

ПОБОЧНЫЕ ЭФФЕКТЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ТИТУЛЬНОГО КАПИТАЛА

© 2015 К.Н. Ермолаев*

Ключевые слова: титульный капитал, институциональный компонент, институциональная дисфункция, деструктивное воздействие, инсайдерская информация, манипулирование.

Рассмотрено деструктивное влияние титульного капитала на процессы, протекающие на фондовом рынке, которое имеет место при несовершенстве либо незавершенности построения системы институтов фондового рынка. Показано, что для предотвращения побочных эффектов функционирования титульного капитала необходима гармонизация институтов со специфической природой титульного капитала.

В российской экономической литературе господствует классический подход к пониманию титульного капитала, заключающийся в его трактовке как фиктивного¹. Наряду с известными позитивными моментами, такой подход неизбежно ведет к определенной ограниченности в понимании сущности процессов, определяющих состояние и динамику современного глобального финансового рынка, а также к известным недостаткам в организации его регулирования. Такие идеи служат питательной средой для преувеличения степени виртуальности рынка капитала, появления постмодернистских по своей природе концепций и принципиальной непредсказуемости развития, непреодолимой рискованности современной турбулентной экономики.

В этих условиях принципиально иная позиция автора² об институциональной природе титульного капитала является весьма конструктивной как для развития теоретических моделей построения фондового рынка, так и для разработки практического механизма его регулирования. Она открывает новое весьма перспективное направление для исследований структуры современного капитала, взаимодействия институциональных и экономических отношений, разработки путей совершенствования системы институтов рынка капитала. Этим определяется высокая степень актуальности авторского подхода к исследованию.

Одним из аспектов движения титульного капитала выступают известные нежелатель-

ные побочные деструктивные эффекты его функционирования, раскрытие и разработка методов преодоления которых и составляют цель написания данной статьи.

В процессе движения титульного капитала может возникнуть целый ряд негативных явлений, которые мы трактуем как нежелательные побочные эффекты его функционирования. Потенциальная возможность таких эффектов заключена в специфической природе титульного капитала как институциональной формы, осуществляющей самостоятельное движение вне непосредственной связи со своей основой, испытывая при этом определяющее влияние системы институтов рынка, находящейся на соответствующей ступени развития. Их можно также охарактеризовать как институциональные ловушки, отражающие несоответствие институтов потребностям экономики, известное запаздывание процесса развития институтов по сравнению с эволюцией экономических процессов, диалектическое противоречие между институциональными и экономическими отношениями, когнитивный диссонанс между самими институтами, своеобразную институциональную дисфункцию.

В переходных экономиках с недостаточно развитыми институтами регулирования рынка вероятность возникновения побочных эффектов и их отрицательных последствий является особо значимой и существенной, так как любая институциональная функция титульного капитала таит в себе опасность и возможность трансформации в дисфункцию, что

* Ермолаев Константин Николаевич, кандидат экономических наук, доцент Самарского государственного экономического университета. E-mail: ermolaevkn@yandex.ru.

может при определенных условиях привести к возникновению нежелательных деструктивных последствий, имеющих системное макроэкономическое и даже глобальное значение. Институциональная природа титульного капитала позволяет правильно понять и объяснить происхождение таких нежелательных явлений, выяснить причины их возникновения и разработать меры, препятствующие этому процессу.

В значительной мере возникновение побочных эффектов связано с неосознанной деформацией, а в отдельных случаях даже с сознательным нарушением органической внутренней взаимосвязи титульного капитала и капитала-функции, логики взаимодействия институциональных и экономических отношений. Несмотря на их разделение в пространстве и во времени, известное самостоятельное существование и обратное воздействие титульного капитала на капитал-функцию, приоритетной и доминирующей остается определяющая роль капитала-функции. Титульный капитал и изначально, и в конечном счете призван обеспечивать совершенную мобильность и оптимальную работу капитала-функции, создающего материальные ценности, генерирующего прибыль, способствующего экономическому росту и качественному совершенствованию национальной экономики. Титульный капитал, несмотря на всю самостоятельную значимость, вторичен по отношению к капиталу-функции, выступает его представителем на рынке, посредником в проведении транзакций; его движение - не самоцель, а средство для улучшения работы капитала-функции. Нарушение нормального взаимодействия между капиталом-собственностью и капиталом-функцией служит основой целого ряда отрицательных явлений.

Одной из причин кризиса 2008-2009 гг. многие исследователи³ называют избыточное количество производных финансовых инструментов по сравнению с объективной потребностью экономики. Финансисты по всему миру увлеклись деривативами избыточного роста, которых рынок не выдержал. Обвинять сами деривативы в возникновении кризисных явлений было бы не корректно, сами по себе они не плохие и не хорошие, все зависит от институциональных отношений, организующих их эмиссию и применение.

В литературе⁴ часто отмечаются факты гипертрофированного развития финансового сектора по отношению к реальному, когда имеет место функционирование финансового рынка вопреки и в ущерб сфере материального производства, связанное с необоснованным изъятием финансовых средств из реальной экономики, приоритетом краткосрочных спекуляций над реальным инвестированием, генерированием диспропорций, неустойчивости и волатильности, что, в конечном счете, ведет к торможению реального сектора. Достаточно часто возникает явление "фондового фетишизма" на государственном уровне, ставящего интересы динамики фондовых индексов выше интересов развития реального сектора экономики. К сожалению, имеют место случаи, когда для создания иллюзии поступательного развития экономики накануне важных политических событий политическое руководство заставляет подконтрольные финансовые структуры делать вливания средств на фондовые рынки, искусственно формируя их положительную динамику. Тем самым происходят нарушение естественных процессов функционирования финансового сектора, искажение реальных тенденций, провоцирование волатильности и возникновения финансовых пузырей, инициирование кризисных ситуаций в экономике.

Еще одним негативным явлением в данной области стало известное доминирование интересов капитализации над интересами производительности труда, отмеченное В. Мау⁵. Возникла ситуация, когда именно капитализация (а не устойчивость производства и объем дивидендов) стала в первую очередь интересовывать собственников. По нему стали судить об эффективности менеджмента. В данном случае на второй план уходили показатели производительности труда, обновления производства, они стали играть роль лишь в том случае, если не противоречили росту капитализации. На практике это означало стремление к максимальной концентрации производства в руках нескольких глобальных игроков (фирм), невозможность закрытия неэффективных предприятий и, напротив, готовность включать их в большие холдинги как фактор расширения рынка и капитализации.

Возвышение показателя капитализации, его становление в качестве интегрального

показателя успешности корпоративного развития явилось следствием кризиса 1997 г. Азиатский кризис помог понять, что в условиях слишком тесного взаимодействия и персонального сращивания с нефинансовыми корпорациями банки не могут сами давать адекватную оценку стоимости бизнеса и избегать накопления плохих долгов. Одна из причин кризиса - неэффективность крупных корпораций, которые принимали на себя избыточные риски и скрывали неудачные результаты своих проектов. Типичным примером выступает корпоративный скандал вокруг банкротства с 2001 г. крупнейшей американской энергетической компании "Энрон", которое привело к существенному падению американского фондового рынка, а впоследствии - к ужесточению американского законодательства в области контроля за финансовой отчетностью и процессом ее подготовки в законе Сарбейнса - Оксли в 2002 г.⁶

Еще одно проявление этого негативного процесса, свидетельствующее о неадекватности сложившихся институтов потребностям развития экономики, - "агентская проблема", заключающаяся в традиционном противоречии между преимущественно ближнесрочными интересами менеджеров и долгосрочными интересами собственников. Система стимулирования менеджеров в основном ориентирована на сугубо краткосрочные результаты, в качестве которых фигурирует исключительно рост капитализации корпорации, а не долгосрочные ориентиры развития бизнеса, которые интересуют собственников. Поэтому менеджеры заинтересованы в искусственном быстром "надувании" капитализации в ущерб стратегическому развитию.

Так возникает эффект доминирования "агента" и "исчезновения" принципала, свидетельствующий о том, что в условиях несовершенства институтов корпоративного управления функция титульного капитала по ожидаемой рыночной оценке истинной стоимости бизнеса превращается в стимул искусственного искажения реального уровня капитализации ради получения сиюминутных доходов. Превалирование краткосрочных интересов капитализации над стратегическими интересами модернизации капитала-функции порождает побочный эффект - превалирование спекулятивных интересов над инвести-

ционными. Причем это может иметь негативные последствия не только для данной компании, но и для фондового рынка в целом.

Отрицательное влияние динамики титульной стоимости на фондовый рынок может быть спровоцировано техническими сбоями в алгоритмической торговле роботами, высокорискованными крупными сделками с деривативами, непродуманными действиями регулятора по временному запрету некоторых сделок "шорт" на высоковолатильном рынке, вследствие которых существенно искажается ожидаемая ценность капитала-функции, что может толкнуть участников рынка на неоправданные действия.

Естественные постоянные колебания титульной стоимости в результате воздействия потока экономической информации в ряде случаев используются недобросовестными участниками рынка для манипулирования котировками титульного капитала. Суть манипулирования - умышленное распространение через средства массовой информации заведомо ложных сведений, которые приводят к отклонению стоимости торгуемых активов от реальной рыночной цены в нужную манипулятору сторону (завышение и занижение). Эти сведения часто содержатся в советах аналитиков, заинтересованных в сделках с конкретными бумагами. Манипулирование искажает информационные сигналы и способствует неэффективному распределению ресурсов. Регуляторы фондового рынка во всех без исключения странах постоянно совершенствуют свое законодательство в области предотвращения манипулирования.

Еще одним направлением недобросовестного поведения на рынке капитала является использование закрытой непубличной (инсайдерской) информации для проведения сделок, предшествующих обнародованию данной информации. Котировки могут существенно меняться вследствие каких-либо публичных событий, а недобросовестный обладатель информации о предстоящем событии может совершить сделки на опережение, используя отсутствие информации у других участников для извлечения недобросовестных доходов. Дискуссии конца 80-х - начала 90-х гг. XX в.⁷ привели к принятию запретительных законодательных мер в отношении инсайдерской торговли, которая нарушает

принципы равенства всех субъектов рынка в отношении обладания информацией, искажает реальное положение дел, приводит к разбалансировке между распределением капитала и распределением риска.

Несовершенство системы институтов рынка может противодействовать нормальному осуществлению инвестиционной функции титульного капитала. Движение титульного капитала как финансового посредника создает условия для массового привлечения средств широкого круга инвесторов, эффективной оптимизации долговой нагрузки, по срокам и стоимости обслуживания. Но в условиях недостаточного регулирования рынка сделок РЕПО (продажа с гарантированным обратным выкупом), благодаря многократным перекрестным сделкам займа и залога ценных бумаг, возникает ситуация, когда объем леввериджа компании может значительно превышать ее возможности по его обслуживанию. В случаях обвала на фондовых рынках и массовых переоценок заложенных бумаг может возникнуть явление “маржинкола” (принудительного внесения дополнительно обеспечения или немедленного погашения займа), которое провоцирует распродажи на рынке и ведет как к существенной дестабилизации финансового состояния участника рынка, так и к ухудшению конъюнктуры рынка в целом.

Неграмотное и неконтролируемое регуляторами использование сделок секьюритизации в сочетании с деривативами может привести к необоснованному увеличению “кредитного плеча”, повышающему риски глобальных убытков целой группы взаимосвязанных агентов рынка при неблагоприятном завершении транзакций. С помощью операции СВОП, осуществленной совместно с компанией Coldman Sachs, Греция могла длительное время показывать необоснованно заниженный уровень бюджетного дефицита и не наращивать госдолг. В результате кризис госдолга периферийной Европы больше всего ударил именно по Греции, серьезно осложнив ситуацию в Еврозоне.

Имевшие место накануне кризиса 2008-2009 гг. необоснованно оптимистические рейтинги мировых агентств по поводу высокой надежности целого ряда СВОПов, связанных с ипотечными кредитами в США, спровоци-

ровали массовую покупку таких инструментов инвесторами по всему миру, что впоследствии усилило кризисные явления на мировом финансовом рынке. Причина необоснованных рейтингов заключалась в повышенной сложности данных инструментов, которая не позволила правильно оценить их рискованность не только рядовыми инвесторами, но и ведущими рейтинговыми агентствами мира.

Титульный капитал существенно ускоряет, упрощает и удешевляет транзакции за счет обеспечения подвижности прав собственности на основе движения титулов. Подобные простота и быстрота при отсутствии надежной учетной и регистрационной инфраструктуры, связанной с ненадлежащей работой агентств, ведущих реестры акционеров, в ряде случаев создавали благоприятную среду для рейдерских захватов, присвоения при помощи манипуляций с ценными бумагами чужой собственности. Причем специфика национального законодательства, основанного на вещном праве, делала невозможным защиту интересов законных владельцев бумаг, поскольку защита объектов, относящихся к обязательственному праву, в рамках национальной юрисдикции либо затруднена, либо не предусмотрена.

Подвижность прав собственности позволяла ряду компаний проводить так называемую “закольцовку” собственности⁸, ОАО “АВТОВАЗ”, ОАО “Сургутнефтегаз” и некоторые другие компании продали контрольные пакеты своих акций своим же дочерним структурам, в результате чего дочерние структуры стали собственниками материнских компаний, что привело к размыванию прав собственности, затрудняющему проведение корпоративных действий и провоцирующему внутрикорпоративные конфликты. Такое неупорядоченное перераспределение прав собственности, делающее абсолютно непрозрачной структуру акционерного капитала, ввиду своей массовости даже получило своеобразное отражение в зарубежной экономической литературе с использованием термина “русское спагетти”.

Таким образом, обеспечение эффективной спецификации прав собственности в процессе их быстрого обращения и высокой аллокированности адекватно высокой скорос-

ти транзакций на рынке капитала, но требует наличия целого ряда защитных механизмов, препятствующих размыванию и незаконному присвоению этих прав.

Индикативно-прогнозная функция титульного капитала в определенных случаях не может быть эффективно реализована потому, что эксцессивная волатильность как тренд современного рынка капиталов и постоянное "пузыреобразование" делают затрудненным любые обоснованные прогнозы развития. Причем очень часто доминирующее воздействие на тренды рынка оказывают трудно предсказуемые геополитические и внешнеполитические факторы, как, например, украинно-российское противостояние и порожденный им режим санкций. В условиях достаточно жесткой синхронизации движений индексов глобального финансового рынка прогнозные утверждения относительно дальнейшего движения рынка могут оказаться умозрительными.

Способность перераспределять риски с помощью деривативов в определенных случаях порождает иллюзию безрисковости (*moral hazard*), ложные представления о возможности принимать на себя неограниченные риски, которые могут нейтрализоваться увеличением объема хеджирующих инструментов. Среди финансистов накануне кризиса 2008-2009 гг. были широко распространены представления, что деривативы являются панацеей и способны во всех случаях минимизировать любые риски путем их перемещения к другому лицу. Как показала практика, именно избыточное перепроизводство деривативов в сочетании с широкой секьюритизацией долгов оказалось катализатором кризиса. Сегодня наблюдается прямо противоположная картина, когда с подачи Дж. Сороса большинство финансистов считают деривативы "оружием массового уничтожения". Истина, как всегда, находится посередине.

Важнейшим правилом страхования рисков выступает возможность принятия в качестве объекта невысоких допустимых по размерам рисков, обладающих низкой вероятностью возникновения. Именно такие риски, рассредоточенные по широкому рынку, подвержены минимизации за счет диверсификации. В случае с американскими ипотечными

кредитами категории *subprime* ситуация прямо противоположна.

Такие кредиты выдавались практически без обеспечения и без андеррайтинга платежеспособности заемщика. С точки зрения канонов страхования - это 100%-й риск со 100%-й вероятностью возникновения, в принципе не подлежащий минимизации и урегулированию с помощью деривативов. Однако эти ипотечные кредиты были застрахованы и перестрахованы при помощи многозвенной многомиллиардной системы деривативов, выстроенной компанией *Lemon Brothers*⁹. Поскольку лежащий в основе данной пирамиды актив был высокорискованным, она естественным образом рухнула, спровоцировав фондовый обвал по всему миру. Отсутствие институциональных ограничений на страхование заведомо рискованного актива трансформировало локальный риск американского рынка ипотечного кредитования в системный финансовый риск глобального фондового рынка. Произошла не минимизация, а концентрация и мультипликация риска, инструмент снижения риска стал инструментом его качественного усиления и трансляции по всему миру.

Бурно развивающийся процесс секьюритизации удешевил стоимость заимствований, увеличил конкуренцию на финансовых рынках, повысил экономическую активность и привел к созданию сложных финансовых продуктов. Их использование в совокупности с внебиржевыми деривативами получило широкое распространение потому, что рейтинговые агентства присваивали ценным бумагам, выпускаемым траншами на основе ипотечных кредитов *subprime*, рейтинги высшей надежности AAA, которые благодаря этому покупались по всему миру¹⁰. А. Улюкаев указывает на то, что секьюритизация - это инструмент, позволяющий перераспределять риски (в том числе и невыявленные) среди неограниченно широкого круга участников при затруднительной верификации надежности выпускаемых бумаг¹¹. Переоценка рисков в мировой финансовой системе, начавшаяся с лета 2007 г., привела в 2008-2009 гг. к потерям ведущих финансовых институтов и спровоцировала глобальное падение стоимости большинства финансовых активов. Как указывает К. Рогофф¹², секьюритизация, струк-

турированное финансирование и другие новшества связали разных игроков финансовой системы в единое целое. По сути, невозможно реструктурировать одно единственное финансовое учреждение, не реструктурировав другое, необходимы решения, распространяющиеся на всю систему.

Здесь следует обратить внимание еще на одно обстоятельство. Как показывает история рынка капиталов, всякое внедрение финансовых инноваций почти всегда приводило к кризисным явлениям. На это указывает Я.М. Миркин¹³. Широкое использование секьюритизации в сочетании с деривативами накануне кризиса 2008-2009 гг. пришло в противоречие с уровнем развития системы риск-менеджмента и пруденциального надзора, существующей системой раскрытия информации и регулирования рынка в целом. Налицо явление когнитивного диссонанса институтов рынка, когда система регулирования представляет собой противоречивую и нелогичную совокупность¹⁴.

Таким образом, взятые в совокупности причины институциональных дисфункций титульного капитала следующие:

- ◆ фондовый фетишизм государства, корпоративных менеджеров и миноритарных акционеров;
- ◆ чрезмерная сложность финансовых инструментов;
- ◆ несовершенство юрисдикции, связанное с импортированием чужеродных правовых норм;
- ◆ когнитивный диссонанс институтов, связанный с опережающим или отстающим развитием некоторых из них;
- ◆ несовершенство этических норм.

Все они свидетельствуют о серьезном запаздывающем развитии системы институтов рынка капитала по сравнению с потребностями практического функционирования титульного капитала. В результате происходит нарушение логической взаимосвязи и нормального взаимодействия между капиталом-собственностью и капиталом-функцией, ведущее к крайне серьезным негативным последствиям для рынка. Необходимо существенное реформирование всей этой системы для позитивного использования потенциала титульного капитала в целях развития рынка капитала. Именно поэтому рабочая

группа при президенте США в своих рекомендациях по антикризисным мерам на фондовом рынке отметила следующие¹⁵:

- ◆ увеличение прозрачности и более полное раскрытие информации;
- ◆ улучшение понимания рисков (включая улучшение работы рейтинговых агентств и их клиентов);
- ◆ рост внимания к управлению рисками (риск-менеджмент - дело каждого);
- ◆ увеличение уставных капиталов финансовых институтов;
- ◆ улучшение системы регулирования и, в первую очередь, систем ужесточения управления рисками (в сфере кредитования, секьюритизации, торговли деривативами, стандартов деятельности регулятора);
- ◆ усиление инфраструктуры рынка (особо внебиржевой торговли).

В заключение необходимо указать, что только понимание титульного капитала как институционального феномена позволяет правильно выстроить стратегию преодоления побочных эффектов. Если встать на позицию, согласно которой титульный капитал - это фиктивный капитал, то весь негатив можно легко списать на аномальную природу самого такого капитала. В действительности, титульный капитал не хорош и не плох взятый сам по себе, все зависит от того, насколько институциональная структура рынка соответствует потребностям, создающим условия для его эффективного функционирования.

¹ См.: *Аникин А.В.* Кредитная система современного капитализма (Исследование на материалах США). М. : Наука, 1964. С. 28; *Брегель Э.Я.* Денежное обращение и кредит капиталистических стран. М. : Финансы, 1973. 355 с.; *Гильфердинг Р.* Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы в развитии капитализма. М. : Соцэкгиз, 1959. 490 с.; *Коган А.М.* Методология исследования кредита в "Капитале" К. Маркса // Вестн. Моск. ун-та. Сер. 7, Экономика. 1967. № 4. С. 31; Краткий курс политической экономии : учеб. пособие. В 2 т. Т. 1 / под ред. Н.А. Цаголова. 3-е изд., перераб. и доп. М. : Экономика, 1973. 831 с.; *Леонов С.* Фиктивный капитал: содержание и виды // Экон. науки. 1980. № 9. С. 28-33; *Маркс К., Энгельс Ф.* Соч. 2-е изд. Т. 25. Ч. 2. С. 18-80; *Мусатов В.Т.* Некоторые вопросы анализа категории "фиктивный капитал" // Вестн. Моск. ун-та. 1976. № 5. С. 25-26; *Розенберг Д.И.* Комментарии к "Капиталу" К. Маркса. М. : Экономика, 1983. 720 с.; *Трах-*

тенберг И.А. Денежное обращение и кредит при капитализме. М. : Изд-во АН СССР, 1962. С. 438-439.

² *Ермолаев К.Н., Карчагин С.П.* Конкуренция на рынке финансовых услуг: сущность, понятие, специфика // Вестник Самарского государственного экономического университета. Самара, 2013. № 5 (103). С. 35-38.

³ См.: *Гринспен А.* Оставить рынкам свободу // Ведомости. 2008. 6 авг.; *Сорос Д.* Новая парадигма финансовых рынков : пер. с англ. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2008. С. 20.

⁴ Национальный доклад "Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия". URL: www.mirkin.eufn.ru. С. 29.

⁵ *Мау В.* Проблема выхода // Ведомости. 2009. 26 авг.

⁶ *Альшанский Л.* Мировой финансовый рынок нуждается в регулировании // Рынок ценных бумаг. 2008. № 15. С. 56.

⁷ Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2000-2015 гг.) : аналит. доклад / под ред. Я.М. Миркина. М., 2010.

⁸ *Григорьев Л.* Совесть надо иметь // Ведомости. 2008. 25 сент.

⁹ О мерах по совершенствованию регулирования и развития рынка ценных бумаг на 2008-2012 годы и на долгосрочную перспективу : доклад. URL: www.fcsm.ru.

¹⁰ *Гринспен А.* Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы : пер. с англ. 2-е изд., доп. М., 2009. С. 483.

¹¹ *Улюкаев А.* Дело не в буквах // Ведомости. 2009. 16 сент.

¹² *Рогофф К.* Инфляция - меньшее зло // Ведомости. 2008. 5 дек.

¹³ *Миркин Я.* Цикл маятника // Вестн. Нац. ассоциации участников фондового рынка. 2011. № 6/7. С. 55-56.

¹⁴ *Коланьков А.* Когнитивный диссонанс и другие берега // Рынок ценных бумаг. 2011. № 7/8. С. 1.

¹⁵ *Миркин Я.М.* Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М. : GELEOS Publishing House ; Кэпитал Трейд Компании, 2011. С. 10.

Поступила в редакцию 24.10.2014 г.