ФИНАНСЫ ДЕНЬГИ ИНВЕСТИЦИИ

Издается с 2003 года
Аналитический журнал

1/2012
(41)

Редакционный совет:

Геронина Н.Р., д.э.н., проф.,
Думная Н.Н., д.э.н., проф.,
Красавина Л.Н., д.э.н., проф.,
Миркин Я.М., д.э.н., проф.,
Насибян С.С., д.э.н., проф.,
Новашина Т.С. , д.э.н., проф.,
Семенкова Т.Г., д.э.н., проф.,
Семенкова Е.В., д.э.н., проф.,
Сумароков В.Н., д.э.н., проф.,
Хандруев А.А., д.э.н., проф.,
Хоминич И.П., д.э.н., проф.,
Подшиваленко Г.П., к.э.н., проф.,
Филатова Т.В., к.э.н, проф.

**Главный редактор/
научный редактор В.Н. Володина**

Распространение Е.В. Тупальская

**Журнал включен
в Российский индекс
научного цитирования (РИНЦ)**

**Адрес: Ленинградский пр-т
дом 80, корп. Г, МФПУ «Синергия»
Телефон 8-916-646-09-30
http://finvector.ru
E-mail: nikainform@mail.ru**

**Подписной индекс
по каталогу «Роспечать» 81652**

© ООО «Фининформсервис НИКА»
Учредитель: ООО «Фининформсервис НИКА». Свидетельство ПИ № 77-1026.
Оформление оригинал-макета «Фининформсервис НИКА».
Усл. печ. л. 6,0. Тираж 1250 экз.
Формат 60x84 1/8.

Перепечатка материалов и любое воспроизведение в электронном виде только с письменного разрешения редакции или по договору.
Ссылка на журнал обязательна.

Тема номера:
Макрофинансовая проблематика: многоаспектный анализ

СЛОВО РЕКТОРА

Рубин Ю.Б. Инновации в сфере высшего образования как фактор формирования интеллектуального капитала 2

МАКРОЭКОНОМИКА

Новашина Т.С. К вопросу об изучении инфляции как социально-экономического явления 3
- Методологические проблемы экономической теории 3
- Экономический феномен инфляции 4
- Направления и методология исследования проблем устойчивости финансовых систем на кафедре СиБМ в МФПУ «Синергия» 6

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

Щеголева Н.Г. Интернационализация женьминьби: промежуточные итоги и перспективы 8
- Глобальный китайский проект по превращению жэньминьби в одну из мировых валют 8
- Новые правила обращения жэньминьби в Гонконге 9
- Этапы интернационализации жэньминьби 11
- Перспективы интернационализации жэньминьби и российско-китайское экономическое сотрудничество 14

ФИНАНСОВОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Хабаров В.И. Специфика проявления финансовых кризисов в странах с переходной экономикой 17
- Изменения в характере современных кризисов и их последствия 17
- Новые характеристики современных финансовых кризисов 18
- Особенности проявления кризисов в странах с формирующимися рынками 18
- Интеграция стран с формирующимися рынками в мировой финансовый рынок: зоны риска 20

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Косорукова И.В. Проблемы экономического анализа российских эмитентов 22
- Анализ нормативных документов: рекомендуемые методики расчета 22
- Современная концепция управления бизнесом: стоимостно-ориентированный менеджмент 24
- Задачи экономического анализа при стоимостно-ориентированном подходе к управлению финансами организаций 25

ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ

Шуклина М.А. Инсайдеры и инсайдерская информация эмитента в России 27

ИНВЕСТИЦИИ

Ионова Ю.Г. Государственные инвестиции – спасение национальной экономики? 37
- Государственное инвестирование: категории ФАИП 37
- Неэффективность существующей модели государственного инвестирования экономики 39
- Необходимость в альтернативном механизме государственного финансирования экономики 41

Аннотации 43

РУБИН Ю.Б., чл.-корр. Российской академии образования, д.э.н., проф.,
ректор Московского финансово-промышленного университета «Синергия»

ИННОВАЦИИ В СФЕРЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ КАК ФАКТОР ФОРМИРОВАНИЯ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНОГО КАПИТАЛА

В соответствии с Концепцией долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г. стратегической целью государственной политики в области образования является повышение доступности качественного образования, адекватного требованиям инновационного развития экономики, общества и отдельного гражданина.

Реализация этой цели предполагает решение следующих приоритетных задач:

– обеспечения инновационного характера базового образования;

– модернизации институтов системы образования как инструментов социального развития;

– создания современной системы непрерывного образования, подготовки и переподготовки профессиональных кадров;

– формирования эффективных механизмов оценки качества и востребованности образовательных услуг с участием работодателей;

– участия в международных исследованиях.

Вопросы развития образования сегодня входят в число приоритетов государственной политики, что подтверждает наличие устойчивого общественного мнения о доминирующей роли образования в социально-экономическом развитии страны. Формируется новая реальность, в которой значимым ресурсом становятся знания и информация, а сфера образовательных услуг приобретает особый статус.

В этих условиях такие факторы повышения конкурентоспособности образования, как повышение его качества, обновление материально-технической базы, современные методы и технологии управления, взаимоувязаны и взаимообусловлены.

Задачи обеспечения качества, доступности и эффективности образования определены в Концепции модернизации российского образования и приоритетных направлениях развития образовательной системы.

Решение поставленных задач в среднесрочном периоде достигается осуществлением следующих мер.

1. Обеспечение развития инфраструктуры непрерывного профессионального образования.

2. Обеспечение перехода на уровневую систему высшего профессионального образования, создание правовых и организационных механизмов интеграции программ начального и среднего профессионального образования, их включение в систему непрерывного профессионального образования.

Необходимы новые образовательные стандарты профессионального образования с учетом современных квалификационных требований к различным категориям работников, участие работодателей в разработке указанных стандартов, учебных планов и программ, а также в итоговой государственной аттестации выпускников учебных заведений профессионального образования. На всех уровнях образовательной системы повышение качества и инновационный характер образования должны обеспечиваться посредством:

– внедрения новых образовательных технологий;

– развития интерактивных форм обучения;

– широкого использования проектных методов, а также современных имитационных практико-ориентированных обучающих программ.

Повышение конкурентоспособности и качества высшего и послевузовского образования должно базироваться на интеграции образования, науки и практической деятельности.

На современном этапе развития перед каждым трудоспособным человеком, особенно перед выпускниками вуза, весьма остро стоит проблема личной конкурентоспособности. Выпускники высших учебных заведений зачастую не ориентированы на сознательное и целенаправленное формирование собственной конкурентоспособности, что в значительной степени снижает их шансы на успешное трудоустройство и перспективы активного карьерного роста.

Компетентный подход к формированию конкурентоспособности выпускника вуза предполагает способность студента к мобилизации основных личностных ресурсов, а также постоянную борьбу с собой и другими людьми за жизненное пространство, лидерство, успех и личное процветание.

Задачу формирования конкурентоспособности студента необходимо решать совместными усилиями его самого, семьи, вуза и общества. Процесс «создания конкурентоспособности студента» целесообразно осуществлять в течение всего периода обучения, когда формирование профессиональных компетенций дополняется компетентностными активами. Иными словами, совокупные компетенции, включающие как профессиональные, так и конкурентоспособные качества выпускника, обладают синергетическим свойством, что является залогом «эффективной личности» в будущем. Обеспечить такую синергию компетенций выпускников – ключевая задача вуза, в том числе факультета Финансов Московского финансово-промышленного университета «Синергия».

ТОЧКА ЗРЕНИЯ

К ВОПРОСУ ОБ ИЗУЧЕНИИ ИНФЛЯЦИИ КАК СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЯВЛЕНИЯ

НОВАШИНА Т.С. , к.э.н., доц., зав. кафедрой Стратегического и банковского менеджмента, МФПУ «Синергия»

TNovashina@mfpa.ru

Теоретические догмы, довлеющие над управленческим сознанием, во многом осложняют, а зачастую не позволяют формировать оптимальные механизмы обеспечения устойчивого функционирования национальной экономики.

Противоречивость предлагаемых, а главное, принимаемых правительствами решений предопределяет необходимость переосмысления устоявшихся социально-экономических стереотипов и теоретических догм. Эти переосмысления должны затронуть не только теорию, но и методологию исследования социально-экономических процессов.

Многообразие причинно-следственных связей, представляющих собой сложную иерархическую систему сил, воздействующих на цены в экономике, сил, зачастую противолежащих (противоположных), а порой и противоречивых, порождает еще большее многообразие форм бытия (как по глубине, так и по широте охвата) такого «неподвластного» феномена устойчивого и «загадочного» явления хозяйственной жизни общества, каковым является инфляция. Желание «покорить» инфляцию, проникнув в тайны ее бытия, заставляет исследователей вновь и вновь обращаться к осознанию и раскрытию сути и природы этого явления.

Методологические проблемы экономической теории

В экономической теории методологические проблемы стоят острее, чем в других общественных науках, поскольку степень абстрагирования от реальности в ней намного выше, и теоретические модели зачастую могут формироваться и формируются в высокой степени независимо от объясняемых и моделируемых явлений. Это проистекает как по причине сложности и существенной исторической «глубины» сформированных причинно-следственных связей, характеризующих и обусловливающих модельно описываемый феномен[1], так и по причине отсутствия у исследователей должного инструментария: либо современной теории, адекватно описывающей изучаемый феномен, либо должного понимания исследователем функционально-содержательных возможностей и, в связи с этим, возможной степени и границ применимости используемого инструментария [2].

Показательно в этом случае объяснение автора научного эссе, «перевернувшего» представления о «привычном порядке вещей», легендарного Дж. М. Кейнса. Во введении к работе «Общая теория занятости, процента и денег» Кейнс пишет: «Я назвал эту книгу “Общая теория занятости, процента и денег”, акцентируя внимание на определении «общая». Книга озаглавлена так для того, чтобы мои аргументы и выводы ***противопоставить*** аргументам и выводам классической теории, на которой я воспитывался и которая – как и 100 лет назад – господствует над практической и теоретической экономической мыслью правящих и академических кругов нашего поколения. Я приведу доказательства того, что ***постулаты классической теории*** применимы не к общему, а только ***к особому случаю***, так как экономическая ситуация, которую она рассматривает, является лишь ***предельным случаем возможных состояний равновесия***. Более того, характерные черты этого особого случая ***не совпадают с чертами экономического общества, в котором мы живем,*** и поэтому их проповедование сбивает с пути и ведет ***к роковым последствиям при попытке применить теорию в практической жизни*** (курсив наш)»[3].

---

[1] См., к примеру, Красавина Л.И. Актуальные проблемы инфляции и ее регулирование в России: системный подход // Деньги и кредит, № 3, 2011, с.19-28

[2] См., к примеру, Гореликов. К.А., Салихова Ю.А., Скрибунова К.Г. Трансформация глобального долгового рынка под влиянием финансовых пузырей //Современная конкуренция, № 1(31), 2012, с.111-116

[3] Дж. М. Кейнс Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Эксмо, 2007, с. 11

Дж. Кейнс, как известно, не был методологом экономической науки в традиционном понимании. Однако в своей полемике, получившей широкую известность, с будущим лауреатом нобелевской премии по экономике Яном Тинбергеном (статья в журнале «Economic Journal» – «Метод профессора Тинбергена» и частная переписка с ним) Дж. Кейнс высказал, с нашей точки зрения, исключительно важное для методологии экономической науки и чрезвычайно необходимое серьезным исследователям понимание экономики. **Экономика**, по Кейнсу, это **не столько «наука о мышлении в терминах моделей»**, сколько **«искусство выбора соответствующих моделей»**, моделей, соответствующих постоянно меняющемуся миру.[4]

Экономический феномен инфляции

Об инфляции как экономическом феномене сказано (с весьма «высоких» трибун престижных международных финансовых и деловых форумов) и написано (включая диссертационные научные исследования) достаточно много. Инфляция как неотъемлемое явление экономической жизни общества заставляет экономических субъектов (государство, корпорации, население) предпринимать порой неординарные меры по защите своих денежных сбережений от обесценения. Инфляция как объект управления фигурирует в сфере денежно-кредитной политики монетарных властей. Центральный банк России в рамках реализации единой государственной денежно-кредитной политики, ориентируясь на позитивный опыт ряда стран, уже в течение нескольких лет, ставя задачу перехода к режиму таргетирования инфляции, пытается решить ее, но безуспешно[5]. Причин неудач множество, но основная проблема, с которой, в частности, столкнулся ЦБ РФ, это отсутствие в стране «устойчивой финансовой системы (курсив, наш)»[6]. Если мы в данном контексте подчеркнем, что одна из основополагающих целевых функций Банка России – «защита и обеспечение устойчивости рубля»[7], **особо закрепленная Конституцией РФ** (ст. 75) и ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации, то значимость поставленной первым заместителем председателя Банка России А.В. Улюкаевым проблемы не просто многократно возрастает. Проблема ***«устойчивости рубля»*** становится в один ранг с проблемами обеспечения национальной безопасности[8]. Другими словами, речь идет об обеспечении монетарными властями ценовой стабильности и поддержании стабильно низкого уровня инфляции[9].

Понять истинную природу феномена «инфляция» весьма важно[10], поскольку мы повсеместно сталкиваемся с инфляцией, наблюдаем и постоянно «ощущаем» великое многообразие «изощренных» форм ее бытия. Инфляция является объектом особой социально-экономической антиинфляционной политики монетарных властей.

А.Н. Илларионов[11] в аналитической статье «Природа российской инфляции» отождествляет природу инфляции с «необозримым» многообразием факторов, ее формирующих, и, отмечая наличие различных подходов к раскрытию данной проблемы, полагает, что «Все многообразие интерпретаций причин российской инфляции можно свести к двум крайним точкам зрения: инфляции присуща монетарная, денежная природа; инфляция име-

---

[4] Кейнс Дж. М. Метод профессора Тинбергена // Вопросы экономики. 2007- N 4, с. 37-45

[5] См. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 год; на 2008 год; на 2009 год и период 2010 и 2011 годов; на 2010 год и период 2011 и 2012 годов; на 2011 год и период 2012 и 2013 годов. - http://www.cbr.ru/dkp/standart_system/print.aspx?file=osn_napr_dkp.htm

[6] Улюкаев А.В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы, - 2-е изд. – М.: Изд-во «Дело» АНХ, 2010, с. 94, 103

[7] Конституция РФ. Ст. 75, п.2. Федеральный закон от 10 июля 2002 г. N 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (с изменениями и дополнениями). Ст. 3.// Информационно-правовой портал «Гарант», 2012. http://base.garant.ru/10103000/3/#3000; http://base.garant.ru/12127405/1/#100

[8] Безопасность (от англ. security) – состояние надежной защищенности жизненно важных интересов личности, общества и государства от внутренних и внешних угроз // Словарь современных военно-политических и военных терминов «Россия – НАТО». М., 2003, с. 79

[9] Следует подчеркнуть, что подобные целевые установки характерны практически для всех Центральных банков развитых стран G-7

[10] В данном контексте мы осознанно соединили логически два понятия: «природа» и «феномен».

[11] В момент публикации изучаемых нами материалов – директор российского Института экономического анализа, в дальнейшем – советник Президента РФ по экономике; известный аналитик и независимый эксперт – сегодня

ет немонетарную или, по крайней мере, не только монетарную природу»[12]. Не отвечая, по сути, на поставленный им же вопрос о «природе инфляции», А.Н. Илларионов, однако, приходит к весьма важному, с нашей точки зрения, выводу: ***«Российская инфляция, как и любая другая, имеет монетарную природу.*** Она ***вызывается*** и поддерживается денежными, монетарными причинами. Поэтому и для ее подавления надо воздействовать на важнейшие ***факторы, ее предопределяющие,*** – темпы прироста денежной массы и скорость денежного обращения»[13] (курсив наш). Озвучивая слова А.Н. Илларионова о монетарной природе российской инфляции, необходимо сделать следующую оговорку.

Мы разделяем точку зрения авторов, по мнению которых инфляция всегда и везде является денежным феноменом[14]. Несмотря на «крушение» теории монетаризма, вызванное, прежде всего, попытками найти «всеобщий источник зла» и определить ответственных за возникновение и развертывание мирового системного кризиса, позиция данных авторов, на наш взгляд, абсолютно верна. Данная позиция, как известно, в большей или меньшей степени отражает формализованную Милтоном Фридманом в начале XX века количественную теорию денег. Тем не менее, не все так просто и однозначно[15]. То, что инфляция «всегда и везде является денежным феноменом», говорит нам лишь о том, что протекание этого процесса, само существование инфляции как явления **связано исключительно с деньгами**. Но не более. Само по себе данное высказывание не объясняет нам природу инфляции. Поэтому и утверждение А.Н. Илларионова, что инфляция «имеет монетарную природу», по сути, сродни высказыванию М. Фридмана о том, что инфляция «является денежным феноменом». У А.Н. Илларионова в его постулате происходит подмена понятий. Понятие «феномен» (от греч. **φαινόμενον** — «являющееся», **«явление»**) заменено на понятие «природа» (от греч. **φύσις** — **«природа»**). Полагаем, что автор, употребляя термин «природа», конечно же, имел в виду не «физическую природу» окружающего нас мира. Речь идет о понятии, позволяющем характеризовать социально-экономические явления. В контексте данного рассуждения подчеркнем следующее. Поскольку термин «природа» («физика») был введён (говоря современным языком) в научный оборот Аристотелем, то необходимо особо отметить, что под природой Аристотель понимал не окружающий мир, а то **основание, из которого нечто возникает.** К примеру, Аристотель особо подчеркивал, что предметом философии математики является **природа числа.** В этом аристотелевском значении термина «природа» мы и употребляем это понятие. Термин «природа» необходимо понимать исключительно во временном смысле. То, что существует по природе, **имеет в себе самом начало движения и изменения**[16]. Время, с точки зрения Аристотеля, является ключевой ***категорией*** и выступает качественным *критерием* бытия вещей, явлений и процессов.

Проектирование механизмов оптимального функционирования сложных социально-экономических систем составляет, на наш взгляд, одну из важнейших задач экономической науки. А повышение результативности исследований требует, прежде всего, расширения и углубления методологии экономической науки.

---

[12] Илларионов А. Природа российской инфляции //Вопросы экономики, №3. 1995, с. 4

[13] Там же, с. 21

[14] См., в частности, См.: Стенли Фишер, Ратна Сахай, Карлос Вег. Современные случаи гиперинфляции и высокой инфляции. //ЭКОВЕСТ (2002) 2.2., с.212; Рогова О.Л. Антиинфляционный синдром бюджетной и денежно-кредитной политики. // ЭКО, №1, 2007 г., с. 23 и др.

[15] В связи с этим необходимо отметить следующее. К важнейшим факторам инфляции согласно ключевым положениям школы монетаризма относятся темпы прироста денежной массы и скорость денежного обращения. Именно это положение монетаризма лежит в основе признания инфляции исключительно денежным феноменом. Отсюда проистекают и методы регулирования инфляции, предлагаемые представителями этой школы. С нашей точки зрения, данные факторы, несомненно, являются существенными, но лишь частично предопределяют инфляционные процессы. Монетаристы «не видят» значительное число иных, чисто монетарных факторов. В разных исторических условиях (временной фактор), и в различных национальных экономиках (территориальный фактор) степень и характер проявления инфляционных факторов различны

[16] Аристотель. Физика. Книга вторая. [Эл. ресурс] http://khazarzar.skeptik.net/books/aristot/physica.htm Аристотель. Метафизика. Книга пятая. Глава четвертая. [Эл. ресурс] http://lib.ru/POEEAST/ARISTOTEL/metaphiz.txt

[17] Банк России выполняет следующие функции: «во взаимодействии с Правительством Российской Федерации разрабатывает и проводит единую государственную денежно-кредитную политику». Статья 4.п.1. ФЗ «О Центральном Банке РФ (Банке России)» (с изм., внесенными Федеральными законами)

Направления и методология исследования проблем устойчивости финансовых систем на кафедре СиБМ в МФПУ «Синергия»

В рамках формирования научной школы кафедры Стратегического и банковского менеджмента МФПУ «Синергия» (научный руководитель доц. В.И. Карпунин) по проблемам обеспечения устойчивости финансовых систем, проводятся комплексные исследования, в том числе, и результативности формирования и реализации «единой государственной денежно-кредитной политики», проводимой Правительством РФ и ЦБ РФ[17]. Выбор данного направления исследования, методология исследования, «специализация» конкретных исследовательских тем его участников были продиктованы рядом обстоятельств.

Во-первых, обеспечение устойчивости финансовых систем (прежде всего, национальных финансовых систем) является чрезвычайно сложной и системно многогранной практической задачей, требующей от субъектов этого процесса, с одной стороны, глубоких фундаментальных знаний и понимания характера протекания социально-экономических процессов в национальной экономике как открытой системе; с другой стороны – предъявляющей к этим субъектам управления требования наличия в их профессиональном арсенале ряда важных компетенций и, прежде всего, умения вычленять, анализировать и проводить оценку доминирующих факторов, обусловливающих особенность поведения объекта управления, и/ или протекания тех или иных социально-экономических процессов, без «оглядки» на привычные стереотипы и устоявшиеся догмы.

Во-вторых, персонификация исследовательской задачи, ее относительно «узкая» конкретизация в системном многообразии и сложности основного объекта исследования, с одной стороны, делает необходимым вычленение отдельных ***предметных политик*** (как политик, реализующих отдельные функционалы государственной власти) с целью проведения более углубленного функционального анализа процесса формирования и реализации «единой государственной денежно-кредитной политики», проводимой Правительством РФ и ЦБ РФ. С другой стороны, необходимость проведения коллективного исследования сложнейшего феномена в рамках научной деятельности кафедры.

В-третьих, обеспечение устойчивости финансовых систем – многофакторный процесс. В реальности на обеспечение приемлемой устойчивости финансовых систем, в т.ч. и финансовых рынков, нацелен целый ряд предметных государственных политик, осуществляемых, как правило, монетарными властями. Все эти политики (и не только они) должны входить, как мы полагаем, в форме обязательных, непреложных компонентов в состав единой государственной антиинфляционной политики.

В-четвертых, исследование устойчивости финансовых систем, а главное, необходимость проектирования реальных механизмов обеспечения этой устойчивости предполагает, прежде всего, постижение сути феномена инфляции, раскрытие его истинной природы. В ходе исследований проблем обеспечения устойчивости финансовых систем, проводимых кафедрой СиБМ, были выдвинуты и обоснованы ***новые подходы к пониманию уже сложившихся и новых теоретических воззрений,*** в частности:

• новые методологические основы исследования устойчивости финансовых систем, формирования национальной антиинфляционной политики;

• новая парадигма управления национальным богатством, его функциональная роль в формировании национальной денежной системы и обеспечении устойчивости функционирования финансовых систем;

• новая парадигма финансового механизма функционирования социально-экономических систем, его структурно-функциональная компоновка;

• наличие глобального системного противоречия «кредиторы – должники», при этом были раскрыты механизмы развертывания глобального системного противоречия «кредиторы – должники», выявлены многообразные экономические, социальные, правовые формы его бытия;

• новое понимание природы инфляции, выявленное с учетом критического анализа классических и современных исследований в области теории денег;

• концепция и основы (основные параметры формирования) новой теории дисфункции денег, раскрывающей природу инфляции.

Теория дисфункции денег при этом, по нашему мнению, является «квинтэссенцией», базовой теоретической основой формирования, построения и обеспечения оптимального функционирования различных социально-экономических систем, базирующихся на товарно-денежном обмене. Инфляция, выступая мощным перераспределительным процессом, имеет свою, выявленную нами природу – дисфункцию денег. Каждая национальная социально-экономическая система имеет только ей присущий исторически обусловленный набор факторов-причин, порождающих инфляцию.

Факторы первого порядка (инфляционные факторы), обусловли-

вая национальную специфику развития инфляции, являются, по существу, исключительно монетарными.

Факторы второго, третьего и последующих **порядков** (также выступая инфляционными) и представляя собой систему причинно-следственных связей, усиливающих или ослабляющих «энергию» воздействия на выполняемые деньгами функции, могут выступать на поверхности явлений хозяйственной жизни общества как порожденные иными, не монетарными силами. Изучение системной взаимосвязи факторов различных порядков, их причинно-следственной обусловленности, национально-исторической специфики возникновения и устойчивого существования является предметом теории дисфункции денег. На формирование и развитие этой теории и направлены усилия научной школы кафедры СиБМ МФПУ «Синергия».

Основные базовые положения новых подходов кафедры к теоретическому осмыслению проблем обеспечения устойчивости финансовых систем, природы инфляции докладывались авторами-разработчиками и обсуждались на международных симпозиумах и конференциях. В частности, на международном научном конгрессе в МГУ им. М.В. Ломоносова (г. Москва. 2009, 2011 гг.), международной научно-практической конференции в СГСЭУ (г. Саратов. 2009, 2010, 2011 гг.), на международном научном конгрессе в МФПУ (г. Москва. 2008, 2009, 2010, 2011 гг.), на международном научном конгрессе в СПб ГУ (г. Санкт-Петербург. 2009, 2010 гг.).

Формирование научной школы в исследовательском университете затрагивает не только сферу теории и методологии науки, не только процесс приращения нового знания, но и процесс подготовки новых научных и педагогических кадров, передачи накопленных и новых приращенных знаний когорте молодых исследователей, будущим ученым и педагогам.

Библиография

1. Улюкаев А.В. Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. – 2-е изд. – М.: Изд-во «Дело», 2010. – 208 с.
2. Красавина Л.И. Актуальные проблемы инфляции и ее регулирование в России: системный подход // Деньги и кредит. – 2011. – № 3, с. 19-28
3. Илларионов А.Н. Природа российской инфляции // Вопросы экономики. – 1995. – № 3, с. 4-21
4. Стенли Фишер, Ратна Сахай, Карлос Вег. Современные случаи гиперинфляции и высокой инфляции. // ЭКОВЕСТ. – 2002. – № 2.2, с. 195-251
5. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное. – М.: Издательство «Эксмо», 2007. – 960 с.
6. Рогова О.Л. Антиинфляционный синдром бюджетной и денежно-кредитной политики. // ЭКО. – 2007. – № 1, с. 23-39
7. Гореликов. К.А., Салихова Ю.А., Скрибунова К.Г. Трансформация глобального долгового рынка под влиянием финансовых пузырей //Современная конкуренция. – 2012. – № 1(31), с. 111-116

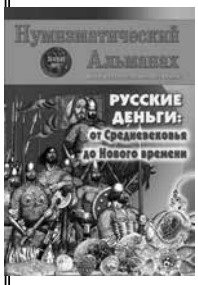
Наши издания

«БАНКОВСКИЕ УСЛУГИ»

Ежемесячный научно-практический журнал.
Издается с 1995 года
Подписной индекс 39369 в каталоге «Роспечать»
С июля 2007 года журнал включен в перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий ВАК

«ФИНАНСЫ, ДЕНЬГИ, ИНВЕСТИЦИИ»

Ежеквартальный аналитический журнал. Издается с 2003 года.
Подписной индекс 81652 в каталоге «Роспечать»



«НУМИЗМАТИЧЕСКИЙ АЛЬМАНАХ»

Научно-популярный журнал. Издается с 1997 года
Подписной индекс 71715 в каталоге «Роспечать»

Все журналы включены в Российский индекс цитирования (РИНЦ)

Подробная информация на сайте: http://finvector.ru

ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЯ ЖЕНЬМИНЬБИ: ПРОМЕЖУТОЧНЫЕ ИТОГИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

ЩЕГОЛЕВА Н.Г., д.э.н., проф., зав. кафедрой Финансового рынка и валютных отношений, МФПУ «Синергия»

NShegoleva@mfpa.rul

Финансово-экономический кризис 2007–2009 гг., сопровождавшийся резким повышением неустойчивости ведущих мировых валют – доллара США и евро как по отношению друг к другу, так и по отношению к валютам других стран, значительно ускорил процесс понимания необходимости реформирования международной валютно-финансовой системы, расширения перечня резервных валют, используемых в международных расчетах.

Рост влияния Китая на мировую экономику и финансы стал серьезным основанием и базой поддержки для мероприятий, проводимых по «интернационализации» китайской национальной валюты – жэньминьби – с целью превращения ее в обозримом будущем в свободно конвертируемую валюту (китайский премьер Вэнь Цзябао, в частности, говорил об этом на последней сессии ВСНП в марте 2011 года). По мнению профессора Института экономики Пекинского торгово-промышленного университета Лю Чэнби, степень интернационализации национальной валюты отражает совокупную государственную мощь и является достойным доказательством экономической влиятельности данной страны[1].

Глобальный китайский проект по превращению жэньминьби в одну из мировых валют

Глобальный проект Китая по превращению национальной валюты в одну из мировых валют прошел в своем развитии несколько этапов и вступил в активную фазу в декабре 2008 года.

9 апреля 2009 года Госсовет КНР принял решение начать экспериментальную работу по проведению расчетов в национальных валютах в трансграничной торговле в г. Шанхае и четырех городах провинции Гуандун: Гуанчжоу, Шэньчжэне, Чжухае и Дунгуане. Зарубежная географическая зона применения жэньминьби включала в себя Гонконг, Макао и страны АСЕАН.

Очередным шагом в расширении географии проведения таких расчетов с использованием национальных валют явилось выпущенное 17 июня 2010 г. Уведомление Народного банка Китая, Министерства финансов КНР, Министерства коммерции КНР, ГТУ КНР, ГНУ КНР, Комитета по банковскому надзору КНР «О вопросах расширения внешнеторговых расчетов в жэньминьби в пробном порядке».[2]

Народный банк Китая распространил проект использования жэньминьби в трансграничных расчетах с Гонконгом, Макао и странами АСЕАН на все страны мира, а внутри Китая он был расширен с 5 городов до 20 административных единиц.

В настоящее время использование жэньминьби в международной торговле разрешено предприятиям и компаниям, находящимся в 20 административных единицах «континентального» Китая, включая 4 города центрального подчинения (Пекин, Тяньцзинь, Чунцин, Шанхай), 12 провинций (Ляонин, Цзянсу, Чжэцзян, Фуцзянь, Шаньдун, Хубэй, Хайнань, Юннань, Сычуань, Цзилинь, Хэйлунцзян, Гуандун) и 4 автономных района (Гуанси-Чжуанский, Внутренняя Монголия, Синьцзян-Уйгурский, Тибет).

Поскольку термином «континентальный Китай», куда не входят Гонконг, Макао и Тайвань, объединяются 22 провинции, 5 автономных районов и 4 города центрального подчинения, то, следовательно, жэньминьби для международной торговли уже используется хозяйствующими субъектами всех городов центрального подчинения, 12 провинций и 4 автономных районов, т.е. на большей части территории Китая. А

[1] Цит. по «Жэньминь жибао» - http://russian.people.com.cn/31518/7145580.html

[2] №186, 2010 г.

если исходить из экономического развития включенных в эксперимент административных единиц, то фактически на всей. По словам премьера Госсовета КНР Вэнь Цзябао, в течение текущего года право на использование жэньминьби в международных торговых расчетах получат предприятия и компании на всей территории КНР.

Следует отметить, что в указанных административных единицах «континентального» Китая использование жэньминьби для внешнеторговых расчетов было разрешено всем компаниям-импортерам зарубежных товаров, а получение жэньминьби за экспорт из Китая было разрешено только компаниям, которые прошли соответствующую регистрацию в местных налоговых органах, что связано с возвратом НДС при экспорте. Лишь в декабре 2010 года количество таких компаний было увеличено с прежних 365 до 67359, к этому времени проверенных и зарегистрированных налоговыми органами Китая на местах.

Несмотря на сохранявшиеся ограничения, общий объем внешнеторговых расчетов в жэньминьби в 2010 г. значительно вырос и достиг 506,3 млрд юаней, или 77,1 млрд долл. США, что составляет 2,6% всего внешнеторгового оборота Китая. При этом, по имеющимся оценкам аналитиков таких крупнейших мировых банков, как HSBC, Standard Chartered и JPMorgan, около 80% данного объема пришлось на платежи китайских предприятий за импортируемые в Китай товары и только около 20% – на оплату китайского экспорта. Но это и не удивительно, если принимать во внимание, что количество китайских компаний-экспортеров, которым разрешалось получать экспортную выручку в жэньминьби, до недавнего времени было очень незначительным.

Такой дисбаланс между платежами в жэньминьби из Китая и в Китай привел к тому, что с самого начала международных торговых расчетов в жэньминьби на счетах клиентов гонконгских банков стали накапливаться значительные суммы жэньминьби[3].

Подобная ситуация, когда жэньминьби, полученные за поставленные в Китай товары и услуги, «зависли» без движения на счетах компаний и частных лиц, не могла не вызывать беспокойства как у держателей китайской валюты, так и у соответствующих китайских ведомств, поскольку подрывала доверие к глобальному проекту «интернационализации» жэньминьби.

Поэтому летом 2010 года был предпринят ряд важных шагов по снятию некоторых ограничений в режиме использования юаней, оказавшихся на зарубежных (прежде всего гонконгских) счетах.

Новые правила обращения жэньминьби в Гонконге

Очередное важнейшее событие в проекте «интернационализации» жэньминьби произошло 19 июля 2010 года, когда Народный банк Китая и Банк Китая (Гонконг), являющийся единственным уполномоченным клиринговым банком по расчетам в жэньминьби в Гонконге, подписали новое соглашение, которое предоставило возможность небанковским финансовым институтам без ограничений открывать счета в жэньминьби и разрешило всем держателям жэньминьби – как корпоративным, так и частным, переводить средства между счетами в жэньминьби в различных банках Гонконга на любые цели («for general purposes»). Это разрешение создало основу для развития финансовых продуктов, номинированных в жэньминьби, открыло новые возможности для инвесторов по инвестированию в жэньминьби за рубежом. Таким образом, в Гонконге был создан рынок оффшорных жэньминьби, которые получили обозначение **CNH** (китайские юани с поставкой в Гонконге, Chinese Yuan delivered in Hongkong) в отличие от обычного буквенного кода китайской валюты – CNY.

При этом следует отметить, что контроль над переводами жэньминьби из Гонконга в континентальный Китай не был ликвидирован полностью. Для предотвращения возможности бесконтрольного перевода в Китай жэньминьби на цели, не связанные с торговлей, платежи всех гонконгских банков в банки континентального Китая по-прежнему идут через Банк Китая (Гонконг) и должны осуществляться только при оплате внешнеторговых контрактов (товары, услуги). Более того, у Банка Китая (Гонконг) существует специальная квота, которая выделяется Уполномоченным финансовым институтам-участникам (Participating Authorised Institutions, или AIs), на общую сумму торговых переводов из Гонконга в континентальный Китай, которая в 2010 году составляла 8 млрд

[3] По данным финансового регулятора Гонконга (Hong Kong Monetary Authority), за два последних года общий объем депозитов в жэньминьби в Гонконге вырос более чем в 5 раз – с 60 млрд юаней (9,13 млрд долл. США) в конце 2009 г. до почти 315 млрд жэньминьби (47,95 млрд долл. США) на конец декабря 2010 г. По данным правительственного гонконгского агентства InvestHK, большая часть всего объема депозитов (57%) находится на 117 тыс. корпоративных счетов со средней суммой депозита – 1,3 млн жэньминьби (ок. 200 тыс. долл. США), а остальные средства находятся на 2,2 млн личных счетов физических лиц со средней суммой депозита в размере 54 тыс. юаней (чуть более 8 тыс. долл. США)

жэньминьби (ок. 1,2 млрд долл. США) и в связи с высоким спросом была исчерпана в октябре 2010 года. В результате гонконгский финансовый регулятор Hong Kong Monetary Authority, имеющий соглашение с Народным банком Китая о взаимном валютном свопе, был вынужден задействовать этот источник китайской валюты для закрытия позиции по срочным торговым платежам в Китай. На первый квартал 2011 года квота Банка Китая (Гонконг) на перечисление жэньминьби в Китай по торговым контрактам была установлена в сумме 4 млрд жэньминьби (около 600 млн долл. США).

Таким образом, как суммировали аналитики банка HSBC, **с июня 2010 года в Гонконге действуют следующие правила для жэньминьби:**

• сняты все ограничения по переводу средств в жэньминьби между различными счетами в жэньминьби как внутри одного, так и между разными финансовыми институтами;

• не изменились лимиты на конверсию для частных и т.н. уполномоченных бизнес-клиентов (designated business customers) в размере до 20000 жэньминьби в день для депозитных счетов в жэньминьби для частных клиентов; до 20000 жэньминьби на одну трансакцию на человека в банкнотах для частных клиентов и на конверсию жэньминьби в другие валюты для уполномоченных бизнес-клиентов (designated business customers);

• инвестиционные продукты, номинированные в жэньминьби, за исключением кредитов в жэньминьби частным клиентам и уполномоченным бизнес-клиентам (designated business customers), могут теперь предлагаться всеми финансовыми институтами;

• сняты все ограничения на открытие корпоративных счетов в жэньминьби небанковскими финансовыми институтами;

• ключевое ограничение: способность уполномоченных институтов удовлетворить спрос ограничена их возможностью закрыть позицию на межбанковском рынке юаней Гонконга.

Банк Китая (Гонконг) сохраняет ключевой контроль над объемами китайской валюты, поступающими на межбанковский рынок Гонконга. Небольшой объем поступления жэньминьби может быть обеспечен и за счет поступлений от торговых сделок и конверсионных операций частных клиентов и уполномоченных бизнес-клиентов (designated business customers) в пределах установленных лимитов[4].

Таким образом, после принятия новых правил обращения жэньминьби в Гонконге и создания рынка оффшорных жэньминьби CNH (китайские юани с поставкой в Гонконге, Chinese Yuan delivered in Hongkong), на этом рынке начали осуществляться сделки с различными финансовыми инструментами, включая сделки spot с поставкой CNH (с дисконтом в долларах США по отношению к сделкам spot с поставкой CNY, т.е. к сделкам на внутреннем китайском рынке), а также сделки по поставочным и беспоставочным форвардам CNH.

Рынок свопов по процентным ставкам CNH не получил должного развития, поскольку он основывался на ставках рынка континентального Китая – SHIBOR (Shanghai Interbank Offered Rate, или Шанхайская межбанковская ставка предложения), что оказалось невостребованным. Касательно же депозитов в CNH, то поскольку ставки депозитов в CNH основаны только на котировках Банка Китая (Гонконг), и эти депозиты имеют ограниченную сферу использования, ставки по ним значительно ниже, чем депозитные ставки для CNY в континентальном Китае.

Банк Китая (Гонконг) на своем сайте публикует процентные ставки по стоимости фондирования в жэньминьби CNY HIBOR. Эта информация представлена на Reuters (Code: «BCHN») и на Bloomberg (Code: «BOCH»).

Кроме Банка Китая (Гонконг) другие банки, входящие в число Participating Authorised Institutions, также ежедневно публикуют свои процентные ставки по фондированию в жэньминьби. Например, ставки банка Standard Chartered CNH HIBOR можно посмотреть на Reuters (Code: «SCBHK04»), ставки HSBC по спотам, форвардам и свопам – на Reuters (Code: «HSBCRMB»).

Ввиду ограниченных возможностей по размещению средств в оффшорных жэньминьби, стоимость этих средств пока ниже, чем стоимость финансирования в «континентальном» Китае. В этом сходятся аналитики банков HSBC, Standard Chartered и JPMorgan[5]. И такая ситуация продлится достаточно долго, пока циркуляция жэньминьби между оффшорным и внутренним рынком Китая не станет свободной. Резкий рост ставок на фондирование в CNH в конце 2010 года был временным и связан он, прежде всего, с исчерпанием квоты Банка Китая (Гонконг).

В Гонконге также стал функционировать рынок облигаций, выпущенных за пределами кон-

[4] HSBC report: The rise of a redback, Nov. 2010

[5] JPMorgan Securities (Asia Pacific) Ltd.: «The CNH market», January 26th, 2011

CNY HIBOR

	22/03/2011	31/03/2011
Tenor	**Interest**	**Interest**
Overnight	1.2000%	1.2000%
1 Week	1.3000%	1.3000%
2 Weeks	1.4000%	1.4000%
1 Month	1.5500%	1.5500%
2 Months	1.7000%	1.7000%
3 Months	1.8500%	1.8500%
6 Months	2.0000%	2.0000%
9 Months	2.0000%	2.0000%
1 Year	2.4000%	2.4000%

тинентального Китая (offshore) и номинированных в жэньминьби, так называемый рынок «дим сум» («dim sum» market). Большинство подобных облигаций номинировано в CNH, однако некоторые из них «привязаны к CNY» (но оплачены в долларах США). На конец 2010 года общая сумма облигаций в жэньминьби, выпущенных за пределами КНР, достигла 59 млрд. Это всего лишь 0,3% общего объема выпущенных в обращение облигаций в жэньминьби, т.е. оффшорный рынок облигаций в жэньминьби имеет огромные перспективы роста. По данным JPMorgan, из всего объема облигаций в CNH 29% пришлось на банки, 25% – на правительственные агентства (Эксимбанк КНР) и 24% – на государственные облигации[6]. Из российских компаний пока только компания ВТБ Капитал в декабре 2010 года разместила еврооблигации Банка ВТБ на сумму 1 млрд оффшорных жэньминьби (ставка купона составила 2,95%, срок обращения – 3 года)[7].

Этапы интернационализации жэньминьби

В августе 2010 г. был сделан очередной шаг в облегчении циркуляции жэньминьби между оффшорным и внутренним рынками. Так, с августа 2010 года Народным банком Китая «открыт путь» на внутренний межбанковский рынок облигаций зарубежным центральным банкам и зарубежным банкам, участвующим в схеме торговых расчетов в жэньминьби.

Клиринговым банкам Гонконга и Макао, осуществляющим операции в жэньминьби, иностранным центральным банкам, подписавшим с Народным банком Китая соглашения о взаимных валютных свопах, а также зарубежным банкам – уполномоченным участникам системы международных расчетов в жэньминьби, разрешено инвестировать жэньминьби, полученные за рубежом в результате торговых операций или по своп-соглашениям центральных банков, в межбанковский рынок облигаций континентального Китая.

Предпринятые меры ничего не изменили в существующем режиме капитальных счетов, однако стали важнейшим шагом в направлении дальнейшей интернационализации жэньминьби, поскольку был открыт доступ на огромный внутренний межбанковский рынок облигаций Китая, хоть и под контролем Народного банка Китая, к которому зарубежные банки должны обращаться за инвестиционными квотами. По сообщениям СМИ, уже в сентябре 2010 г. за соответствующими квотами в Народный банк Китая обратились такие крупные структуры, как HSBC Holdings Plc, Standard Chartered Plc и Bank of East Asia. С декабря 2010 г. по март 2011 г. право выхода на китайский межбанковский рынок облигаций и соответствующие квоты НБК получили 20 зарубежных банков.

Аналитики банка JPMorgan, рассматривая вопросы интерна-

[6] JPMorgan Securities (Asia Pacific) Ltd.: «The CNH market», January 26th, 2011

[7] Китайский межбанковский рынок облигаций (interbank bond market) является крупнейшим рынком облигаций, номинированных в жэньминьби. Из общей суммы выпущенных в обращение облигаций в жэньминьби в размере 20 трлн юаней (около 3 трлн долл. США), порядка 92% обращается на межбанковском рынке. На биржи и внебиржевой (OTC) рынки облигаций в середине 2010 г. приходилось всего по 2% общей суммы выпущенных облигаций. На межбанковский рынок приходится 99% общей суммы сделок с облигациями (33 трлн юаней, или около 5 трлн долл. США)

ционализации жэньминьби, отмечают, что в своем развитии этот процесс должен пройти **5 этапов**[8]:

• жэньминьби покидает пределы континентального Китая;

• жэньминьби циркулирует за пределами континентального Китая (offshore);

• жэньминьби возвращается в континентальный Китай;

• увеличиваются охват и глубина оффшорного рынка жэньминьби;

• разрешена конверсия по капитальным счетам.

Таким образом, **три первых этапа имели цель – организовать циркуляцию жэньминьби между внутренним (onshore) и внешним (offshore) рынками.** Данные этапы были реализованы в Гонконге в качестве экспериментального рынка, который доступен для различных участников с определенными квотами. **Два заключительных этапа, цель которых – разрешение конверсии по капитальным счетам и превращение жэньминьби в международную валюту**, являются значительно более сложными, и Китай только-только приступил к их реализации.

В конце 2010 года в осуществлении проекта по интернационализации жэньминьби произошло еще одно немаловажное событие. 15 декабря 2010 года на Московской межбанковской валютной бирже были запущены торги валютной парой жэньминьби/рубль и ММВБ стала первым организованным биржевым рынком жэньминьби за пределами Китая[9].

В целом, по состоянию на март 2011 г., объем торгов на ММВБ пока остается незначительным (около 3 млн юаней за торговую сессию), что объясняется невысоким спросом клиентов, обусловленным, как указывалось выше, неготовностью китайских экспортеров к получению экспортной выручки в жэньминьби. Конечно, по мере решения внутренних технических проблем, связанных с возвратом НДС при экспорте, спрос возрастет и, соответственно, возрастут объемы торгов на ММВБ – еще одной зарубежной площадке обращения жэньминьби.

Следует отметить, что российские инвесторы и банкиры особой необходимости в возможности иметь через биржу доступ к жэньминьби, как было заявлено аналитиками ММВБ и участниками торгов, пока не испытывают. К числу объективных сложностей необходимо отнести частичную конвертируемость китайской национальной валюты и высокую волатильность рубля. Если иностранную валюту можно свободно обменять на жэньминьби, то обратная операция связана с ограничениями и, как правило, для ее осуществления необходимо представить соответствующие внешнеторговые контракты. В связи с этим многие китайские эксперты отмечают, что, несмотря на резкие колебания курса, рубль как средство платежа во внешнеторговых расчетах выглядит более предпочтительно. Да и сама структура российско-китайской торговли, прежде всего, российского экспорта, который главным образом состоит из биржевых товаров (энергоносители и промышленная продукция первичного передела), мировые цены на которые устанавливаются в долларах, соответственно, обусловливает и их использование при расчетах.

Существенным минусом для российских компаний, получающих жэньминьби, является непрозрачная и непредсказуемая валютная политика китайских регуляторов, информационный и правовой пробел у российских и особенно у китайских контрагентов. Наконец, игроков могут отпугнуть низкая ликвидность и широкие спрэды, делающие построение биржевых стратегий на этот инструмент (из-за отсутствия опыта работы с жэньминьби) слишком дорогим.

В январе 2011 года Народный банк Китая совершил очередной шаг по «интернационализации» жэньминьби. Китайским компаниям и банкам, участвующим в программе расчетов в жэньминьби в трансграничной торговле, было разрешено использовать жэньминьби также для прямых инвестиций за рубежом при создании совместных предприятий, слияниях и поглощениях, покупке долей в акционерном капитале зарубежных компаний. Им разрешено репатриировать прибыль, полученную от этих инвестиций обратно в Китай в жэньминьби. Китайские банки получили право кредитовать китайские компании на цели подобных прямых инвестиций за рубеж. В январе 2011 г. жителям города Вэньчжоу (пров. Чжэцзян) впервые в Китае было разрешено осуществлять инве-

[8] J.P.Morgan Securities (Asia Pacific) Ltd.: «The CNH market», January 26th, 2011

[9] На первоначальном этапе проекта торги новой валютной парой проводятся с датой валютирования в день проведения торгов T+0 (инструмент CNYRUB_TOD) и на условиях 100%-го предварительного депонирования денежных средств. Торги проходят с 10:00 до 11:00 по московскому времени. Расчеты проводятся входящим в группу ММВБ Национальным клиринговым центром через счета в жэньминьби, открытые в банках-резидентах РФ (дочерних банках Банка Китая и Торгово-промышленного банка Китая. – *Прим. автора*). В дальнейшем ММВБ планирует рассмотреть возможность отказа от 100%-го предварительного депонирования денежных средств и создания инструмента валютной пары жэньминьби/рубль с датой валютирования T+1

стиции за границу как частным лицам.

Кроме того, филиал Банка Китая в Нью-Йорке начал открывать банковские счета в жэньминьби, владельцы которых получили возможность покупать жэньминьби с дневным лимитом 4 тыс. долл. США в эквиваленте, но не более чем на 20 тыс. долл. в год. Физические лица могут переводить жэньминьби из США в Китай, Гонконг и Макао, однако дневной лимит составляет 80 000 жэньминьби, и при этом отправителем и получателем платежа должно быть одно и то же лицо. Если же отправитель захочет перевести жэньминьби друзьям или родственникам, то должен предварительно сообщить Банку Китая (Нью-Йорк) идентификационный номер получателя в Китае. При этом на сайте банка[10] указано, что операции с наличными жэньминьби пока не осуществляются.

Государственное управление валютного контроля КНР объявило о том, что с апреля 2011 г. для создания более благоприятных условий для хеджирования валютных рисков во внешней торговле в Китае начнется торговля опционами в жэньминьби «европейского стиля», то есть опционами, которые могут быть погашены только в одну указанную дату (дата истечения срока, дата исполнения, дата погашения). На начальной стадии банкам и компаниям будет разрешено заключение договоров опциона на покупку (call options)[11].

При этом разрешение на заключение таких договоров получат только компании, которые занимаются торговлей реальными товарами/услугами и реальными инвестициями. К банкам, участвующим в этом бизнесе, предъявляется требование наличия не менее чем 3-летнего опыта торговли валютными форвардами.

Следующим шагом по обращению жэньминьби на внешнем рынке стало создание 11 марта 2011 года Расчетного центра по жэньминьби в Сингапуре на базе сингапурского филиала Торгово-промышленного банка Китая. Исполнительный директор, ст. вице-президент ТПБК г-жа Ван Лили заявила, что ТПБК намерен использовать преимущества Сингапура как международного торгового и финансового центра и превратить свой сингапурский филиал в «Расчетный центр группы ТПБК по жэньминьби в Юго-Восточной Азии» («ICBC Group's Renminbi Processing Center for Southeast Asia»).

В день объявления Торгово-промышленным банком Китая о создании своего регионального расчетного центра по жэньминьби в Сингапуре, второй по величине активов сингапурский банк Oversea-Chinese Banking Corporation (OCBC) запустил программу по реализации частным клиентам двух депозитных продуктов, номинированных в жэньминьби (Call Account и Time Deposit), за ним последовали другие крупнейшие сингапурские банки Development Bank of Singapore (DBS) и United Overseas Bank (UOB), а также сингапурский филиал HSBC. Они объявили о ближайших планах предоставления своим вкладчикам и других финансовых инструментов в жэньминьби, включая доступ к гонконгскому рынку облигаций, выраженных в жэньминьби. Следует отметить, что вышеперечисленные сингапурские банки имеют филиалы в Гонконге, являющиеся Уполномоченными финансовыми институтами-участниками (AIs) системы расчетов в жэньминьби через Банк Китая (Гонконг). Кроме того, Сингапур входит в число стран, с финансовым регулятором которых Народный банк Китая имеет соглашение о взаимном валютном свопе на сумму 150 млрд юаней (22,8 млрд долл. США).

Таким образом, **используя Гонконг как основную базу и испытательную площадку для всех нововведений с оффшорным обращением жэньминьби, Китай предпринял первые шаги по распространению апробированных инструментов на другие зарубежные площадки** – Нью-Йорк, Москву, Сингапур, – имея в виду, что потребности мировой торговли и прямых инвестиций в финансировании в жэньминьби в ближайшие годы значительно возрастут.

На Форуме развития Китая 2011 министр коммерции КНР Чэнь Дэмин заявил, что Китай в ближайшие пять лет продолжит политику «открытости» с целью усиления его вовлеченности в мировую экономику и придания мировому развитию нового импульса[12].

По прогнозам аналитиков HSBC, в течение 3-5 лет (т.е. к 2013–2015 гг.) более 50% торгового оборота Китая, главным образом, с развивающимися странами будет обслуживаться расчетами в жэньминьби (сейчас всего 3%) и объем международных торговых расчетов в жэньминьби достигнет 2 трлн долл. США, что сделает жэньминьби 3-ей валютой, используемой в международной торговле[13]. Примерно такую же тенденцию прогнозируют аналитики JPMorgan. По их оцен-

[10] По итогам первого торгового дня было заключено 29 сделок общим объемом 4 млн 915 тыс. юаней (22 млн 778 тыс. рублей). Средневзвешенный курс составил 46,3445 рубля за 10 юаней

[11] http://www.bocusa.com

кам, к 2015 году сумма оффшорных жэньминьби (CNH) на счетах в Гонконге, поступающих от торговых операций, может составить от 2,6 до 3,5 трлн жэньминьби (от 395 до 530 млрд долл. США)[14].

Перспективы интернационализации жэньминьби и российско-китайское экономическое сотрудничество

Перспективы реализации глобального проекта «интернационализации» жэньминьби делают его чрезвычайно важным для российско-китайского торгово-экономического сотрудничества (оборот двусторонней торговли между Россией и КНР в 2010 году вырос по сравнению с предыдущим годом на 43% и составил 55,5 млрд долл. США). Для российских компаний и предприятий, имеющих контрагентов в Китае, Гонконге и Макао, возможность использования жэньминьби для расчетов с контрагентами по внешнеторговым контрактам формирует необходимые условия для более эффективного ведения бизнеса. С разрешением технических проблем по возврату экспортного НДС китайские экспортеры, несомненно, будут заинтересованы в получении оплаты за свои товары в жэньминьби, поскольку в этом случае они экономят на комиссии за конверсию долларов в жэньминьби, а также не подвергаются валютным рискам в условиях волатильности курса доллара.

Например, по имеющимся в СМИ оценкам крупной российской компании потребительского рынка, размещающей заказы на свои товары на китайских фабриках, при заключении контрактов с оплатой в долларах США из-за необходимости страховки валютных рисков китайские производители завышают отпускные цены (Ex Works) примерно на 2-4%. Так же страхуются и транспортно-логистические компании, и российские импортеры, что ведет либо к росту розничных цен, либо к сокращению маржи.

Таким образом, для российских импортеров, использующих жэньминьби для платежей в Гонконг, Китай и Макао за товары и/или услуги, существует реальная возможность получать от поставщиков более выгодные контрактные условия и поддерживать необходимый уровень конкурентоспособности, тем более что российские банки уже имеют специальную корреспондентскую сеть и инфраструктуру для конверсии рублей в жэньминьби и их перевода в Китай, Гонконг и Макао, а также для организации торгового финансирования своих клиентов.

Нельзя отрицать, что Китай хочет, чтобы его национальная валюта стала одной из ведущих денежных единиц мира, возможно, потеснив доллар и евро в качестве мировых резервных валют, и, как показывают предпринимаемые им шаги, действует целенаправленно и планомерно в этом направлении. Вывод жэньминьби на мировые рынки, разрешение покупать и продавать его для финансирования торговых сделок, инвестиций, кредитования являются основополагающими шагами в этом направлении.

Расширение использования жэньминьби за границей – всего один из векторов его интернационализации, но ключевым условием является создание соответствующей финансовой системы и финансового рынка.

Для становления финансовой системы наиболее важную роль играет снятие ограничений на использование счетов движения капитала, а для создания финансового рынка необходимы формирование рыночного спроса, освоение соответствующих финансовых продуктов и др.

Как отметил 1 февраля 2011 г. в эксклюзивном интервью агентству «Синьхуа» специальный советник директора-распорядителя Международного валютного фонда Чжу Минь[15], участвовавший в 41-й ежегодной сессии Всемирного экономического форума в Давосе: «Интернационализация жэньминьби будет длительным процессом, который предполагает как дальнейшее снятие ограничений на использование счетов движения капитала и свободную конвертацию жэньминьби, так и формирование соответствующего рыночного спроса, освоение финансовых продуктов, рассчитанных в жэньминьби, и т.д.»[16].

Жэньминьби станет резервной валютой только когда он будет полностью свободным. Однако при этом следует отметить, в Азиатском регионе уже сейчас он отчасти является резервной ва-

[12] Различают опционы на продажу (put option), на покупку (call option) и двусторонние (double option). Одной из разновидностей опционов являются FX опционы (опционы на рынке форекс), где покупатель опциона имеет право на определённую дату обменять одну валюту на другую по заранее оговоренному обменному курсу. FX опционы в основном используют импортёры/экспортёры для хеджирования рисков изменения курса между валютой внешнеэкономического контракта и валютой реализации/закупки товара на внутреннем рынке

[13] Цит. по газ «Чайна дэйли», 21.03.2011

[14] HSBC report: The rise of a red back, Nov.2010

[15] JPMorgan Securities (Asia Pacific) Ltd.: «The CNH market», January 26th, 2011

лютой, так как влияние и мощь Китая увеличиваются.

Отдельный аспект интернационализации жэньминьби – **расчеты в национальных валютах России и Китая.**

Использование национальных валют России и Китая в расчетах по внешнеторговым контрактам стало возможным после подписания в августе 2002 года «Соглашения между Центральным банком Российской Федерации и Народным банком Китая о межбанковских расчетах в торговле в приграничных районах».

В порядке эксперимента с 1 квартала 2003 года расчеты и платежи по торговле в приграничных районах между российскими банками и филиалами, зарегистрированными в г. Благовещенске Амурской области, и китайскими банками и филиалами, расположенными в г. Хэйхэ провинции Хэйлунцзян, наряду с расчетами в свободно конвертируемых валютах осуществляются **в рублях и жэньминьби**. В соответствии с Протоколом по реализации Соглашения между Банком России и НБК от 2 декабря 2002 года, межбанковские расчеты в национальных валютах проводятся через соответствующие корреспондентские счета, которые открываются друг у друга российскими и китайскими банками на основании заключаемых между ними договоров.

С учетом полученных результатов эксперимента российская и китайская стороны в Протоколе от 24 сентября 2004 года пришли к решению о целесообразности распространения действия условий Соглашения с 1 января 2005 года на все сопредельные приграничные территории двух стран. Со стороны Российской Федерации это Республика Алтай, Приморский, Хабаровский и Забайкальский края, Амурская и Еврейская автономные области, а со стороны КНР – провинции Хэйлунцзян и Цзилинь, автономные районы Синьцзян-Уйгурский и Внутренняя Монголия. При этом с ноября 2006 г. НБК для содействия активизации расчетов в национальных валютах в приграничной торговле расширил географические рамки китайских территорий, где расположены банки, с правом осуществления расчетов в национальных валютах, распространив эти права на всю территорию четырех провинций и автономных районов Китая, прилегающих к российско-китайской границе.

В 2003 г. филиал Банка Китая в провинции Хэйлунцзян был избран в качестве экспериментального банковского института по открытию расчетов в национальных валютах Китая и России. По поручению головного офиса, филиал Банка Китая в провинции Хэйлунцзян стал первым в стране провинциальным филиалом, оформляющим операции по безналичной конвертации рубля и жэньминьби с применением прямого курса[17].

В апреле 2010 года российский рубль официально приобрел обменный курс в Китае. Так, по поручению головного офиса филиалом Банка Китая в провинции Хэйлунцзян и 46 подчиненными филиалу отделениями 27 апреля 2010 г. были проведены операции с безналичными рублями по прямому курсу. Операции проводились день в день, с многократной котировкой курса в течение дня в соответствии с рыночной конъюнктурой. Это первый провинциальный филиал в стране по оформлению операций по безналичной конвертации рубля и жэньминьби с применением прямого курса.

9 ноября 2010 года Банк Китая объявил о начале проведения операций по безналичной конвертации рубля и жэньминьби с применением прямого курса во всех своих филиалах. При этом обменный курс рубль/жэньминьби определяется в режиме реального времени, с постоянной корректировкой в соответствии с рыночной ситуацией.

Наряду с Банком Китая, в десяти филиалах Торгово-промышленного банка Китая с 22 октября 2010 г. была введена операция по расчетам, продаже и платежам в российских рублях и малазийских ринггитах. В экспериментальном порядке новая операция была осуществлена в филиалах банка в Пекине, Шанхае, провинции Фуцзянь, Шаньдун, Хунань, Хэйлунцзян, Гуандун, Чжэцзян, Цзянсу, а также городе Шэньчжэнь (пров. Гуандун). Данный банк в принципе готов к распространению такой операции по всей стране и расширению спектра банковских услуг в рублях и ринггитах[18].

К настоящему времени банковские институты двух стран накопили богатый опыт в отношении ведения расчетных операций в национальных валютах. В рамках совместной российско-китайской Подкомиссии по финансовому сотрудничеству Комиссии по подготовке регулярных встреч глав правительств России и Китая Стороны вели целенаправленную работу по выработке механизмов взаиморасчетов в двусторонней торговле с использованием своих национальных валют, много-

[16] В феврале 2010 года директор-распорядитель МВФ Доминик Стросс-Кан назначил Чжу Миня, являвшегося тогда заместителем президента Народного банка Китая /Центробанк КНР/, своим специальным советником

[17] russian.china.org.cn 03-02-2011

кратно обменивались мнениями по данной теме.

В 2009 году на 14-й регулярной встрече премьеров Китая и России В. Путин и Вэнь Цзябао затронули данную тему и четко изложили позицию о ведении расчетов в национальных валютах в двусторонней торговле.

23 ноября 2010 г. в Санкт-Петербурге в рамках 15-ой регулярной встречи глав правительств России и Китая российская и китайская стороны подписали «Протокол о внесении изменений в соглашение между Правительством Китайской Народной Республики и Правительством Российской Федерации о торгово-экономических отношениях от 5 марта 1992 г.», согласно которому «Расчеты и платежи по контрактам будут производиться в свободно конвертируемой валюте, рублях и жэньминьби в соответствии с законодательством, действующим в каждом из государств. Валюта платежа и форма расчетов определяются по договоренности субъектов внешнеэкономической деятельности». Данный шаг снял юридические препятствия в применении национальных валют в расчетах между двумя странами.

По мнению китайских экспертов, для увеличения доли расчетов в национальных валютах китайские финансовые институты должны организовать работу по трем направлениям:

• освоение инвестиционных и финансовых операций в рублях и жэньминьби с целью активизации таких расчетов;

• увеличение и совершенствование продуктовой линейки расчетов в национальных валютах, оптимизация структуры операций, расширение и укрепление клиентской базы;

• усиление инфраструктуры и повышение качества и эффективности услуг.

В конце января 2011 года Банк HSBC в России представил новую услугу – документарный аккредитив в жэньминьби. Первой российской компанией, воспользовавшейся услугой, стала «Остин» – дочерняя структура ГК «Спортмастер». Данный продукт позволяет клиентам банка согласовывать более выгодные условия платежа по международным контрактам. Проведение торговых расчетов в жэньминьби также позволяет поставщикам избегать валютных рисков, связанных с колебаниями курса валют. **Уникальность нового предложения HSBC состоит в одновременном использовании документарного аккредитива и получении финансирования в жэньминьби.** HSBC в России использует возможность фондирования в китайской валюте как через Шанхай, так и через Сянган, что позволяет предоставлять клиентам наиболее выгодные условия. Кроме этого, данная услуга дает клиентам Банка возможность структурирования сделки с минимальным количеством банков-участников. По мнению российских партнеров банка, HSBC наиболее оперативно организовал процесс выпуска аккредитивов. Если в среднем выпуск занимает 3-14 дней, то HSBC выпускает аккредитив за один рабочий день.

До выхода данного Уведомления зарубежными контрагентами китайских компаний при осуществлении внешнеторговых расчетов в жэньминьби могли выступать только компании из САР Гонконг, САР Макао, стран АСЕАН.

Обобщая вышеизложенное, можно заключить, что **выход Китая на мировую арену – вопрос не ближайших лет, так как связан с огромным количеством трудностей:** сегодня жэньминьби – это не свободно конвертируемая валюта, а значит, использование ее в расчетах ограничено. Движение в сторону ее конвертации требует хотя бы частичного отказа регуляторов Китая от контроля ее обменного курса. И вряд ли Китай в ближайшей перспективе добровольно согласится лишиться одного из основных конкурентных преимуществ ради конвертируемости своей валюты.

[18] ТПБ с 1994 года начал операции по расчетам, продаже и платежам в иностранных валютах. На данный момент этими операциями охвачены в общей сложности 18 видов валют. В первые девять месяцев 2010 г. совокупная сумма сделок в рамках данных операций в ТПБ достигла 201,65 млрд долл. США, увеличившись на 50,3 млрд долл. по сравнению с тем же периодом прошлого года

Подробную информацию о наших изданиях вы можете прочитать на сайте
http://finvector.ru

СПЕЦИФИКА ПРОЯВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ

ХАБАРОВ В.И., д.э.н., проф., зав. кафедрой Маркетинга и логистики, МФПУ «Синергия»

VHabarov@mfpa.ru

Современный мир вступил в эпоху глобализации, привнесшей много новых компонентов в систему экономических явлений. Заметные сдвиги произошли не только в позитивных свойствах рыночной экономики (что привело к возникновению «новой экономики», дальнейшему расширению параметров качества жизни). Перемены затронули и слабые звенья рынка: кризисные явления приобрели современные, более многоаспектные и порой весьма «запутанные» формы выражения. Все больший прирост получаемых благ стал оплачиваться обществом повышением как экономических, так и социальных издержек.

Изменения в характере современных кризисов и их последствия

Заметно переменились такие формы выражения экономических сбоев рыночной системы, как кризисы. На начальном этапе индустриального развития экономический кризис формировался как самостоятельное явление. Его издержки выражались, прежде всего, в форме потери больших объемов уже созданных материальных благ (физическое уничтожение), росте безработицы, снижении доходов[1].

В современной экономике заметен определенный парадокс: несмотря на то, что финансовый кризис может не приводить к резкому спаду производства, экономические потери от него в последние десятилетия существенно возрастают, принося странам миллиардные убытки. При этом следует учитывать, что в размерах убытков значатся в немалой мере финансовые потери самих фирм (активных соучастников финансовых рынков). Эти последствия отражаются на социально-экономическом положении страны преимущественно косвенно (например, посредством снижения налоговых платежей в бюджет). Спады же в материальной сфере, как показала практика последних десятилетий, устраняются, как правило, относительно быстро.

Финансовые кризисы в современных условиях происходят в ситуации повышающейся взаимозависимости экономических процессов и субъектов. В итоге сбой в одном звене очень быстро передается другому звену экономики.

Взаимозависимость звеньев экономики достигла высокой степени в наиболее развитых странах уже в первой трети XX в. Так, мировой кризис 1929–1933 гг., начавшийся в США, очень быстро охватил многие звенья экономики страны и перекинулся на экономику европейских стран, став одним из самых разрушительных финансовых кризисов XX века. Он продемонстрировал большой экономический урон и достаточно большую продолжительность.

Уже этот **кризис показал: государство должно было воздействовать на монетарную, финансовую систему не со стороны, а находясь внутри этой системы, будучи одним из субъектов национального хозяйства**. Роль государства, как отмечал Дж. М. Кейнс, заключалась в поддержании финансово-денежных параметров рыночного равновесия, таких как инвестиции и сбережения, денежный спрос и предложение, денежная масса и банковский процент, предельная эффективность капитала и уровень цен, доход и количество занятых[2].

Заметное изменение в характере финансовых спадов проявляется в усложнении самих компонентов кризиса. Анализ финансовых кризисов последних десятилетий дает основание сделать предположение, что финансовые кризисы стали зачастую проявляться как двойные кризисы, сочетающие валютную и бан-

[1] Гринин Л.Е. Глобальный кризис как кризис перепроизводства денег // Философия и общество. - 2009. - № 1, - с. 5-32

[2] Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег. М., 1978, с. 120

ковскую (или валютную и фондовую) составляющие.

Новые характеристики современных финансовых кризисов

К новым характеристикам финансовых кризисов (помимо изменения глубины спада и длительности протекания) можно отнести особенности ценовых колебаний на финансовом рынке. Известно, что курсы ценных бумаг растут и падают, как правило, синхронно на всех международных биржах. После краха фондового рынка в одной стране портфельные инвесторы стремятся диверсифицировать свои финансовые портфели путем продажи обесценившихся активов. Тем самым они подталкивают к падению фондовые рынки в других странах. В этом же направлении действуют психологические факторы, ускоряющие вывод капиталов нерезидентов, вслед за которыми резиденты также стремятся перенести свои инвестиции в более доходные активы других стран.

Реализация подобного сценария на мировых финансовых рынках в середине 90-х годов породила появление таких терминов, как «кризис Текила (Tequila)», «азиатский грипп» и «муссонный эффект»[3].

Особенности финансовых кризисов проявляются также в механизмах их «запусков». Такими механизмами могут быть валютные потрясения, бюджетная несбалансированность, дефолт государственного долга, расстройство денежного обращения и инфляция, банковский кризис, потрясения на фондовом рынке, проблемы с финансированием реального сектора экономики и т.д.

Важную роль в возникновении финансового кризиса играет иррациональное поведение инвесторов и кредиторов, которые во время экономического подъема вкладывают деньги в переоцененные активы, надеясь на дальнейший спекулятивный рост цен. В результате возникает финансовый «пузырь», который готов лопнуть при появлении негативных ожиданий. Поэтому оптимистичное поведение может резко смениться паникой, когда все инвесторы так же быстро, как раньше покупали активы, попытаются очень быстро их продать, что в результате ведет к финансовому кризису.

Еще одной характеристикой теории финансовой неустойчивости является наличие взаимозависимости финансовых кризисов с циклом деловой активности. Сторонники монетаристского подхода в качестве ключевой характеристики возникновения финансового кризиса считают нехватку денежных ресурсов, которая может быть компенсирована центральным банком, являющимся кредитором последней инстанции.

Согласно теории финансовой неустойчивости мировые финансовые кризисы являются отражением делового цикла всей мировой экономики. Получается, чем больше синхронизированы деловые циклы отдельных стран, тем сильнее выражен общий экономический цикл и больше вероятность мирового финансового кризиса[4].

При анализе финансовых кризисов ключевой характеристикой является суть их проявления. **Мировой финансовый кризис представляет собой пик нестабильности финансового рынка**, проявляющийся в синхронизированном падении курсов акций ведущих компаний мира, следствием чего является сбой всей мировой финансовой системы, усиливающийся открытостью экономик в условиях глобализации финансовых рынков.

Необходимость разработки мер по предупреждению валютно-финансовых кризисов, сотрясающих страны с переходной экономикой, в интересах стабилизации мировой экономики, на наш взгляд, предполагает осмысление специфики проявления кризисов на формирующихся финансовых рынках.

В условиях глобализации экономики, интеграции национальных финансовых рынков в мировой, чрезмерный приток иностранных инвестиций делает развивающиеся финансовые рынки благодатной средой для передачи кризиса из одной страны в другую. Анализ данного явления заслуживает особого внимания, поскольку глобализация финансовых рынков создает для этого объективные условия, т.к. **предполагается либерализация трех важных аспектов:** внутреннего финансового рынка, фондового рынка и счета капитала платежного баланса.

Особенности проявления кризисов в странах с формирующимися рынками

Учитывая взаимозависимость экономик, любой макроэкономический шок глобального или локального характера распространяется между странами из-за связей их финансово-кредитного сектора. Изменения в глобальной экономической среде, такие как изменение товарных цен, процентных ставок, циклические ко-

[3] Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег. М., 1978, с. 120

[4] Лавровский Б. К вопросу о природе современного кризиса // Вопросы экономики. – 2009. – № 4, – с. 145-153

лебания в развитых странах, могут спровоцировать нарушение равновесия экономик сразу нескольких развивающихся стран. Например, повышение базовой процентной ставки Федеральной резервной системы США в начале 80-х годов XX века вызвало отток капиталов из стран Латинской Америки и стало одной из причин долгового кризиса 1982 г.[5]

В ходе финансового кризиса в странах с формирующимися рынками, как правило, вскрывается противоречие между потребностью в притоке иностранных инвестиций и невозможностью ими распорядиться, их абсорбировать, что можно характеризовать как первую особенность проявления финансового кризиса в этих странах.

Так, интеграция стран с формирующимися финансовыми рынками в глобализирующееся движение капитала выразилась в увеличении финансовых потоков в эти страны. С 1991 г. по 2001 г. они выросли почти в три раза, причем если официальные потоки сократились с 60,9 млрд долл. до 38,6 млрд долл. соответственно, то частные потоки капитала возросли более чем в четыре раза (с 62, 1 млрд долл. до 257,2 млрд долл.). Возникает вопрос, **почему при столь значительном притоке капитала экономика стран с формирующимися рынками периодически переживает шоки?**

В качестве отличительной особенности экономики стран с формирующимися рынками следует отметить их зависимость от притока иностранного капитала. Это, как правило, объясняется с макроэкономической точки зрения тем, что национальные сбережения этих стран на достаточно низком уровне, в то время как именно сбережения должны быть основным источником инвестиций.

В качестве показателя, отражающего глубину развития финансовой системы, может служить отношение внутреннего кредита к ВВП, который в странах с формирующимися рынками ощутимо меньше, чем в развитых странах. В то же время отношение внешнего долга к внутреннему, наоборот, существенно выше этого показателя в развитых странах.

К специфике проявления валютно-финансовых кризисов в государствах с формирующимися рынками можно отнести неразвитость их финансовой системы, которая заключается в том, что, с одной стороны, предприниматели не могут получить достаточное количество финансовых ресурсов для своих проектов, а с другой – полученные ресурсы не могут быть эффективно инвестированы. Причинами такого противоречия часто является нерешенность институциональных проблем финансового рынка, например, отсутствие надзорных органов, деловых арбитражных судов, прозрачной корпоративной структуры принятия управленческих решений. Кроме того, отсутствует необходимое количество детально экономически обоснованных и проработанных проектов, в которые могли бы быть направлены инвестиционные потоки. Существуют **высокие суверенные риски**, включающие возможность изменения валютного законодательства, режима конвертируемости валюты, ее девальвация, ограничения на движение потоков капитала, другие изменения, влияющие на инвестиционный и предпринимательский климат и инвестиционную деятельность.

Столкнувшись с неустойчивостью рыночных финансовых потоков, развивающиеся страны стали рассматривать прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в качестве альтернативы. Рынок прямых иностранных инвестиций как динамично развивающийся сектор мировой экономики участвует в формировании международного производства, способствуя глобализации экономики.

Приток внешних ресурсов в развивающиеся страны обычно ассоциируется с ростом капиталовложений. Традиционными источниками для таких стран являлись официальная помощь развитию и прямые инвестиции. Однако по мере того, как развивающиеся страны начинают привлекать рыночные частные ресурсы, эта ассоциация исчезает. В большей степени данному процессу способствовала «двойная» либерализация, в результате которой страны с формирующимися рынками интегрируются в мировой финансовый рынок.

Кроме того, **к особенностям проявления валютно-финансовых кризисов на формирующихся рынках** можно отнести вероятность их быстрого распространения. Так, у суверенных эмитентов уменьшается возможность выгодно разместить свои долговые обязательства в случае падения доверия инвесторов к долговым ценным бумагам одной из стран с формирующимися рынками, поскольку происходит снижение доверия к долговым ценным бумагам всех подобных стран. Именно так произошло с ценами на еврооблигации Филиппин, спрэды по которым в 2001 г. были раздвинуты на 10 базисных пунктов по отношению к базовым облигациям правительства США, после того как инвесторы поставили под сомнение кредитоспособность Аргентины, имеющей аналогичный инвестиционный профиль и эко-

[5] Волков А. Северные страны: под ударом кризиса // Мировая экономика и международные отношения. – 2010. – N 7, – с. 65-73

номика которой в этот период переживала рецессию.

При определении специфики проявления валютно-финансовых кризисов в странах с формирующимися рынками целесообразно учитывать все более заметную роль корпоративных нефинансовых институтов. Так, можно отметить определенную зависимость международной деятельности транснациональных корпораций и стоимости привлекаемого ими долгового финансирования из стран с формирующимися рынками.

Важной **особенностью воздействия глобализации экономики на формирующиеся финансовые рынки** является то обстоятельство, что для компенсации недостатка собственных ресурсов у трансформируемых экономик появилась возможность заимствовать ресурсы на внешнем рынке, используя для этого современные финансовые инструменты. Так, снижение в середине 90-х г. удельного веса заемщиков с наивысшим уровнем кредитного рейтинга облегчило выход на рынок международных облигаций и, в первую очередь, еврооблигаций корпораций стран с формирующимися рынками. Вследствие этого неконтролируемый рост корпоративной внешней задолженности развивающихся стран в случае невыполнения ими внешних обязательств может стать одной из предпосылок дестабилизации национального и мирового финансового рынков.

Можно предположить, что в период кризиса на финансовых рынках стран с переходной экономикой произойдет значительное увеличение диапазона колебаний премии при снижении среднего уровня инвестиционного рейтинга. Это объясняется целым рядом факторов, таких как участие на развивающихся рынках все большего числа консервативных инвесторов, например, пенсионных и паевых фондов США и Европы, уменьшением ликвидности рынка вследствие разбалансированности спроса и предложения, ростом ценовой волатильности как следствием негативной информации о деятельности компаний.

Еще одной особенностью проявления валютно-финансовых кризисов в странах с формирующимися рынками является нарушение стабильности функционирования их валютных систем. Это связано с тем, что для оплаты импорта они вынуждены накапливать официальные резервы в долларах США, поскольку, как правило, валюты стран с формирующимися рынками не используются для международных расчетов. Кроме того, обязательства перед международными банками стран-должников, как правило, номинированы в долларах США. В то же время их активы выражены преимущественно в национальной валюте. В подобной ситуации национальные центральные банки не в состоянии обеспечить ликвидность в иностранной валюте, т.е. в долларах США, в случае возрастания мировых процентных ставок или падения курса национальной валюты по отношению к доллару.

Таким образом, **ослабление роли центральных банков** мешает финансовой стабильности экономики страны на национальном и международных уровнях. Кроме того, следует добавить, что высокая волатильность валютного курса отрицательно влияет на активность международной торговли стран с трансформируемой экономикой. Недостаточно же развитый рынок финансовых инструментов (в том числе производных) затрудняет использование современных методов страхования операций, связанных с риском.

Итак, либерализация экономики повышает степень риска, однако она дает стране и новые возможности. Так, без финансовой либерализации трудно создавать механизм противодействия мировым валютно-финансовым кризисам, в сферу действия которых попадают страны с переходной экономикой (вследствие интеграции в мировой финансовый рынок). Сама форсированная интеграция формирующихся финансовых рынков в мировой рынок еще не защищает их от влияния финансовых кризисов. Именно такой подход был заложен в программу, негласно принятую Вашингтоном и правительствами латиноамериканских стран (Вашингтонский консенсус).

Исходя из того, что экономика стран с формирующимися рынками в большей степени подвержена финансовым кризисам, что создает угрозу нарушению стабильности мировой финансовой системы, промышленно развитые страны в соответствии с Вашингтонским консенсусом, используя МВФ, все свои действия по оказанию помощи в целях выхода из кризиса увязывают в одном пакете с программами развития и либерализации их экономик. Именно такая политика применялась к странам Юго-Восточной Азии в 1990-е годы. Подобный подход был использован и к России в начале трансформации ее экономики и политической системы.

Интеграция стран с формирующимися рынками в мировой финансовый рынок: зоны риска

Интеграция стран с формирующимися рынками в мировой финансовый рынок в условиях глобализации экономики носит противоречивый характер, поэтому проявление валютно-финансового кризиса в этих странах имеет свою специфику. Возникновение сбоев в банковской системе или

нарушение стабильности валютного рынка могут стать предпосылкой возникновения более разрушительного двойного кризиса, охватывающего и финансовый рынок этих стран.

Анализ мирового опыта может подтвердить вывод, что страны, финансовые рынки которых в большей степени интегрированы в мировой финансовый рынок или являющиеся частью региональных финансовых рынков, находятся в зоне риска, на которую распространяется финансовая эпидемия. Предпосылками распространения валютно-финансовых кризисов может стать поспешная либерализация валютного и финансового рынков.

Меры по приватизации промышленности, либерализации торговли и рынка капиталов не могут осуществляться форсированно, поскольку это не только не ослабляет кризисные явления, а наоборот, создает дополнительные проблемы, решая которые, страны с формирующимися рынками вынуждены вводить методы государственного регулирования финансового рынка. В результате замедляется процесс либерализации их финансовых рынков и интеграции в мировой финансовый рынок.

В то же время углубление интернационализации мировой экономики позволяет корпорациям в период нарушения стабильности в экономике развитых стран использовать формирующиеся финансовые рынки для экономии на стоимости привлеченных финансовых ресурсов и более выгодного размещения своих временно свободных денежных средств. Этому же способствует получение рядом стран с переходной экономикой инвестиционного рейтинга ведущих мировых рейтинговых агентств.

Однако вероятные сбои в банковской системе, нарушение стабильности валютных рынков, неразвитость финансовой инфраструктуры, ограниченность инструментов регулирования валютно-финансовых отношений монетарных властей стран с переходной экономикой предполагают разработку рекомендаций по мерам реагирования мировой экономики на международные валютно-финансовые кризисы и достижения стабильности мировой экономики[6].

Либерализация финансовых рынков стран с формирующейся экономикой создает предпосылки для распространения кризиса через взаимодействие их финансово-кредитных рынков при условии интеграции в мировой финансовый рынок. Возникает эффект «цепной реакции», поскольку падение стоимости «кризисных» активов может привести к переоценке залога, к увеличению ликвидной позиции за счет продажи части вложений. Поэтому при балансировке портфеля с такими активами расстаются в первую очередь. При осуществлении инвесторами региональной диверсификации активов стран, которые тесно интегрированы, произойдет изъятие инвестиций сразу всего региона. Следовательно, можно сделать вывод, что глубокие связи с финансовыми рынками таких стран или их интеграционными объединениями приводят к финансовой неустойчивости.

Таким образом, **в условиях финансовой глобализации становится возможным распространение кризисов на формирующиеся финансовые рынки по четырем традиционным каналам**: через торговые, финансовые, валютные отношения и через субъективную интерпретацию информации. У стран с формирующимися финансовыми рынками объективная необходимость в привлечении внешнего финансирования определяется особенностями их экономического развития. Необходимость осуществлять структурные реформы в условиях роста цен на сырье и энергию, преодолевать отсталость производственной базы при чрезмерном росте издержек производства требуют привлечения все больших внешних инвестиций, которые формирующиеся рынки стремятся привлечь путем внешнего заимствования при недостаточном притоке портфельных инвестиций. Дефицит национального капитала ощущают практически все страны с развивающимися рынками за исключением новых индустриальных стран Юго-Восточной Азии. Вместе с тем урегулирование этого дефицита происходит крайне неравномерно. Страны с формирующимися рынками, за редким исключением, имеют превышение импорта капитала над его экспортом. Большая внешняя задолженность и сложности с ее обслуживанием затрудняют им заимствование на мировых финансовых рынках.

[6] Динкевич А.И. Мировой финансово-экономический кризис // Деньги и кредит. - 2009. - № 10, - с. 23-30

Электронный адрес редакции:
nikainform@mail.ru

ПРОБЛЕМЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

КОСОРУКОВА И.В., к.э.н., доц., зав. кафедрой Оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения, МФПУ «Синергия»

IKosorukova@mfpa.ru

В данной статье автор предлагает обзор методик анализа деятельности организаций, в первую очередь, с точки зрения инвестора, вкладывающего средства в бизнес или ценные бумаги эмитента.

С сожалением приходится отметить, что учебные пособия и учебники большинства российских авторов в области экономического и финансового анализа мало отличаются от тех, которые были написаны 20 лет назад. В некоторые из них стали включать элементы финансового менеджмента, стратегического и оперативного контроллинга, макроэкономического анализа. Но при этом их содержание, показатели, виды анализа лишь частично покрывают потребности современного менеджмента.

Анализ нормативных документов: рекомендуемые методики расчета

Нормативные документы, созданные специально для целей принятия инвесторами эффективных решений на российском рынке, также базируются на традиционных показателях анализа финансово-хозяйственной деятельности организации. Приказ ФСФР России от 10.10.2006 № 117-пз/н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» обязал эмитентов, зарегистрировавших проспект эмиссии, раскрывать информацию о показателях, несущих информацию, достаточную для того, чтобы любое заинтересованное лицо могло принять определенное решение.

Остановимся подробнее на показателях этого документа. Для анализа приводится динамика показателей, характеризующих финансовое состояние эмитента за 5 последних завершенных финансовых лет либо за каждый завершенный финансовый год, если эмитент осуществляет свою деятельность менее 5 лет, а также за последний завершенный отчетный период до даты утверждения проспекта ценных бумаг (информация приводится в виде таблицы, показатели рассчитываются на дату окончания каждого завершенного финансового года. В Приказе приводятся показатели анализа для некредитных и кредитных организаций. Рассмотрим некоторые показатели для некредитных организаций (см. таблицы 1, 2, 3).

Таблица 1

Анализ финансово-экономических показателей эмитента

Наименование показателя	Рекомендуемая методика расчета
Стоимость чистых активов эмитента, руб.	В соответствии с порядком, установленным Минфином России и/или федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг для акционерных обществ, а если эмитентом является акционерный инвестиционный фонд, – в соответствии с порядком, установленным федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг
Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам, %	(Долгосрочные обязательства на конец отчетного периода + краткосрочные обязательства на конец отчетного периода) / (Капитал и резервы на конец отчетного периода) х 100

Наименование показателя	Рекомендуемая методика расчета
Отношение суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам, %	(Краткосрочные обязательства на конец отчетного периода) / (Капитал и резервы на конец отчетного периода) х 100
Покрытие платежей по обслуживанию долгов, %	(Чистая прибыль за отчетный период + амортизационные отчисления за отчетный период) / (Обязательства, подлежавшие погашению в отчетном периоде + проценты, подлежавшие уплате в отчетном периоде) х 100
Уровень просроченной задолженности, %	(Просроченная задолженность на конец отчетного периода) / (Долгосрочные обязательства на конец отчетного периода + краткосрочные обязательства на конец отчетного периода) х 100
Оборачиваемость дебиторской задолженности, раз	(Выручка) / (Дебиторская задолженность на конец отчетного периода – задолженность участников (учредителей) по вкладам в уставный капитал на конец отчетного периода)
Доля дивидендов в прибыли, %	(Дивиденды по обыкновенным акциям по итогам завершенного финансового года) / (Чистая прибыль по итогам завершенного финансового года – дивиденды по привилегированным акциям по итогам завершенного финансового года) х 100
Производительность труда, руб./чел.	(Выручка) / (Среднесписочная численность сотрудников (работников))
Амортизация к объему выручки, %	(Амортизационные отчисления) / (Выручка) х 100

Таблица 2

Результаты финансово-хозяйственной деятельности эмитента

Наименование показателя	Рекомендуемая методика расчета
Выручка, руб.	Общая сумма выручки от продажи товаров, продукции, работ, услуг
Валовая прибыль, руб.	Выручка – себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг (кроме коммерческих и управленческих расходов)
Чистая прибыль (нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)), руб.	Чистая прибыль (убыток) отчетного периода
Рентабельность собственного капитала, %	(Чистая прибыль) / (Капитал и резервы – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов – собственные акции, выкупленные у акционеров) х 100
Рентабельность активов, %	(Чистая прибыль) / (Балансовая стоимость активов) х 100
Коэффициент чистой прибыльности, %	(Чистая прибыль) / (Выручка) х 100
Рентабельность продукции (продаж), %	(Прибыль от продаж) / (Выручка) х 100
Оборачиваемость капитала, раз	(Выручка) / (Балансовая стоимость активов – краткосрочные обязательства)

Наименование показателя	Рекомендуемая методика расчета
Сумма непокрытого убытка на отчетную дату, руб.	Непокрытый убыток прошлых лет + непокрытый убыток отчетного года
Соотношение непокрытого убытка на отчетную дату и валюты баланса, %	(Сумма непокрытого убытка на отчетную дату) / (Балансовая стоимость активов) х 100

Таблица 3

Анализ ликвидности, достаточности капитала и оборотных средств эмитента

Наименование показателя	Рекомендуемая методика расчета
Собственные оборотные средства, руб.	Капитал и резервы (за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров) – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов – внеоборотные активы
Индекс постоянного актива	(Внеоборотные активы + долгосрочная дебиторская задолженность) / (Капитал и резервы (за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров) – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов)
Коэффициент текущей ликвидности	(Оборотные активы – долгосрочная дебиторская задолженность) / (Краткосрочные обязательства (не включая доходы будущих периодов))
Коэффициент быстрой ликвидности	(Оборотные активы – запасы – налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям – долгосрочная дебиторская задолженность) / (Краткосрочные обязательства (не включая доходы будущих периодов))
Коэффициент автономии собственных средств	(Капитал и резервы (за вычетом собственных акций, выкупленных у акционеров) – целевые финансирование и поступления + доходы будущих периодов) / (Внеоборотные активы + оборотные активы)

Как видим, показатели, используемые для анализа, носят традиционный характер.

При этом нужно констатировать, что с формированием российского рынка ценных бумаг появилась литература по техническому анализу, основному инструменту принятия инвестиционных решений.

Но как у инструментария традиционного экономического анализа, так и у технического анализа есть один общий недостаток: выводы и решения строятся на ретроспективных данных, без учета перспективы развития бизнеса эмитентов.

Эту проблему частично снимает фундаментальный анализ, основанный на инструментарии стоимостно-ориентированного менеджмента. Основным подходом, применяемым в рамках фундаментального анализа, является доходный подход в оценке. Он определяет стоимость бизнеса как текущую стоимость будущих доходов, генерируемых организацией.

Современная концепция управления бизнесом: стоимостно-ориентированный менеджмент

Стоимостно-ориентированный менеджмент (Value Based Management, VBM) – менеджмент, нацеленный на создание, управление и оценку стоимости.

VBM, одна из наиболее продуктивных современных концепций управления, рассматривает увеличение стоимости бизнеса как главную цель функционирования компании.

Современная концепция управления бизнесом

ориентируется на стоимостной подход в принятии решений. Концепция Value Based Management (стоимостно-ориентированного менеджмента, системы мониторинга и управления стоимостью бизнеса) в качестве основных критериев принятия решений использует такие показатели, как **рыночная стоимость бизнеса, добавленная стоимость бизнеса, денежные потоки, риски, цена капитала.**

В рамках управленческих технологий стоимостно-ориентированного менеджмента проводится анализ факторов, формирующих стоимость бизнеса в соответствующих отраслях экономики, а также влияния на стоимость налогового менеджмента, результатов разработки инвестиционной, финансовой и операционной стратегий управления стоимостью, оценки результатов реструктуризации компании.

Управление стоимостью – это **управление будущим** компании, следовательно – **неотъемлемая составляющая стратегии компании и её развития.**

С точки зрения стоимостно-ориентированного менеджмента, показатели анализа смещаются от бухгалтерской прибыли к экономической прибыли.

Таблица 4

Соотнесение показателей бухгалтерского и стоимостного подходов к анализу показателей

Критерий	Бухгалтерская модель	Финансовая модель
Выявление результатов	Бухгалтерская прибыль = выручка – фактические издержки	Экономическая прибыль (RI) = выручка – явные и неявные издержки RI= (ROCE - r)*CE
Измерение результатов	Прибыль (вне анализа рисков) (Прибыль – результат операционной деятельности (не полный учет операций)	Денежный поток с учетом рисков (Совокупность притоков и оттоков денежных средств от операционной, инвестиционной и финансовой деятельности)
Оценка цели развития	Рост прибыли	Рост стоимости бизнеса
Критерии признания результата	Рентабельность>0 Тп >	Рентабельность> цена капитала Тп >

Пояснения к таблице:
ROCE – рентабельность инвестированного капитала;
r – альтернативные издержки (ожидаемая норма доходности по альтернативным инвестициям);
CE – инвестированный капитал;
Тп – темп роста прибыли;
Тв – темп роста выручки;
Так - темп роста активов;
Twacc – темп роста средневзвешенной цены капитала.

Задачи экономического анализа при стоимостно-ориентированном подходе к управлению финансами организаций

Вышеизложенное свидетельствует о назревшей необходимости создания системы экономического анализа в рамках стоимостно-ориентированного подхода к управлению финансами организации. Сформулируем основные задачи такого анализа в рамках стоимостно-ориентированного подхода к управлению финансами организации:

- оценка степени выполнения плана и динамики

изменения величины стоимости бизнеса;

• выявление факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса;

• определение влияния факторов на изменение величины стоимости бизнеса;

• выявление резервов увеличения стоимости бизнеса;

• разработка мероприятий по освоению выявленных резервов.

Особое место в анализе принятия решений в рамках стоимостно-ориентированного подхода занимает фактор, существенно влияющий на стоимость – поведение инвесторов. Активно развивающееся в последнее время направление – **поведенческие финансы** – определяет, что некоторые основные предпосылки, на которых до сих пор строилась теория финансов, подвергаются сомнению. В частности, речь идет о концепции эффективности рынков[1]. Анализу этой и других проблем посвящены работы Евстигнеева В.М.[2]

Стоимостно-ориентированный экономический анализ должен включать в себя следующие направления:

– факторный анализ показателей стоимости и экономической добавленной стоимости;

– сравнительный анализ показателей стоимости, полученных в результате применения трех общепринятых подходов к оценке;

– анализ эффективности бизнеса, основанный на показателях стоимости.

– анализ эффективности использования ресурсов (материальных, трудовых и т.д.) организации, основанный на показателях стоимости.

Методы факторного анализа давно известны и описаны в литературе по экономическому и финансовому анализу. Новым здесь является **объект анализа**, т.е. показатели экономической добавленной стоимости (EVA), рыночной добавленной стоимости (MVA), акционерной добавленной стоимости (SVA), стоимости бизнеса (V), а также соотнесение разных видов стоимости бизнеса (рыночная, инвестиционная) для выявления резервов роста стоимости бизнеса и управленческих возможностей.

В рамках анализа эффективности бизнеса можно выделить:

• непосредственно показатели, базирующиеся на добавленной стоимости;

• рентабельность бизнеса, основанную на денежных потоках.

Анализ эффективности использования ресурсов, базирующихся на показателях стоимости, будет включать:

• показатели, характеризующие соотношение темпов прироста стоимости или экономической добавленной стоимости и темпов прироста ресурса;

• относительную экономию или перерасход ресурса на основе сопоставления динамики ресурса с индексом денежного потока, стоимости или экономической добавленной стоимости.

Таким образом, система показателей экономического анализа эмитента позволит инвесторам принимать объективные и более обоснованные решения.

---

[1] Поведенческие финансы. Инвесторы, компании, рынки = Behavioral Finance. Investors, Corporations and Markets. Выпуск 1 / Под ред. К. Бейкера, Дж. Носфингера; Пер. с англ. – Маросейка, 2011

[2] Евстигнеев В. Р. Прогнозирование доходности на рынке акций. М: Маросейка, 2009

Библиография

1. Приказ ФСФР России от 10.10.2006 № 117-пз/н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»
2. Битюцких В.Т. Мифы финансового анализа и управление стоимостью компании. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007
3. Вопросы стоимости. Овладейте новейшими приемами управления, инвестирования и регулирования, основанными на стоимости компании / Под ред. Э. Блэка. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2009
4. Евстигнеев В. Р. Прогнозирование доходности на рынке акций. М: Маросейка, 2009
5. Ефимова О.В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений- М.: Омега-Л, 2010
6. Поведенческие финансы. Инвесторы, компании, рынки = Behavioral Finance. Investors, Corporations and Markets. Выпуск 1 / Под ред. К. Бейкера, Дж. Носфингера; Пер. с англ. – Маросейка, 2011
7. Савицкая Г.В. Анализ хозяйственной деятельности предприятия: Учебник. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2009
8. Хиггинс Роберт С. Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений: пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007

Подписку на электронную версию наших изданий вы можете оформить на сайте Научной электронной библиотеки www.elibrary.ru

ИНСАЙДЕРЫ И ИНСАЙДЕРСКАЯ ИНФОРМАЦИЯ ЭМИТЕНТА В РОССИИ

ШУКЛИНА М.А., к.с/х.н., доц., кафедра Оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения, МФПУ «Синергия», заместитель директора Центра профессиональной переподготовки

elski@mail.ru

В 2011 году вступил в силу принятый 27 июля 2010 года Федеральный закон № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации[1] и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон об инсайде). Отдельные его положения (о неправомерном использовании инсайдерской информации) вступают в силу в 2013 году.

Закон об инсайде регулирует отношения, связанные с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами[2], которые допущены к торговле на организованных торгах на территории Российской Федерации, и (или) с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, в отношении которых подана заявка о допуске к торговле на указанных торгах, а также с финансовыми инструментами, цена которых зависит от финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, допущенных к торговле на организованных торгах, и (или) с финансовыми инструментами, цена которых зависит от финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров, в отношении которых подана заявка о допуске к торговле на указанных торгах.

Цель Закона об инсайде:

• обеспечить справедливое ценообразование на финансовые инструменты, иностранную валюту и (или) товары;

• обеспечить равенство инвесторов и укрепление доверия инвесторов;

• создать правовой механизм предотвращения, выявления и пресечения злоупотреблений на организованных торгах в форме неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком.

Законом об инсайде определены два уровня для круга инсайдеров:

Первый уровень – это организации, которые вследствие своей деятельности генерируют инсайдерскую информацию и распространяют ее[3].

Второй уровень – это лица, которые имеют доступ к ней. Они представлены в таблице 1. Автор статьи хотел бы особое внимание уделить месту оценщиков среди групп указанных лиц.

Таблица 1

Круг инсайдеров, определенных статьей 4 Закона об инсайде

№ п/п	Наименование инсайдера	Уровень инсайдеров
1	эмитенты и управляющие компании	первый

[1] Инсайдерская информация – точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена (в том числе сведения, составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи –в части информации о почтовых переводах денежных средств) и иную охраняемую законом тайну, распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров

[2] Товары – вещи, за исключением ценных бумаг, которые допущены к торговле на организованных торгах на территории Российской Федерации или в отношении которых подана заявка о допуске к торговле на указанных торгах

[3] Распространение информации – действия:
• направленные на получение информации неопределенным кругом лиц или на передачу информации неопределенному кругу лиц, в том числе путем ее раскрытия в соответствии с законодательством Российской Федерации о ценных бумагах;
• связанные с опубликованием информации в средствах массовой информации, в том числе электронных, информационно-телекоммуникационных сетях, доступ к которым не ограничен определенным кругом лиц (включая Интернет);
• связанные с распространением информации через электронные, информационно-телекоммуникационные сети, доступ к которым не ограничен определенным кругом лиц (включая сеть Интернет)

№ п/п	Наименование инсайдера	Уровень инсайдеров
2	хозяйствующие субъекты, включенные в предусмотренный статьей 23 Федерального закона от 26 июля 2006 года № 135-ФЗ «О защите конкуренции» реестр и занимающие доминирующее положение на рынке определенного товара в географических границах Российской Федерации;	первый
3	организаторы торговли*, клиринговые организации, а также депозитарии и кредитные организации, осуществляющие расчеты по результатам сделок, совершенных через организаторов торговли;	первый
4	профессиональные участники рынка ценных бумаг и иные лица, осуществляющие в интересах клиентов операции с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, получившие инсайдерскую информацию от клиентов**;	первый
5	лица, имеющие доступ к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1-4 на основании договоров, заключенных с соответствующими лицами, в том числе аудиторы (аудиторские организации), *оценщики (юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры)*, профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные организации, страховые организации;	второй
6	лица, которые владеют не менее чем 25% голосов в высшем органе управления лиц, указанных в пунктах 1-4, а также лица, которые в силу владения акциями (долями) в уставном капитале указанных лиц имеют доступ к инсайдерской информации на основании федеральных законов или учредительных документов;	второй
7	члены совета директоров (наблюдательного совета), члены коллегиального исполнительного органа, лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа (в том числе управляющая организация, управляющий либо временный единоличный исполнительный орган), члены ревизионной комиссии юридических лиц, указанных в пунктах 1-6, 8, 11 и 12, управляющих организаций;	второй
8	лица, имеющие доступ к информации о направлении добровольного, обязательного или конкурирующего предложения о приобретении акций в соответствии с законодательством Российской Федерации об акционерных обществах, в том числе лица, направившие в акционерное общество добровольные или конкурирующие предложения, кредитная организация, предоставившая банковскую гарантию, *оценщик (юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры);*	второй
9	федеральные органы исполнительной власти, исполнительные органы государственной власти субъектов Российской Федерации, органы местного самоуправления, иные осуществляющие функции указанных органы или организации, органы управления государственных внебюджетных фондов, имеющих в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации право размещать временно свободные средства в финансовые инструменты (далее – органы управления государственных внебюджетных фондов), Банк России;	второй
10	имеющие доступ к инсайдерской информации руководители федеральных органов исполнительной власти, имеющие доступ к инсайдерской информации руководители исполнительных органов государственной власти субъектов Российской Федерации, имеющие доступ к инсайдерской информации выборные должностные лица местного самоуправления, имеющие доступ к инсайдерской информации государственные служащие и муниципальные служащие органов, указанных в пункте 9 настоящей статьи, имеющие доступ к инсайдерской информации работники органов и организаций, осуществляющих функции органов, указанных в пункте 9 настоящей статьи, имеющие доступ к инсайдерской информации работники органов управления государственных внебюджетных фондов, имеющие доступ к инсайдерской информации служащие (работники) Банка России, члены Национального банковского совета;	второй

№ п/п	Наименование инсайдера	Уровень инсайдеров
11	информационные агентства, осуществляющие раскрытие или предоставление информации лиц, указанных в пунктах 1-4, органов и организаций, указанных в пункте 9, Банка России;	второй
12	лица, осуществляющие присвоение рейтингов лицам, указанным в пунктах 1-4, а также ценным бумагам (далее – рейтинговые агентства);	второй
13	физические лица, имеющие доступ к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1-8, 11 и 12, на основании трудовых и (или) гражданско-правовых договоров, заключенных с соответствующими лицами.	второй

Пояснения к таблице:

** Организатор торговли – лицо, оказывающее услуги по проведению организованных торгов на товарном и (или) финансовом рынках на основании лицензии биржи или лицензии торговой системы; фондовая, валютная, товарная биржа,*

*** В соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» <1> профессиональным участникам рынка ценных бумаг, указанными в этом пункте являются брокеры и доверительные управляющие:*

• осуществляющие в интересах клиентов операции с ценными бумагами, допущенными к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг или в отношении которых подана заявка об их допуске к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг;

• заключающие в интересах клиентов на торгах фондовой биржи договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами.

Оценщики подпадают под понятие инсайдер по пункту 5 – как лица, имеющие доступ к инсайдерской информации, и 8 – как лица, имеющие доступ к информации о направлении добровольного, обязательного или конкурирующего предложения о приобретении акций. Соответственно, несут все последствия, определенные Законом об инсайде и нормативными правовыми актами ФСФР России. Однако следует заметить, что это касается оценщиков, составивших отчет по ценным бумагам эмитента, обращающимся на организованном рынке.

В соответствии с Информационным письмом ФСФР России[4] юридические лица, перечисленные в пунктах 1-8, 11 и 12, следовательно, и оценщик (юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры) обязаны:

• разработать и утвердить порядок доступа к инсайдерской информации, правила охраны ее конфиденциальности и контроля за соблюдением требований Закона об инсайде и нормативных правовых актов;

• создать (определить, назначить) структурное подразделение (должностное лицо), в обязанности которого входит осуществление контроля требований;

• обеспечить условия для беспрепятственного и эффективного осуществления созданным структурным подразделением его функций.

Юридические лица, перечисленные в пунктах 1-8, 11 и 12 Закона об инсайде, обязаны вести список инсайдеров, уведомлять лиц, включенных в список инсайдеров, об их включении в такой список и исключении из него, а также информировать указанных лиц о требованиях Закона об инсайде и передавать список инсайдеров организаторам торговли.

Согласно разъяснениям ФСФР России, отраженным в инструктивном письме[5], в список инсайдеров юридических лиц, указанных в пунктах 5-8, 11 и 12, включаются лица, указанные в пунктах 7 и 13.

При этом организации включаются в список инсайдеров без введения в такой список их работников, а также членов их органов управления и органов контроля за финансово-хозяйственной деятельностью.

[4] Информационное письмо ФСФР России от 27.01.2011 года «О мерах по реализации Федерального закона от 27.06.1010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

[5] Информационное письмо ФСФР России от 28.12.2011 № 11-ДР-10/37974 «О разъяснении отдельных вопросов практики применения Федерального закона от 27.07.2010 № 224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»

Для включения физических лиц в список инсайдеров юридического лица необходимым условием является наличие заключенного между соответствующими физическим и юридическим лицами гражданско-правового или трудового договора, в котором предусматривается доступ к инсайдерской информации (за исключением случаев, когда физические лица входят в органы управления или ревизионную комиссию такого юридического лица).

Необходимо помнить, что в соответствии с пунктом 2 части 1 статьи 6 Закона запрещается использование инсайдерской информации путем передачи ее другому лицу, за исключением случаев передачи этой информации лицу, включенному в список инсайдеров, в связи с исполнением обязанностей, установленных федеральными законами, либо в связи с исполнением трудовых обязанностей или исполнением договора.

При этом если третье лицо, которому инсайдерская информация передается в связи с исполнением обязанностей либо исполнением договора, не относится к лицам, указанным в пунктах 7 и 13, и не подлежит включению в список инсайдеров лица, указанного в пункте 5.

Включение лица в список инсайдеров без достаточных на то оснований может быть обжаловано путем письменного обращения в организацию, допустившую неправомерное включение лица в список инсайдеров, и (или) в судебном порядке.

Оценщики не обязаны раскрывать инсайдерскую информацию, так как таковую должны раскрывать и предоставлять лица, указанные в пунктах 1-4, 11 и 12, подпадающие под определенный нами первый уровень, а также информационные и рейтинговые агентства (второй уровень).

Однако перечень инсайдерской информации, определенный Приказом ФСФР России от 12 мая 2011 № 11-18/пз-н [6], интересен оценщику с точки зрения информации, оказывающей существенное влияние на цены.

Необходимо отметить, что ФСФР России выделила в отдельный перечень инсайдерскую информацию эмитента, не объединив ее с существенными фактами, определенными статьей 30 ФЗ «О рынке ценных бумаг»[7], несмотря на то, что по многим позициям они схожи и даже раскрываются одинаково:

- в течение одного дня в ленте новостей;
- в течение двух дней в сети Интернет.

В свою очередь, ФЗ «О рынке ценных бумаг» дает более расширенное толкование существенного факта, указывая, что таковыми признаются сведения, которые в случае их раскрытия или предоставления могут оказать значительное влияние не только на котировки эмиссионных ценных бумаг и на их стоимость.

В таблице 2 представлен перечень относящейся **к инсайдерской** информации эмитентов на основании Приказа ФСФР России от 12 мая 2011 № 11-18/пз-н.

[6] Приказ ФСФР России от 12 мая 2011 № 11-18/пз-н «Об утверждении перечня информации, относящейся к инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1-4, 11 и 12 статьи 4 федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», а также порядка и сроков раскрытия информации»

[7] Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»

Таблица 2

Перечень информации, относящейся к инсайдерской информации эмитентов на основании Приказа ФСФР России от 12 мая 2011 № 11-18/пз-н

n /n	Наименование показателя
1	О созыве и проведении общего собрания участников (акционеров) эмитента, в том числе о повестке дня, дате проведения, дате составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании, а также о решениях, принятых общим собранием участников (акционеров) эмитента;
2	о повестке дня заседания совета директоров (наблюдательного совета) эмитента, а также о принятых им решениях;

n /n	Наименование показателя
3	о фактах непринятия советом директоров (наблюдательным советом) эмитента следующих решений, которые должны быть приняты в соответствии с федеральными законами; • о созыве годового (очередного) общего собрания акционеров (участников) эмитента, являющегося хозяйственным обществом, а также об иных решениях, связанных с подготовкой, созывом и проведением годового (очередного) общего собрания акционеров (участников) такого эмитента; • о созыве (проведении) или об отказе в созыве (проведении) внеочередного общего собрания акционеров (участников) эмитента, являющегося хозяйственным обществом, по требованию ревизионной комиссии (ревизора) такого эмитента, аудитора такого эмитента или акционеров (акционера), являющихся владельцами не менее чем 10% голосующих акций (участников, обладающих в совокупности не менее чем одной десятой от общего числа голосов участников) такого эмитента; • о включении или об отказе во включении внесенных вопросов в повестку дня общего собрания акционеров (участников) эмитента, являющегося хозяйственным обществом, а выдвинутых кандидатов – в список кандидатур для голосования по выборам в соответствующий орган такого эмитента, которые предложены акционерами (акционером), являющимися в совокупности владельцами не менее чем 2% голосующих акций такого эмитента, а если эмитентом является общество с ограниченной ответственностью, – любым его участником; • об образовании единоличного исполнительного органа эмитента, являющегося акционерным обществом, на двух проведенных подряд заседаниях совета директоров (наблюдательного совета) такого эмитента либо в течение двух месяцев с даты прекращения или истечения срока действия полномочий ранее образованного единоличного исполнительного органа такого эмитента в случае, предусмотренном пунктом 6 статьи 69 Федерального закона от 26.12.1995 N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» <1>; • о досрочном прекращении полномочий единоличного исполнительного органа эмитента, являющегося акционерным обществом, на двух проведенных подряд заседаниях совета директоров (наблюдательного совета) такого эмитента в случае, предусмотренном пунктом 7 статьи 69 Федерального закона «Об акционерных обществах»; • о созыве (проведении) внеочередного общего собрания акционеров эмитента, являющегося акционерным обществом, в случае, когда количество членов совета директоров (наблюдательного совета) такого эмитента становится менее количества, составляющего кворум для проведения заседания совета директоров (наблюдательного совета) такого эмитента; • об образовании временного единоличного исполнительного органа эмитента, являющегося акционерным обществом, и о проведении внеочередного общего собрания акционеров такого эмитента для решения вопроса о досрочном прекращении полномочий его единоличного исполнительного органа или управляющей организации (управляющего) и об образовании нового единоличного исполнительного органа такого эмитента или о передаче полномочий его единоличного исполнительного органа управляющей организации (управляющему) в случае, когда советом директоров (наблюдательным советом) такого эмитента принимается решение о приостановлении полномочий его единоличного исполнительного органа или полномочий управляющей организации (управляющего);
4	о направлении эмитентом заявления о внесении в единый государственный реестр юридических лиц записей, связанных с реорганизацией, прекращением деятельности или с ликвидацией эмитента, а в случае принятия органом, осуществляющим государственную регистрацию юридических лиц, решения об отказе во внесении указанных записей – сведения о принятии такого решения;
5	о появлении у эмитента подконтрольной ему организации, имеющей для него существенное значение, а также о прекращении оснований контроля над такой организацией;
6	о появлении лица, контролирующего эмитента, а также о прекращении оснований такого контроля;
7	о принятии решения о реорганизации или ликвидации организацией, контролирующей эмитента, подконтрольной эмитенту организацией, имеющей для него существенное значение, либо лицом, предоставившим обеспечение по облигациям этого эмитента*;

n /n	Наименование показателя
8	о направлении организацией, контролирующей эмитента, подконтрольной эмитенту организацией, имеющей для него существенное значение, либо лицом, предоставившим обеспечение по облигациям эмитента, заявления о внесении в единый государственный реестр юридических лиц записей, связанных с реорганизацией, прекращением деятельности или с ликвидацией указанных организаций;
9	о появлении у эмитента, контролирующего его лица, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, либо у лица, предоставившего обеспечение по облигациям этого эмитента, признаков несостоятельности (банкротства), предусмотренных законодательством Российской Федерации о несостоятельности (банкротстве);
10	о принятии арбитражным судом заявления о признании эмитента, контролирующего его лица, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, либо лица, предоставившего обеспечение по облигациям этого эмитента, банкротами, а также о принятии арбитражным судом решения о признании указанных лиц банкротами, введении в отношении них одной из процедур банкротства, прекращении в отношении них производства по делу о банкротстве;
11	о предъявлении эмитенту, контролирующей его организации, подконтрольной эмитенту организации, имеющей для него существенное значение, либо лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, иска, размер требований по которому составляет 10 или более процентов балансовой стоимости активов указанных лиц на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего предъявлению иска, в отношении которого истек установленный срок представления бухгалтерской (финансовой) отчетности, или иного иска, удовлетворение которого, по мнению эмитента, может существенным образом повлиять на финансово-хозяйственное положение эмитента или указанных лиц;
12	о дате, на которую составляется список владельцев именных эмиссионных ценных бумаг эмитента или документарных эмиссионных ценных бумаг эмитента на предъявителя с обязательным централизованным хранением для целей осуществления (реализации) прав, закрепленных такими эмиссионными ценными бумагами**;
13	о принятии уполномоченными органами эмитента следующих решений: • о размещении эмиссионных ценных бумаг эмитента; • об утверждении решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг эмитента; • об утверждении проспекта ценных бумаг эмитента; • о дате начала размещения эмиссионных ценных бумаг эмитента***;
14	о завершении размещения эмиссионных ценных бумаг эмитента;
15	о направлении (подаче) эмитентом заявления на государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг, регистрацию проспекта ценных бумаг, регистрацию изменений, вносимых в решение о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг и (или) в их проспект, государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;
16	о направлении (подаче) эмитентом уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;
17	о решении арбитражного суда о признании выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг эмитента недействительным;
18	о погашении эмиссионных ценных бумаг эмитента;
19	о начисленных и (или) выплаченных доходах по эмиссионным ценным бумагам эмитента;
20	о заключении эмитентом договора с российским организатором торговли на рынке ценных бумаг о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента в список ценных бумаг, допущенных к торгам российским организатором торговли на рынке ценных бумаг, а также договора с российской фондовой биржей о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента в котировальный список российской фондовой биржи;

n /n	Наименование показателя
21	о заключении эмитентом договора о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента или ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российского эмитента, в список ценных бумаг, допущенных к торгам на иностранном организованном (регулируемом) финансовом рынке, а также договора с иностранной фондовой биржей о включении таких ценных бумаг в котировальный список иностранной фондовой биржи;
22	о включении эмиссионных ценных бумаг эмитента или ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении эмиссионных ценных бумаг российского эмитента, в список ценных бумаг, допущенных к торгам на иностранном организованном (регулируемом) финансовом рынке, и об исключении таких ценных бумаг из указанного списка, а также о включении в котировальный список иностранной фондовой биржи таких ценных бумаг или об их исключении из указанного списка;
23	о заключении эмитентом договора о поддержании (стабилизации) цен на эмиссионные ценные бумаги эмитента (ценные бумаги иностранного эмитента, удостоверяющие права в отношении эмиссионных ценных бумаг российского эмитента), об условиях указанного договора, а также о прекращении такого договора;
24	о подаче эмитентом заявления на получение разрешения федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг на размещение и (или) организацию обращения его эмиссионных ценных бумаг за пределами Российской Федерации;
25	о неисполнении обязательств эмитента перед владельцами его эмиссионных ценных бумаг;
26	о приобретении лицом или прекращении у лица права прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) самостоятельно или совместно с иными лицами, связанными с ним договором доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) эмитента, распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал эмитента, если указанное количество голосов составляет 5 процентов либо стало больше или меньше 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 или 95 процентов общего количества голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал эмитента;
27	о поступившем эмитенту в соответствии с главой XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах» добровольном, в том числе конкурирующем, или обязательном предложении о приобретении его эмиссионных ценных бумаг, а также об изменениях, внесенных в указанные предложения;
28	о поступившем эмитенту в соответствии с главой XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах» уведомлении о праве требовать выкупа эмиссионных ценных бумаг эмитента или требовании о выкупе эмиссионных ценных бумаг эмитента;
29	о выявлении ошибок в ранее раскрытой или предоставленной бухгалтерской (финансовой) отчетности эмитента, если такие ошибки могут оказать существенное влияние на цену эмиссионных ценных бумаг эмитента;
30	о совершении эмитентом или лицом, предоставившим обеспечение по облигациям эмитента, сделки, размер которой составляет 10 или более процентов балансовой стоимости активов эмитента или указанного лица на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего совершению сделки, в отношении которого истек установленный срок представления бухгалтерской (финансовой) отчетности;
31	о совершении организацией, контролирующей эмитента, или подконтрольной эмитенту организацией, имеющей для него существенное значение, сделки, признаваемой в соответствии с законодательством Российской Федерации крупной сделкой;

n /n	Наименование показателя
32	о совершении эмитентом сделки, в совершении которой имеется заинтересованность и необходимость одобрения которой уполномоченным органом управления эмитента предусмотрена законодательством Российской Федерации, если размер такой сделки превышает 200 млн. рублей либо составляет 2 или более процента балансовой стоимости активов эмитента на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего одобрению сделки уполномоченным органом управления эмитента, а если такая сделка уполномоченным органом управления эмитента до ее совершения не одобрялась, – на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего совершению эмитентом такой сделки, в отношении которого истек установленный срок представления бухгалтерской (финансовой) отчетности;
33	об изменении состава и (или) размера предмета залога по облигациям эмитента с залоговым обеспечением, а в случае изменения состава и (или) размера предмета залога по облигациям эмитента с ипотечным покрытием – сведения о таких изменениях, если они вызваны заменой любого обеспеченного ипотекой требования, составляющего ипотечное покрытие облигаций, или заменой иного имущества, составляющего ипотечное покрытие облигаций, стоимость (денежная оценка) которого составляет 10 или более процентов от размера ипотечного покрытия облигаций;
34	об изменении стоимости активов лица, предоставившего обеспечение по облигациям эмитента, которое составляет 10 или более процентов, или об ином существенном, по мнению эмитента, изменении финансово-хозяйственного положения такого лица;
35	о получении эмитентом или прекращении у эмитента права прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) самостоятельно или совместно с иными лицами, связанными с эмитентом договором доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) организации, эмиссионные ценные бумаги которой включены в список ценных бумаг, допущенных к торгам организатором торговли на рынке ценных бумаг, либо стоимость активов которой превышает 5 млрд рублей, распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал указанной организации, если указанное количество голосов составляет 5 процентов либо стало больше или меньше 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 или 95 процентов общего количества голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал такой организации;
36	о приобретении лицом или прекращении у лица права прямо или косвенно (через подконтрольных ему лиц) самостоятельно или совместно с иными лицами, связанными с ним договором доверительного управления имуществом, и (или) простого товарищества, и (или) поручения, и (или) акционерным соглашением, и (или) иным соглашением, предметом которого является осуществление прав, удостоверенных акциями (долями) организации, предоставившей поручительство по облигациям эмитента, распоряжаться определенным количеством голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал такой организации, если указанное количество голосов составляет 5 процентов либо стало больше или меньше 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, 75 или 95 процентов общего количества голосов, приходящихся на голосующие акции (доли), составляющие уставный капитал такой организации;
37	о заключении эмитентом, контролирующим его лицом или подконтрольной эмитенту организацией договора, предусматривающего обязанность приобретать эмиссионные ценные бумаги указанного эмитента;
38	о получении, приостановлении действия, возобновлении действия, переоформлении, об отзыве (аннулировании) или о прекращении по иным основаниям действия разрешения (лицензии) эмитента на осуществление определенной деятельности, имеющей для указанного эмитента существенное финансово-хозяйственное значение;

n /n	Наименование показателя
39	об истечении срока полномочий единоличного исполнительного органа и (или) членов коллегиального исполнительного органа эмитента;
40	об изменении размера доли участия в уставном (складочном) капитале эмитента и подконтрольных эмитенту организаций, имеющих для него существенное значение: • лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета), членами коллегиального исполнительного органа эмитента, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа эмитента; • лиц, являющихся членами совета директоров (наблюдательного совета), членами коллегиального исполнительного органа управляющей организации, а также лица, занимающего должность (осуществляющего функции) единоличного исполнительного органа управляющей организации, в случае, если полномочия единоличного исполнительного органа эмитента переданы управляющей организации;
41	о возникновении и (или) прекращении у владельцев облигаций эмитента права требовать от эмитента досрочного погашения принадлежащих им облигаций эмитента;
42	о привлечении или замене организаций, оказывающих эмитенту услуги посредника при исполнении эмитентом обязательств по облигациям или иным эмиссионным ценным бумагам эмитента, с указанием их наименований, мест нахождения и размеров вознаграждений за оказываемые услуги, а также об изменении указанных сведений;
43	о споре, связанном с созданием эмитента, управлением им или участием в нем, если решение по указанному спору может оказать существенное влияние на цену эмиссионных ценных бумаг эмитента;
44	о предъявлении лицу, предоставившему обеспечение по облигациям эмитента, требований, связанных с исполнением обязательств по таким облигациям;
45	о размещении за пределами Российской Федерации облигаций или иных финансовых инструментов, удостоверяющих заемные обязательства, исполнение которых осуществляется за счет эмитента;
46	о приобретении (об отчуждении) голосующих акций (долей) эмитента или ценных бумаг иностранного эмитента, удостоверяющих права в отношении голосующих акций эмитента, эмитентом и (или) подконтрольными эмитенту организациями, за исключением подконтрольных организаций, которые являются брокерами и (или) доверительными управляющими и совершили сделку от своего имени, но за счет клиента, не являющегося эмитентом и (или) подконтрольной ему организацией;
47	направляемая или предоставляемая эмитентом соответствующему органу (соответствующей организации) иностранного государства, иностранной фондовой бирже и (или) иным организациям в соответствии с иностранным правом для целей ее раскрытия или предоставления иностранным инвесторам в связи с размещением или обращением эмиссионных ценных бумаг эмитента за пределами Российской Федерации, в том числе посредством приобретения размещаемых (размещенных) в соответствии с иностранным правом ценных бумаг иностранного эмитента;
48	составляющая годовую или промежуточную (квартальную) бухгалтерскую (финансовую) отчетность эмитента, в том числе его годовую или промежуточную сводную бухгалтерскую (консолидированную финансовую) отчетность;
49	составляющая условия размещения эмиссионных ценных бумаг, определенные утвержденным уполномоченным органом эмитента решением о выпуске (дополнительном выпуске) ценных бумаг, в случае: размещения ценных бумаг на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг; размещения ценных бумаг дополнительного выпуска, если ценные бумаги выпуска, по отношению к которому размещаемые ценные бумаги составляют дополнительный выпуск, допущены к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг или в отношении них подана заявка о допуске к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг;

n /n	Наименование показателя
50	содержащаяся в утвержденном уполномоченным органом эмитента отчете (уведомлении) об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг в случае: размещения ценных бумаг на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг; размещения ценных бумаг дополнительного выпуска, если ценные бумаги выпуска, по отношению к которому размещаемые ценные бумаги составляют дополнительный выпуск, допущены к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг или в отношении них подана заявка о допуске к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг;
51	содержащаяся в утвержденном уполномоченным органом эмитента проспекте ценных бумаг, за исключением информации, которая ранее уже была раскрыта или предоставлена в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;
52	содержащаяся в подписанных уполномоченными лицами эмитента ежеквартальных отчетах, за исключением информации, которая ранее уже была раскрыта или предоставлена в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах;
53	содержащаяся в подписанных уполномоченными лицами эмитента, являющегося акционерным обществом, годовых отчетах такого эмитента, за исключением информации, которая ранее уже была раскрыта или предоставлена в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации о ценных бумагах.

Пояснения к таблице:

**Информация о лице, предоставившем обеспечение по облигациям эмитента, а также об условиях такого обеспечения, предусмотренная подпунктами 7-11, 30, 33, 34, 36, 44 пункта 2.1 настоящего Перечня, относится к инсайдерской информации эмитента в случае, если указанные облигации допущены к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг или в отношении них подана заявка о допуске к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг.*

Информация о лице, предоставившем обеспечение по облигациям эмитента, предусмотренная подпунктами 7-11, 30, 34 пункта 2.1 настоящего Перечня, не относится к инсайдерской информации эмитента в случае, если таким лицом является Российская Федерация, предоставившая государственную гарантию Российской Федерации, субъект Российской Федерации, предоставивший государственную гарантию субъекта Российской Федерации, и (или) муниципальное образование, предоставившее муниципальную гарантию по облигациям эмитента.

*** Информация о размещенных (находящихся в обращении) эмиссионных ценных бумагах эмитента, предусмотренная подпунктами 12, 18, 19, 23, 37, 41 пункта 2.1 настоящего Перечня, относится к инсайдерской информации эмитента в случае, если указанные эмиссионные ценные бумаги допущены к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг или в отношении них подана заявка о допуске к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг.*

**** Информация о размещаемых эмитентом эмиссионных ценных бумагах, предусмотренная подпунктами 13-16 пункта 2.1 настоящего Перечня, относится к инсайдерской информации эмитента в случае, если:*

• размещение эмиссионных ценных бумаг эмитента осуществляется на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг;

• размещаемые эмиссионные ценные бумаги эмитента составляют дополнительный выпуск по отношению к эмиссионным ценным бумагам выпуска, которые допущены к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг или в отношении которых подана заявка о допуске к торгам на организаторе торговли на рынке ценных бумаг.

В то же время оценщику следует знать, что этот перечень не исчерпывающий, эмитенты обязаны утвердить собственные перечни инсайдерской информации, с которыми необходимо будет по возможности ознакомиться при подготовке отчета, чтобы в полной мере проанализировать все факторы, оказывающие существенное влияние на стоимость.

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ – СПАСЕНИЕ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ?

ИОНОВА Ю.Г., к.э.н., зав. кафедрой Финансового менеджмента, МФПУ «Синергия»

E-mail: ionovayulia@rambler.ru

Государственным финансам отводится центральная роль в финансовой системе страны. Они оказывают существенное воздействие как на всю экономическую систему, так и на эффективность работы отдельных субъектов экономики. Принято полагать, что существенное влияние на рост ВВП страны оказывает объем инвестиций: не столько частных, сколько – государственных. Данное положение базируется на *эффекте мультипликатора Дж. М. Кейнса*, который на сегодняшний день является единственным теоретическим обоснованием необходимости государственных инвестиций в экономику[1].

Согласно эффекту мультипликатора незначительное увеличение расходов может дать многократный прирост ВВП, а небольшое сокращение расходов способно привести через мультипликатор к значительному увеличению ВВП страны. По Кейнсу, существует закон, согласно которому расширение занятости, непосредственно связанное с инвестициями, неизбежно оказывает стимулирующее влияние на те отрасли, которые производят потребительские блага, и таким образом приводит к увеличению совокупной занятости. При этом общее увеличение занятости превосходит прирост первичной занятости, непосредственно связанной с дополнительными инвестициями государства. Рациональность и необходимость государственных инвестиций – «инъекций» Кейнс объясняет наличием в открытой экономике «утечек» из общего потока «доходы-расходы», образованных в результате сбережений, налоговых платежей и импорта. Для обеспечения равновесия в макроэкономической системе необходимо вливание в экономику дополнительных средств[2].

Государственное инвестирование: категории ФАИП

Однако в современной экономике настолько разнообразны способы участия государства в инвестиционном процессе, что, по мнению автора статьи, в настоящий момент **ощутимое влияние на эффективность государственных инвестиций оказывает не столько объем государственного финансирования экономики, сколько методы, механизмы и порядок осуществления государством инвестиционного процесса**.[3]

Сегодня государственные инвестиции образуются из средств государственного бюджета и из государственных финансовых источников. Расходы на финансирование бюджетных инвестиций предусматриваются соответствующим бюджетом при условии включения их в федеральную целевую программу, региональную целевую программу либо в соответствии с решением федерального органа исполнительной власти, органа исполнительной власти субъекта РФ.

Федеральные адресные инвестиционные программы (ФАИП) призваны комплексно и системно обеспечивать реализацию государственных приоритетов социально-экономического развития. Консолидированная ФАИП разделяется на две категории.

- **Прямое бюджетное финансирование.** При этом одним из показателей критериального отбора вклю-

[1] Джон Мейнард Кейнс. Общая теория занятости, процента и денег The General Theory of Employment, Interest and M: Гелиос АРВ, 2011 г., – с. 352

[2] Агапова Т.А., Серегина С.Ф. Макроэкономика: учебник/ под общ. Ред. д.э.н., проф. А.В. Сидоровича; МГУ им. М.В. Ломоносова, – М.: «Дело и Сервис», 2005, – с. 464

[3] Ионова Ю.Г. Анализ эффективности государственного инвестирования экономики//Экономический анализ: теория и практика //№38 (245)– октябрь 2011

Таблица 1

Динамика бюджетного финансирования ФАИП (млрд руб) *

Год	Всего	Программная часть	Непрограммная часть
2006	294.4	193.3	101.1
2007	470.3	292.9	177.5
2008	420.3	291.0	129.2
2009	496.7	298.9	197.8
2010	553.8	321.9	231.9
2011	741.0	486.4	254.6
2012	578.9	413.9	165.0
2013	503.1	370.6	132.5

** Федеральные целевые программы России// URL:http://fcp.economy.gov.ru (дата обращения 01.03.2012)*

Таблица 2

Динамика бюджетного финансирования ФЦП (млрд руб) *

Год	Количество программ	Количество подпрограмм	Объемы бюджетных ассигнований			
			ГКВ	НИОКР	Прочие нужды	Всего
2005	53	73	184667.3215	31207.2184	103981.2582	319855.7981
2006	51	61	234575.3815	37675.7263	133362.0858	405613.1936
2007	46	48	360635.7869	49795.2308	176522.2113	586953.2290
2008	47	47	434888.7684	59260.9247	280573.8343	774723.5274
2009	52	47	479818.3697	97559.3914	254349.2621	831727.0232
2010	53	46	462047.8180	104436.2520	206112.8644	772596.9344
2011	57	42	551063.9939	152860.4965	218146.9457	922071.4361
2012	51	37	456961.5272	176604.0655	214564.8071	848130.3998
2013	43	28	419043.5524	185861.1987	201263.8324	806168.5835

** Федеральные целевые программы России// URL:http://fcp.economy.gov.ru (дата обращения 01.03.2012)*

чения инвестиционного проекта в перечень ФАИП является невозможность успешной его реализации в условиях рынка. К числу подобных могут быть отнесены проекты, связанные с реализацией прямых функций государства в социальном секторе и некоторые специфические задачи в сфере промышленного производства.

• **Второе направление формируется на принципе непрямого бюджетного финансирования**, основанного на использовании механизма субсидирования процентных ставок коммерческих кредитов и страхования некоммерческих рисков.

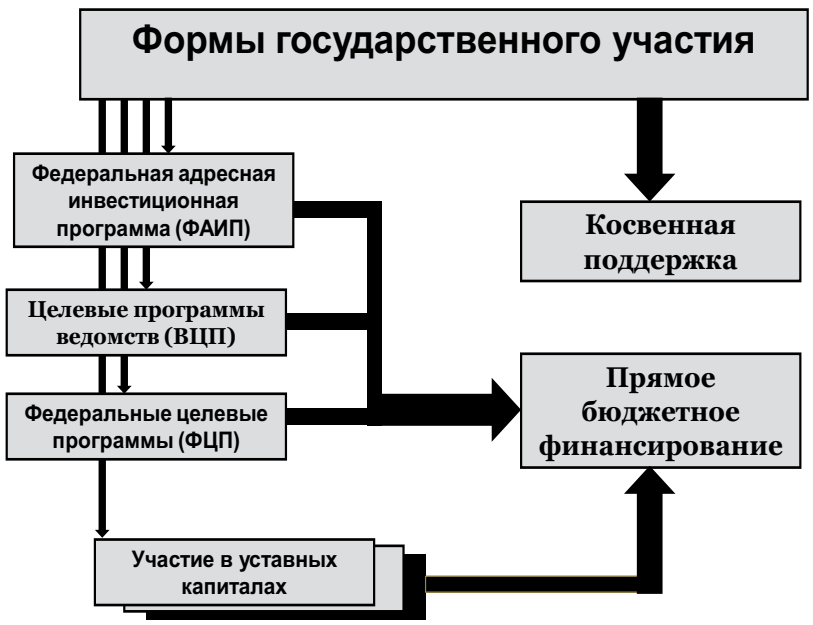


Рис. 1. Существующие формы государственного участия в экономике

Федеральные целевые программы (ФЦП) являются инструментом реализации государственной экономической и социальной политики при выполнении долгосрочных задач и крупных инфраструктурных проектов. Такой программно-проектный подход к решению стратегических задач развития экономики и социальной сферы применяется в странах Европейского Союза, в США, Канаде, Японии и других странах в тех случаях, когда необходимо сконцентрировать ресурсы на достижении конкретных целей в заданные сроки.

Неэффективность существующей модели государственного инвестирования экономики

В целях реализации Концепции реформирования бюджетного процесса в Российской Федерации в 2004-2006 годах Правительством РФ утверждено Положение о разработке, утверждении и реализации ведомственных целевых программ (ВЦП). Применение механизмов ведомственных целевых программ в планировании деятельности федеральных органов государственной власти ориентировано на внедрение состязательных процедур при распределении части бюджета принимаемых обязательств по результатам оценки целевых программ ведомств.

Кроме бюджетного финансирования в рамках ФАИП, ФЦП и ВЦП, Федеральным законом о Федеральном бюджете ежегодно предусматривается прямое участие государства в уставных капиталах компаний – взносы в уставные капиталы компаний[4]. (Современные формы государственного инвестирования экономики рассмотрены на рисунке 1). При этом основные принципы предоставления государственной поддержки следующие: определяются компании или сферы деятельности, являющиеся ключевыми для поддержания уровня производства и уровня жизни в стране. Этим компаниям производственной, финансовой, социальной сферы на основании целевых программ или закона о Федеральном бюджете предоставляются предусмотренные данными документами объемы финансирования. Десятки компаний являются ежегодными получателями миллиардных взносов в уставные капиталы, среди них: ОАО «Объединенная авиастроительная корпорация», ОАО «Российские железные дороги», ОАО «Объединенная промышленная корпорация «Оборонпром», ОАО «Объединенная судостроительная корпорация», ОАО «Росагролизинг» и многие другие объединения, заводы, конструкторские бюро, научно-исследовательские центры.

Проведенный анализ многолетней деятельности компаний, получающих государственную поддержку в виде взносов в уставные капиталы, показал крайнюю неэффективность существующей модели государственного инвестирования экономики[5]. Исследователями неоднократно подчеркивались многочисленные недочеты и нарушения в существующем процессе государственного инвестирования, в том числе:

- противоречивость и фрагментарность инвестиционных решений государства;
- отсутствие многолетней перспективы в бюджетном процессе;
- скрытая поддержка коммер-

[4] Федеральный закон от 30.11.2011 № 371-ФЗ «О федеральном бюджете на 2012 год и на плановый период 2013 и 2014 годов»

[5] Ионова Ю.Г. Анализ эффективности государственного инвестирования экономики//Экономический анализ: теория и практика //№38 (245)– октябрь 2011

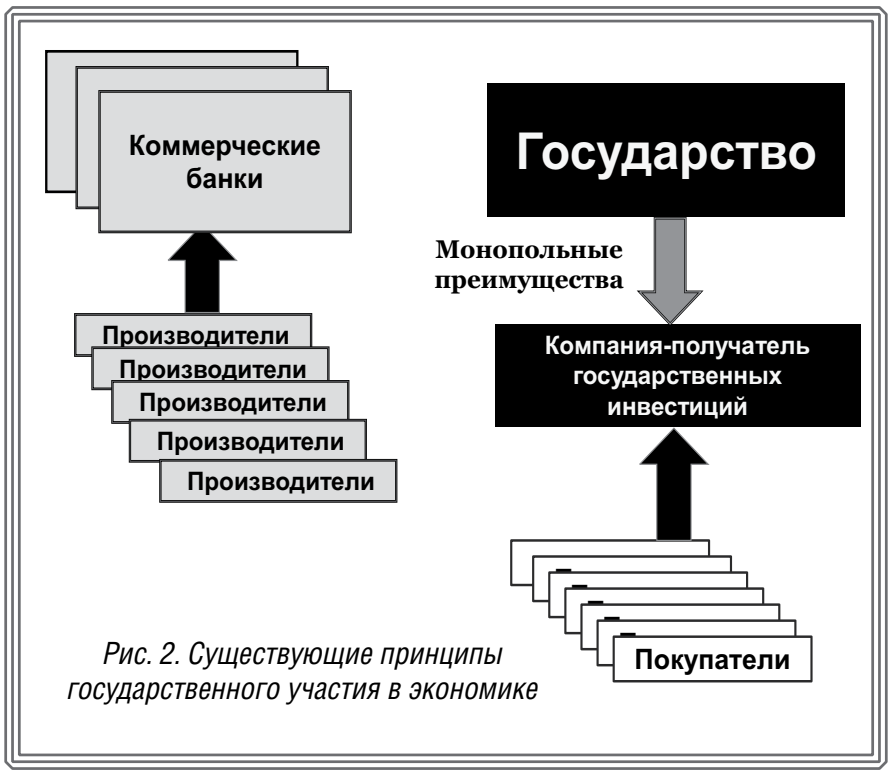


Рис. 2. Существующие принципы государственного участия в экономике

ческих предприятий за счет бюджета;

• неадекватность бюджетной классификации;

• отсутствие у компаний, использующих государственный капитал, стимулов к эффективному освоению ресурсов;

• увод активов в оффшорные зоны и многие другие недочеты и нарушения[6].

Существующий способ государственного финансирования противоречит главному принципу рыночной экономики – первичности потребительского спроса над предложением. Согласно макроэкономическим законам для обеспечения экономического роста необходим рост совокупного спроса, который, в свою очередь, будет стимулировать совокупное предложение и таким образом способствовать росту реального ВВП.

В результате существующего принципа государственного инвестирования экономики стимулируется не совокупный спрос, а совокупное предложение – путем финансирования компаний, являющихся, по мнению чиновников, стратегически значимыми. Получатели государственной поддержки становятся обладателями существенных рыночных преимуществ перед конкурентами из-за возможности использования бесплатного капитала, увеличивающегося производственного потенциала и возможностей для снижения рыночной цены. В результате становится очевидным, что потребители продукции или услуг этой компании – получателя бюджетных ассигнований, зачастую или просто вынуждены обращаться только к этой компании (государственные лизинговые компании, проектные институты и др.) либо такие государственные акционерные общества становятся монополистами, вытесняя других представителей из отрасли (рис. 2).

В конце финансового года многие из подобных компаний раз за разом признаются убыточными из-за макроэкономической нестабильности, низкой покупательской активности, отсутствия платежеспособного спроса. Но поскольку данные компании являются основой промышленного потенциала страны, то все повторяется по следующему кругу: взносы в уставный капитал – низкий платежеспособный спрос – убыточная работа компаний. **Миллиарды налоговых поступлений россиян утекают в оффшоры или растворяются в неэффективных производственных процессах отечественных компаний – получателей государственной финансовой поддержки**.

Из года в год, из десятилетия в десятилетие продолжается процесс государственного инвестирования российской экономики, так и не дав результатов и не обеспечив эффекта мультипликатора, о котором с большой надеждой на финансовое оздоровление национальных экономик почти сто лет назад говорил Дж. М. Кейнс.

Это подтверждает динамика основных макроэкономических показателей (таблица 3).

Несмотря на увеличение государственных расходов, темп роста реального ВВП оказался ниже уровня 2004 года, темпы роста производительности труда замедлились, уровень занятости населения существенно не повысился, степень изношенности основных производственных фондов в целом по экономике из года в год увеличивается.

Косвенным подтверждением утечки финансов из реально-

[6] Кузнецов Ю. Инвестиции государственных корпораций. Национальный институт системных исследований проблем предпринимательства: URL/ http://www.nisse.ru/business/article/article_804.html?effort (дата обращения 20.02.2012)

Таблица 3

Динамика макроэкономических показателей Российской Федерации* в % к предыдущему периоду

Показатели	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Темп роста ВВП	107,2	106,4	108,2	108,5	105,2	92,2	104,3	104,3
Темп роста производительности труда	106,5	105,5	107,5	107,5	104,8	95,9	102,7	-
Уровень занятости населения	60,3	61,1	61,4	63,0	63,4	62,1	62,7	-
Уровень изношенности основных производственных фондов	43,0	43,5	45,2	46,3	46,2	45,3	45,3	47,1

** Федеральная служба государственной статистики//URL: http://www.gks.ru (дата обращения 01.03.2012)*

го сектора экономики является растущее неравенство доходов и степень расслоения населения. На конец 2010 года **коэффициент Джини** в России составляет 0,422 и является одним из самых высоких среди развитых стран мира. Для сравнения: коэффициент Джини в США – 0,408, Китае – 0,415, Великобритании – 0,36, Канаде – 0,326, Франции – 0,327, Германии – 0,283, Финляндии – 0,269, Дани – 0,247. По последним данным ВОЗ, за чертой бедности проживает около 40% россиян. Для сравнения по тем же данным: американцев – 12,3%, испанцев – 19,9%, израильтян – 20%[7]. По мнению социологов, кризисные явления в экономике затронули процесс становления молодого поколения и в сфере производства жизненных средств, и в воспроизводстве собственных духовных, физических и нравственных сил. Усилились тенденции к бездуховности, утрате нравственных критериев, ухудшению психического здоровья. Среди населения, в особенности среди молодежи неуклонно растут пессимистические настроения.

Необходимость в альтернативном механизме государственного финансирования экономики

В настоящее время становится очевидным тот факт, что для обеспечения желаемого положительного мультиплицирующего эффекта государственных инвестиций в экономику необходимо **изменение существующего механизма финансирования**. Доказано[8], что направление государственных финансов на поддержку совокупного спроса (например, компенсация лизинговых платежей, компенсация процентов по кредитам, компенсация оплаты за энергоносители, компенсация оплаты за научно технические и инновационные разработки и др.), позволит повысить отдачу от государственных инвестиций и с точки зрения получателей государственных финансов, и с точки зрения самого государства как субъекта экономических отношений (рис. 3).

Получатели государственной поддержки в перечисленных выше формах получат финансовые возможности для удовлетворения своих первоочередных потребностей, смогут обеспечить платежеспособный спрос на рынках промышленной продукции, ресурсов и капиталов, не будучи ограниченными при этом в выборе поставщика необходимой продукции, работ или услуг. Равные рыночные возможности обеспечат конкуренцию на рынках, что в первую очередь будет способствовать снижению цен и повышению качества продукции

[7] За чертой бедности. Мировая статистика: URL http://statistika.ru (дата обращения 10.12.2011)

[8] Ионова Ю. Г. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук «Совершенствование лизинговых отношений в АПК»

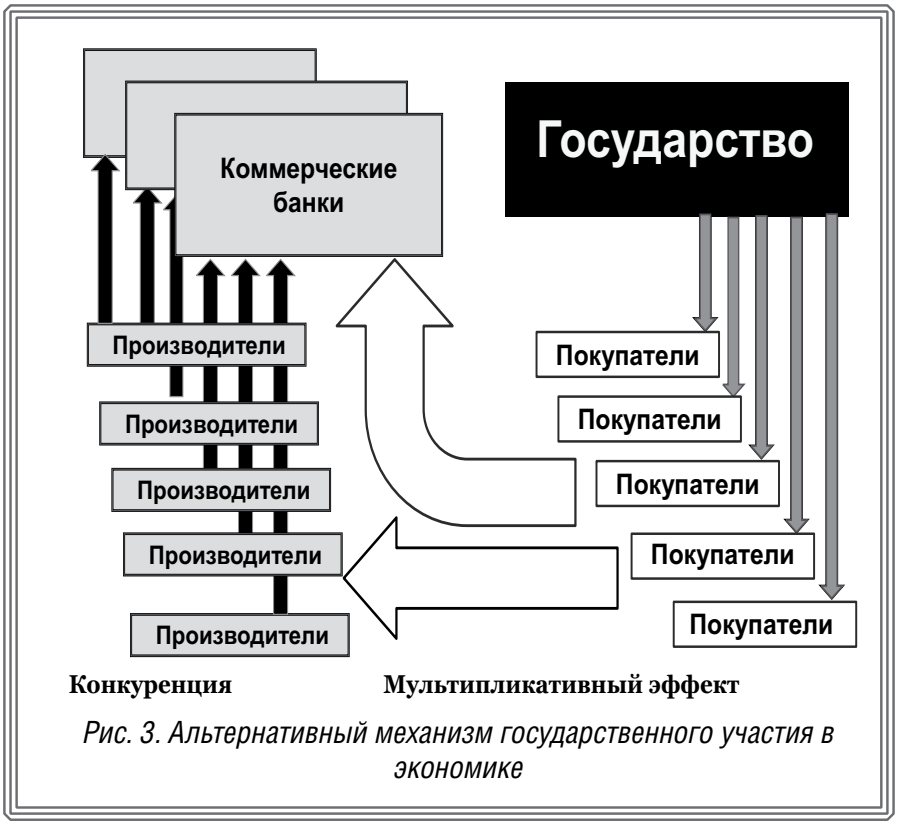


Рис. 3. Альтернативный механизм государственного участия в экономике

и услуг. Возросший платежеспособный спрос обеспечит производителям доходы, а следовательно, будет стимулировать занятость. Таким образом, **создавая платежеспособный спрос на первичном рынке за счет государственных ассигнований, стимулируется спрос на вторичных рынках ресурсов, а также на финансовых рынках**. Каждый рубль государственных расходов многократно мультиплицируется, причем без создания монопольного положения государственных компаний. Кроме того, подобный способ государственного инвестирования делает не столь актуальным вопрос разработки отраслевых методик определения эффективности государственных инвестиций, как при нынешнем механизме государственного финансирования, поскольку будет реализовываться фискальная функция финансов.

В заключение необходимо отметить, что в свете решений, связанных с вступлением России в ВТО, оставляющих право поддержки государством экономики, возникает острая необходимость реализации более эффективного механизма государственного участия в инвестиционном процессе для обеспечения максимального прироста национального продукта, достижения повышения уровня занятости населения, обеспечения конкурентоспособности национальной продукции на международных рынках, достижения инновационного развития экономики.

Библиография

1. Федеральный закон от 30.11.2010 N 371-ФЗ «О федеральном бюджете на 2012 год и на плановый период 2013 и 2014 годов».
2. Агапова Т.А., Серегина С.Ф. Макроэкономика: учебник/ под общ. Ред. д.э.н., проф. А.В. Сидоровича; МГУ им. М.В. Ломоносова, – М.: «Дело и Сервис», 2005, – с. 464
3. Джон Мейнард Кейнс. Общая теория занятости, процента и денег The General Theory of Employment, Interest and M: Гелиос АРВ, 2011 г., – с. 352
4. Макконнелл К.Р.,. Брю Экономикс С.Л. В 2 томах. Том 1. Economics: Principles, Problems, and Policies Издательство: Инфра-М, 2008 г., – с. 544
5. Ионова Ю.Г. Анализ эффективности государственного инвестирования экономики// Экономический анализ: теория и практика //№38, 2011 г.
6. Ионова Ю.Г. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук «Совершенствование лизинговых отношений в АПК»
7. Кузнецов Ю. Инвестиции государственных корпораций. Национальный институт системных исследований проблем предпринимательства: URL/ http://www.nisse.ru/business/article/article_804.html?effort (дата обращения 20.02.2012)
8. За чертой бедности. Мировая статистика: URL http://statistika.ru (дата обращения 10.12.2011)
9. Федеральные целевые программы России: URL http://fcp.economy.gov.ru (дата обращения 01.03.2012)
10. Федеральная службы государственной статистики – http://www.gks.ru (дата обращения 01.03.2012)

Bibliography

1. Federal Law of 30.11.2010 N 371-FZ «On the Federal Budget for 2012 and the planning period 2013 and 2014»
2. Agapov, TA, SF Seregina Macroeconomics: a textbook / under total. Ed. PhD, Professor. AV Sidorovich, Moscow State University. MV Lomonosov Moscow State University – Moscow: «Business and Service», 2005. – 464
3. John Maynard Keynes. General Theory of Employment, Interest and Money The General Theory of Employment, Interest and M: Helios ART, 2011 – 352 p.
4. McConnell KR. Brue SL Economics in 2 volumes. Volume 1. Economics: Principles, Problems, and Policies Publisher: Infra-M, 2008 – 544 p.
5. Ionova Y. G. Analysis of the effectiveness of public investment economy / / Economic Analysis: Theory and Practice / / № 38, 2011.
6. Ionova Y. G. Thesis for the degree of Candidate of Economic Sciences, «Improvement of leasing relations in agriculture»
7. Kuznetsov Yu investment of public corporations. National Institute for System Studies of Entrepreneurship: URL / http://www.nisse.ru/business/article/article_804.html?effort (date accessed 20/02/2012)
8. Below the poverty line. World statistics: URL http://statistika.ru (date accessed 12/10/2011)
9. Federal Target Program of Russia: URL http://fcp.economy.gov.ru (date accessed 01/03/2012)
10. The Federal State Statistics Service – http://www.gks.ru (date accessed 03/01/2012)

Новашина Т.С., к.э.н., доц., зав. кафедрой Стратегического и банковского менеджмента, МФПУ «Синергия»

К ВОПРОСУ ОБ ИЗУЧЕНИИ ИНФЛЯЦИИ КАК СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО ЯВЛЕНИЯ

Статья посвящена вопросам методологии исследования инфляции как социально-экономического явления. Раскрываются новые подходы к пониманию уже сложившихся и новых теоретических воззрений в этой сфере.
Ключевые слова: *инфляция, природа инфляции, дисфункция денег, факторы инфляции, обеспечение устойчивости рубля, финансовый механизм функционирования социально-экономических систем.*

Щеголева Н.Г., д.э.н., проф., зав. кафедрой Финансового рынка и валютных отношений, МФПУ «Синергия»

ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИЯ ЖЕНЬМИНЬБИ: ПРОМЕЖУТОЧНЫЕ ИТОГИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Процесс трансформации жэньминьби (китайского юаня) в одну из мировых валют в своем развитии уже прошел несколько этапов и вступил в активную фазу в декабре 2008 г. Сегодня жэньминьби не свободно конвертируемая валюта, поэтому ее использование в международных расчетах ограничено. Существенным минусом для российских компаний, получающих жэньминьби, является валютная политика китайских регуляторов, информационные и правовые проблемы.
Ключевые слова: *интернационализация жэньминьби, оффшорные жэньминьби, китайский межбанковский рынок облигаций, Народный банк Китая, Банк Китая (Гонконг), национальная валюта, трансграничная торговля..*

Хабаров В.И., д.э.н., проф., зав. кафедрой Маркетинга и логистики, МФПУ «Синергия»

СПЕЦИФИКА ПРОЯВЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ В СТРАНАХ С ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКОЙ

Интеграция стран с формирующимися рынками в мировой финансовый рынок в условиях глобализации экономики носит противоречивый характер, поэтому проявление валютно-финансового кризиса в этих странах имеет специфику: сильная зависимость от притока иностранного капитала, неразвитость финансовой системы, более заметная роль корпоративных нефинансовых институтов, нарушение стабильности функционирования валютных систем.
Ключевые слова: *экономический кризис, валютно-финансовый кризис, финансовая глобализация, формирующийся рынок, деловой цикл, инвестиции, сбережения, денежный спрос и предложение, денежная масса, банковский процент, предельная эффективность капитала, уровень цен.*

Косорукова И.В., к.э.н, доц., зав. кафедрой Оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения, МФПУ «Синергия»

ПРОБЛЕМЫ ЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА РОССИЙСКИХ ЭМИТЕНТОВ

Система оценки эффективности деятельности организации претерпевает изменения. Система координат смещается от бухгалтерской к экономической прибыли, активно используется инструментарий стоимостно-ориентированного менеджмента. Менеджмент организаций должен быть оснащен современным инструментарием принятия решений. К сожалению, внедрение новых показателей принятия решений идет очень медленными темпами. В статье делается попытка формирования задач и основных отличий экономического анализа в рамках стоимостно-ориентированного менеджмента (Value Based Management, VBM).
Ключевые слова: *экономический анализ, стоимость чистых активов эмитента, анализ ликвидности, достаточности капитала и оборотных средств эмитента, управление стоимостью, рыночная стоимость бизнеса, добавленная стоимость бизнеса, денежные потоки, риски, цена капитала.*

Шуклина М.А., к.с/х.н., доцент, кафедра Оценочной деятельности, фондового рынка и налогообложения, МФПУ «Синергия», заместитель директора Центра профессиональной переподготовки

ИНСАЙДЕРЫ И ИНСАЙДЕРСКАЯ ИНФОРМАЦИЯ ЭМИТЕНТА В РОССИИ

Российское финансовое законодательство движется в сторону интеграции российской экономики в мировое сообщество. Таким элементом интеграции является и Федеральный закон о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. Нормативный документ защищает интересы публичных компаний, укрепляет доверие инвесторов, создает правовой механизм предотвращения, выявления и пресечения злоупотреблений на организованных торгах в форме неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком. В статье автор рассматривает более подробно возможности указанного нормативного документа и его влияние на деятельность публичных компаний и заинтересованных лиц.
Ключевые слова: *инсайдеры, инсайдерская информация, оценщики.*

Ионова Ю.Г., к.э.н., зав. кафедрой Финансового менеджмента, МФПУ «Синергия»

ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ – СПАСЕНИЕ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ?

В статье рассматриваются теоретические основы необходимости осуществления государственных инвестиций в экономику. Анализируются современные формы, способы и механизм участия государства в финансировании экономики. Сделаны выводы об эффективности существующего механизма участия государства в инвестиционном процессе, предложена альтернативная модель осуществления государственных инвестиций, обеспечивающая мультипликативный эффект государственных расходов.
Ключевые слова: *государственные инвестиции, государственные финансы, эффективность государственных инвестиций, мультипликатор инвестиций.*

Tatyana Novashina, candidate of Economic Sciences,
Head of the Department of Strategic and Bank Management
Moscow Financial-Industrial University "Synergy"

THE STUDY OF THE SOCIO-ECONOMIC INFLATION'S PHENOMENON

Article is devoted to questions of methodology of research of inflation as social and economic phenomenon. New approaches to understanding of already developed and new theoretical opinions in this sphere are revealed.
Key words: *Inflation, nature of inflation, dysfunction of money, inflation factors, sustention of rouble, financial mechanism of economic and social systems operation.*

Natalya Shegoleva, Doctor of Economic Sciences, Professor
Head of the Department of the financial market and currency relations
Moscow Financial-Industrial University "Synergy"

THE INTERNATIONALIZATION OF THE RENMINBI: INTERIM RESULTS AND PROSPECTS

The process of transformation of the Renminbi (RMB) into one of world currencies has gone through several stages in its development and it entered an active phase in December of 2008. Today, the RMB is not freely convertible currency, so its use is limited in international transactions. A significant disadvantage for Russian companies which receiving RMB, Chinese currency policy is of regulators, information and legal problems.
Key words: *internationalization of the RMB, offshore renminbi, China's interbank bond market, the People's Bank of China, Bank of China (Hong Kong), the national currency, cross-border trade.*

Vladimir Habarov, Doctor of Economic Sciences, Professor
Head of the Department of Marketing and Logistics
Moscow Financial-Industrial University "Synergy"

SPECIFICITY MANIFESTATIONS OF FINANCIAL CRISES IN COUNTRIES WITH ECONOMIES IN TRANSITION

The integration of emerging markets is controversial into world financial markets in a globalized economy, so the manifestation of the currency and financial crisis has a specific character in these countries: a strong dependence on foreign capital inflows, weak financial systems, a more prominent role of the corporate non-financial institutions, the violation of stability of the currency systems.
Key words: *economic crisis, monetary and financial crisis, financial globalization, the emerging market business cycle, investment, savings, money supply and demand, money supply, bank interest, the marginal efficiency of capital, the price level.*

Irina Kosorukova, candidate of Economic Sciences,
Head of the Department of valuation, the stock market and tax
Moscow Financial-Industrial University "Synergy"

PROBLEMS OF ECONOMIC ANALYSIS OF RUSSIAN ISSUERS

The system of evaluating the effectiveness of the organization is undergoing change. The coordinate system is shifting from financial to economic profit, widely used tool value-based management. Management of organizations must be equipped with modern instruments of decision-making. Unfortunately, the introduction of new indicators of decision-making is very slow. The article attempts to form the tasks and the main differences in the economic analysis of value-based management, VBM.
Key words: *economic analysis, net asset value issuer, liquidity analysis, capital and current assets of the issuer, cost management, the market value of the business, value added business, cash flows, risks, cost of capital.*

Maria Shuklina, Lecturer of the Department of valuation, the stock market and tax Moscow Financial-Industrial University "Synergy"

INSIDERS AND INSIDER INFORMATION OF THE ISSUER IN RUSSIA

The Russian financial legislation is moving towards integration of the Russian economy into the global community. This element is the integration and the Federal Law on Countering misuse of insider information and market manipulation. Normative document is defended the interests of public companies, is strengtheed the confidence of investors, is created a legal framework to prevent, is detected and prevented abuses in the auction organized in the form of misuse of inside information and (or) market manipulation. In this article the author examines in detail the possibility of this normative document and its influence on the activities of public companies and stakeholders.
Key words: *insiders, insider information, the evaluators.*

Yu.G. IONOVA, candidate of Economic Sciences, Head of Department financial management Moscow Financial-Industrial University "Synergy"

STATE INVESTMENT – THE SALVATION OF THE NATIONAL ECONOMY?

The paper examines the theoretical foundations of the need for public investment in the economy. Analyzes of contemporary forms, methods and mechanisms of state participation in financing the economy. The conclusions about the effectiveness of the existing mechanism of state involvement in the investment process, proposed an alternative model of public investment that provides a multiplicative effect of government spending.
Key words: *public investment, public finance, the efficiency of public investment multiplierinvestment.*

Журнал «ФИНАНСЫ, ДЕНЬГИ, ИНВЕСТИЦИИ»

Подписной индекс 81652 в каталоге «Роспечать»