проблема здесь заключается в неодновременности переводов ценных бумаг и денежных средств. Без дополнительных мер по снижению

риска в этой модели продавца ценных бумаг подвергаются риску потери основной суммы долга.

В большинстве случаев используется следующий принцип: продавец поставляет ценные бумаги в обмен на безотзывное обязательство банка покупателя произвести платеж в банк продавца к концу расчетного периода. Таким образом, риск потери основной суммы долга сводится к минимуму, но участники системы могут подвергаться риску гарантов или других участников. Обычно гарантами выступают коммерческие банки высшей категории надежности. Гарант защищает себя от кредитного риска путем взятия в залог ценных бумаг участника торгов, находящихся в системе. Однако ликвидность заложенных активов может быть невысокой, либо дебетовая позиция участника торгов не покрывается имеющимися активами, что в конечном счете ставит вопрос о применении дополнительных процедур риск-менеджмента.

Модель 3: система производит расчеты на нетто-базисе.

Особенность этой системы вытекает из названия. Расчеты по сделкам производятся один или несколько раз в день. Денежные счета могут поддерживаться как в единой системе, так и с участием банка. Ценные бумаги переводятся «по счетам». В течение периода обработки данных подсчитываются текущие балансы по дебету и кредиту, в некоторых системах информация может быть доступна участникам торгов. Однако перевод ценных бумаг по бухгалтерским записям не осуществляется до конца периода обработки информации. В конце этого периода система проверяет, имеют ли участники чистые отрицательные позиции по счетам.

Модель 3 наиболее точно следует принципу ППП и, следовательно, устраняет риск потери основной суммы долга. Исключение составляют лишь системы, позволяющие предварительные переводы средств делать окончательными, когда получивший ценные бумаги участник имеет возможность перевести их третьему лицу, отозвав ранее сделанный трансфер денежных средств.

Однако и наибольшая опасность заключается также в процедуре клиринга. В действительности в этой модели отсутствует привязка расчетов по денежным средствам и ценным бумагам. В случае отказа одной из сторон сделки на момент проведения взаимозачета обязательств (неттинга) все трансферты задействованных в нем сторон, а в некоторых случаях и всех участников торговли пересчитываются. Величина изменений в расчетной массе зависит не только от размера просроченной суммы, но и от торговой активности участника, допустившего дефолт. В результате добросовестные

участники торговли вынуждены искать дополнительные средства или ценные бумаги на покрытие своих позиций. Они это могут сделать как на денежном рынке, так и путем получения кредита ценными бумагами. Участник может воспользоваться кредитными ресурсами других банков или центрального банка. Однако следует учитывать значительное снижение ликвидности рынка к концу дня и невозможность покрытия позиции в случае расчетов вечером. Рынок кредитования ценными бумагами подвержен сильным колебаниям, резкое же увеличение спроса вследствие большого количества затронутых сторон обострит ситуацию.

Использование технологии неттинга в целом оптимально с точки зрения минимизации затрат по созданию торговой системы. Выбор *модели 3* оправдан в торговле сравнительно небольшими объемами на очень ликвидных рынках, где перерастание в системный кризис можно предотвратить. В остальных же случаях эта модель может быть рекомендована к использованию в совокупности с дополнительными процедурами риск-менеджмента. Наиболее защищенный вариант предполагает блокировку доступа участников к своим счетам во время торговой сессии. При этом заключение сделки возможно только при наличии средств/ценных бумаг на счете. Такой механизм оправдал себя в ряде стран с нестабильной финансовой системой, в том числе и в России. Отрицательной стороной является невозможность мобильного перевода средств из одного сегмента рынка в другой, ограничивая его ликвидность и в конечном счете влияя на привлечение инвестиций.

Процедуры риск-менеджмента

Перспективной задачей может стать переход к взаиморасчетам по *модели 1*, однако высокая себестоимость проекта не позволяет перейти к нему в ближайшее время. Поэтому основным направлением работы расчетно-депозитарных и торговых систем является адаптация универсальных процедур риск-менеджмента к существующей модели расчетов. В приводимой ниже таблице дана информация по использованию методов снижения рисков на развитых фондовых рынках.

Меры защиты от рисков в торговых системах				
	CS	DTC	SEGA	SC
Модели расчетов	1, 3	1	1	1, 2
Контроль за финансовым состоянием участников	+	+	+	+
Гарантия исполнения	-	+	+	+

❖ Контроль за финансовым состоянием участников является общей процедурой для всех торговых систем. Для разных стран подходы к оценке финансового состояния участников торговли различаются. Тем не менее наблюдательные органы не ставят задачу оценки перспектив изменения финансового положения. Основная роль в этом лежит на специализированных государственных органах. В России службы финансового мониторинга пока только разрабатывают модели комплексной оценки участников торгов: существующие правила торгов позволяют не брать во внимание этот аспект.

❖ Гарантирование испол-

сделки				
Гарантийный фонд	+	+	+	+
Ссуды ценными бумагами	+	+	+	+
Денежный счет как залог	-	+	+	+
Ценные бумаги как залог	-	+	+	+
Гарантии третьих сторон	+	-	+	+
Счета в расчетном банке в качестве обеспечения	-	-	-	+
<i>+ применяется; - не применяется</i>				
CS – ClearStream – депозитарно-клиринговая компания Германии DTC – расчетный депозитарий США SEGA – расчетный депозитарий Швейцарии SC – Sicovam – расчетный депозитарий Франции				

Процедурами риск-менеджмента выступают начальная и вариационная маржи, рассчитываемые по всем открытым позициям. Основная задача – покрытие разрыва в платежах во времени за счет кумулятивного фонда, образованного из взносов участников торгов в специально созданный клиринговый центр: он не является источником покрытия убытков в случае дефолта. В России возможность введения такого института пока отсутствует, т.к. это создает дополнительные нерегулируемые риски потери основной суммы.

❖ Формирование гарантийного фонда. Такой фонд состоит из совокупности денежных депозитов, внесенных участниками в качестве залога для покрытия возможного ущерба, возникшего в результате проведения операций с ценными бумагами в системах; расчет суммы производится по согласованию с участниками. Для российских условий оптимальным будет еженедельный перерасчет депонированных средств, что может потребовать внесения дополнительных сумм в фонд в случае увеличения объемов проводимых операций. Основная сложность – готовность участников рынка обездвиживать часть ресурсов для этого фонда и желание в принципе его создавать. Наличие гарантийного фонда является одним из обязательных условий участия массового инвестора на фондовом рынке. Возможно создание такого фонда для нескольких торговых систем.

❖ Система автоматического кредитования ценными бумагами под залог. В случае недостаточности денежных ресурсов важнейшим условием является то, чтобы залог был такого количества и качества, обратимость в денежные средства которого была бы произведена в кратчайшие сроки в случае невыполнения обязательств. Для

удовлетворения требований заемщик поставляет залог с рыночной стоимостью, превышающей рыночную стоимость полученных в кредит ценных бумаг на величину заранее определенной маржи, которая в российских условиях может быть не менее 50% в силу высокой волатильности рынка. Эта маржа должна учитывать любые изменения стоимости предоставленных в кредит ценных бумаг. Предоставленные в заем ценные бумаги оцениваются по текущей рыночной стоимости ежедневно, с использованием цен закрытия предыдущего торгового дня. Любое относительное сокращение суммы залога возмещается заемщиком, и наоборот – любое превышение суммы залога возмещается заемщику.

❖ **Страхование рисков.** Страхование деятельности на фондовом рынке – совершенно новое для российской практики явление. Ни на Западе, ни у нас страхование не является обязательным. За рубежом – это практика делового оборота, а также требование, предъявляемое отдельными организациями (к примеру, требование членства Нью-Йоркской фондовой биржи NYSE). Для российской компании наличие страхового полиса от страховщика с мировым именем является существенным фактором, поднимающим как репутацию, так и доверие к организации со стороны клиентов и партнеров (в том числе западных).

Специфика заключается в объекте страхования. Большую сложность представляет оценка страховой суммы, т.к. обороты торговли даже ежедневные составляют несколько миллионов долларов. Оценить вероятность ошибки персонала, сбой оборудования сравнительно легче нежели наступление системного риска и возможность его покрыть. Лишь немногие организации в состоянии обеспечить такое покрытие. Немецкая ClearStream, например, имеет страховое покрытие банковского консорциума на 50 млн DM в случае возникновения дефолта по операциям кредитования ценными бумагами. Большинство страховых контрактов в инфраструктуре российского рынка приходится не на расчетные, а на операционные риски. Вероятно, в скором времени можно ожидать и страховых сделок по специализированным торговым системам.

❖ **Использование в расчетах центрального банка** позволяет избежать риска несостоятельности расчетного центра. Российский опыт включения в схему расчетов внешнего банка показал свою уязвимость – недостаток ликвидности не позволял банку своевременно проводить транзакции по счетам. Изначально система расчетов между кредитными организациями в режиме реального времени, поддерживаемая ЦБР, будет основана на осуществлении расчетов в пределах остатков средств на их корреспондентских счетах. Одно-

временно ЦБР будет расширять базу ликвидности для своевременного завершения платежей.

Регулирование внутридневной ликвидности кредитных организаций будет осуществляться путем предоставления внутридневного кредита, обеспеченного залогом государственных ценных бумаг, и проведения сделок РЕПО. По мере укрепления банковской системы станет возможным переход к автоматическому предоставлению таких кредитов в пределах определенной части обязательных резервов банков, хранящихся в ЦБР.

В результате перехода к принципиально новой системе расчетов ее участники получают такие уникальные возможности, как непрерывность платежей в течение операционного дня, незамедлительность проводок по счету, безотзывность (с момента списания его с корр.счета кредитной организации–плательщика) и окончательность (после зачисления на корр.счет кредитной организации–получателя), что создает все предпосылки для гарантированных расчетов по ценным бумагам.

Ввод всех перечисленных мер невозможен по техническим и финансовым причинам, поэтому необходимо выделить основные направления совершенствования системы риск-менеджмента. На наш взгляд, ключевым элементом в системе может стать гарантийный фонд. В начальной стадии его величина будет незначительна, но с привлечением инвесторов станет расти. Развитие инициативы ЦБР по созданию валовой системы расчетов ускорит переход к *модели 1*, создав тем самым альтернативные варианты расчетов наряду с *моделью 3*. И завершающим этапом может быть организация общего контрагента по сделкам с возможностью кредитования ценными бумагами и денежными средствами.



ВЕСТНИК
ФИНАНСОВОЙ АКАДЕМИИ



Редактор *А.Н. Алексеева*
Обложка *худ. В.А. Селин*
Компьютерное
макетирование и *Н.Н. Жахова*
верстка
Компьютерный набор *Л.И. Толкунова*
Корректоры *Т.Н. Кузнецова*
Н.Ю. Кузнецова

Подписано в печать 4.12.2000 г.

Формат 70 x 100/16. Печать офсетная. Гарнитура Academy
Усл. печ. л. 000. Уч.-изд. л. 000. Тираж 995 экз. "С"

Лицензия ЛР № 020991 от 16.5.95 г.

Адрес редакции. 125468, Москва, Ленинградский проспект, 49
Библиотечно-информационный комплекс, комн. 226а
Телефон (095) 943 9929
E-mail: academy@fa.ru <http://www.fa.ru>



Издательство "Финансы и статистика"

101000, Москва, ул. Покровка, 7

Лицензия ЛР № 010156 от 29.1.97 г.

Телефон (095) 925 4708; факс (095) 925 0957
E-mail: mail@finstat.ru <http://www.finstat.ru>



Отпечатано в фирме "Палеарт"

