

ОТЧЕТ
об участии в двух совместных конференциях
«The 10th International Conference on Asian Financial Markets» и
«The 1st World Conference on Risk, Banking and Finance 2015»
(7-8 января 2015 г.; университет Нагасаки, общество "The Risk, Banking and Finance Society", Школа бизнеса Леонарда Н. Штерна (NYU Stern School of Business), Флорентийский университет Италии; Токио, Япония)

Дата отчета: 13 января 2015 года

Введение

Председатель конференции Оливьеро Рогги отметил, что целью конференции является обсуждение последних наработок в области финансов, экономики и управления риском.

Информация о конференции представлена на сайте: <http://www.rbfworldconference.org>

Содержание отдельных докладов на конференции

Данный раздел организован следующим образом. Сперва речь пойдет о ключевом докладчике на конференции. Далее будут представлены основные моменты докладов специальной сессии, а также содержание отдельных докладов из секций, посвященных эмпирическим исследованиям, моделированию временных рядов и корпоративным финансам.

В качестве ключевого докладчика на конференции выступал Масааки Сиракава, бывший управляющий Банка Японии, профессор университет Аояма в Токио. В своем выступлении Масааки Сиракава отметил, что, по его мнению, предметами внимания для Японии сегодня является дефляция и демографическая проблема (стремительное старение населения), которые оказывают существенный эффект на экономику в виде хронической болезни.

Масааки Сиракава поднял вопрос об эффективности денежно-кредитной политики. Он отметил, что увеличение предложения денег в японской экономике не привело к росту инфляции, а наоборот, индекс потребительских цен снизился на 4%. После краха Lehman Brothers, можно было наблюдать значительное увеличение в денежных средствах Центрального банка в Японии, однако, снова не было никаких признаков роста инфляции. Таким образом, докладчиком было отмечено, что Центральный банк должен воздействовать на уровень инфляции не через механическую связь между деньгами и ценами, а посредством изменения финансовых условий.

Докладчик отметил важность проведения таргетирования инфляции на средне- или долгосрочном временном горизонте (гибкое инфляционное таргетирование), но не в качестве краткосрочной меры.

Докладчик отметил четкую положительную корреляцию между инфляционными ожиданиями и потенциальным ростом экономики в Японии. Получается, что повышение инфляционных ожиданий фирмы и домохозяйств окажет положительное влияние на рост заработной платы и цен, что в свою очередь будет приводить к постепенному угасанию "дефляционных ожиданий".

Масааки Сиракава объяснил, что основной причиной низкого уровня инфляции в Японии по отношению к другим экономикам является политика в отношении безработицы. После второй половины 1990-х годов обеспечение занятости населения имело высокий приоритет. Увеличение количества работающих вынуждало фирмы сокращать заработную плату сотрудников, что, в результате, привело к падению цен. Докладчик заметил, что безработица в Японии уже давно держится на низком уровне. Более того, рост безработицы в течение последнего кризиса был достаточно скромным.

Масааки Сиракава отметил, что попытки остановить рост курса иены в истории Японии (1971-73 года; после 1987 года) привели к экономической нестабильности страны, что стало ценным уроком для Японии. Сегодня противостоять повышению курса национальной валюты может гибкий обменный курс национальной валюты.

По словам Масааки Сиракава, проблема сокращения численности населения часто игнорируется при обсуждении экономических процессов. Таким образом, экономическая политика Японии в среднесрочной и долгосрочной перспективе должна рассматриваться в терминах изменения показателей на душу населения или на одного работающего человека.

Старение населения, которое может привести к сокращению рабочей силы, повлияет на экономику со стороны предложения. Старение населения изменяет также структуру спроса в экономике.

В рамках специальной сессии конференции были обсуждены 3 доклада.

Hongying Xiao, из Юго-западного Университета Финансов и Экономики, (Чэнду, Сычуань, Китай) показала, что фонды денежных средств имеют отрицательную зависимость с вкладами до востребования, т.е. фонды денежных средств сокращают банковскую ликвидность из-за изменения отношения ликвидных активов (наличные средства) к неликвидным (инвестиции, кредиты). В исследовании эконометрическая

модель отвлечения депозитов и модель банковской ликвидности были построены на выборке банков Китая за период 2008 – 2013 гг..

Noriyoshi Yanase из университета Экономики Токио (Tokyo Keizai University) в совместной работе с коллегами из Университета Портленда (штат Орегон, США) оценивал влияние деривативов на капитал банков. В результате было показано, что использование валютных производных инструментов и производных инструментов на процентную ставку оказывает положительное влияние на банковский капитал.

Интересным было выступление Бертранда Майе из университета Париж-Дофин и Орлеана (Франция). В основе представленной работы лежит объединение двух теорий: (1) «теории разочарований» [Bell, 1985; Loomes & Sugden, 1986] и (2) теории Дж. Маршака и Дж. Хикса. «Теория разочарований» предполагает, что индивиды, предвидя потенциальные разочарования, будут учитывать их при оценке риска и принимать решения, которые наименее вероятно приведут к переживанию этого чувства. В то время как работы Дж. Маршака и Дж. Хикса в конце 30-х годов XX века впервые упоминают о моментах высших порядков случайных величин. В работе Бертранда Майе и его коллег ожидаемая полезность инвестора оценивается относительно первых четырех моментов распределения доходности активов (Conventional moments, C-moments: например, коэффициент асимметрии, коэффициент эксцесса). Также, полагаясь на расширенную теорию разочарований, представленную в работах [Delqui'e, Cillo, 2006] и [Cillo, Delqui'e, 2009], авторы представляют функцию полезности в виде линейной комбинации моментов высших порядков (Linear moments, L-moments¹), где каждый момент взвешен на соответствующий коэффициент чувствительности. Первые два свойства, обозначаемые как “жадность” (greediness) и “неприятия риска” (risk aversion), соответствуют чувствительности первого и второго моментов рассматриваемого распределения. Свойства “предусмотрительность” (prudence) и “воздержание” (temperance) соответствуют чувствительности третьего и четвертого моментов рассматриваемого распределения.

Отдельная секция была посвящена эмпирическим исследованиям и моделированию временных рядов.

Suk-Joong Kim из Университета Сидней (Австралия) затронул проблему спекулятивных валютных операций керри-трейд (currency carry trade). За счет того, что фактическое направление курса движения валюты часто противоположно

¹ L-моменты, полученные из распределения, представляют собой более устойчивые оценки, в отличие от C-моментов, при изменении размера выборки и при наличии выбросов.

предсказанному, возникает возможность для валютных инвесторов заимствовать средства в низкодоходной валюте (например, в японских иенах) и вкладывать средства в высокодоходные валюты (например, в австралийский доллар)². Suk-Joong Kim исследовал эмпирические детерминанты стратегии керри-трейд австралийского доллара (AUD) и японской иены (JPY) на дневных и недельных наблюдениях за период со 2 января 1999 по 31 декабря 2012 года. Было показано, что вероятность возникновения операций carry trade для австралийского доллара (AUD) увеличивается при возникновении неожиданно низкой инфляции, безработицы, при существовании положительного объема торгов AUD. Повышение процентной ставки Резервным банком Австралии также повышает вероятность carry trade. В то же время вероятность carry trade для японской иены JPY повысится в случае снижения индекса Tanken в Японии, увеличения роста объемов розничной торговли, негативного объема торгов JPY и политики ФРС в отношении ставки. Для недельного горизонта чистая длинная позиция по фьючерсам увеличила вероятность carry trade для австралийского доллара AUD, но снизила вероятность для японской иены JPY. Кроме того, было отмечено, что детерминанты до и после финансового кризиса 2007-2009 существенно различаются.

Chien-Chung Nieh с его коллегами из Тамканского университета (Тайвань) рассмотрел краткосрочную нелинейную динамику ежедневной доходностью акции и процентного изменения в объеме торгов на тайваньском фондовом рынке с помощью модели с марковскими переключениями. Одним из важных выводов работы является статистически значимая двунаправленная связь между доходностью акций и объемом торгов, выявленная с помощью теста Грейнджера на причинность. При этом было отмечено, что если разделить рынок на высоко - и низковолатильный режимы, причинность по Грейнджеру в направлении *объем торгов* → *доходность акции* зависима от выбора режима (низко - / высоковолатильный режим), в то же время влияние *доходность акции* → *объем торгов* остается от режима независимо.

Несколько секций были посвящены корпоративным финансам.

Taufique Samdani из бизнес-школы IESEG (Париж-Лилль, Франция) показал в своей работе, что качество информации, раскрытой инвесторами, чувствительно к стимулам раскрытия информации. Он также отметил, что пост-ИПО волатильность доходности акции

² Например, австралийский доллар был одной из наиболее важных инвестиционных валют из-за стойких положительных процентных ставок в отношении доллара США и других основных валют, особенно против японской иены с начала 2000-х годов.

чувствительна к таким финансовым показателям на рынке, как EPS (earnings per share) и P/E (price/earnings). Качество раскрытой информации он рассматривал в терминах волатильности доходности акций: чем выше волатильность доходности акции, тем ниже качество информации, раскрытой инвесторами. Докладчик отметил, что интересным примером рассмотрения двух разных режимов с различным стимулированием инвесторов правдиво раскрывать информацию является пример с Индией, где с 2009 года метод распределения акций между инвесторами был изменен с недискриционной на дискриционную аллокацию акций. Дискриционная аллокация акций создала стимул для институциональных инвесторов предоставлять финансовую информацию. По данным Бомбейской фондовой биржи и Национальной фондовой биржи Индии по примерно 278 сделкам IPO в Индии за 2005-2014 года были построены 3 панельных регрессии со случайным эффектом для трех промежутков времени относительно даты начала размещения акций (2-7 дней, 8-30 дней, 30-90 дней), где

$$return\ volatility = f(D_1 * EPS, D_2 * \frac{P}{E}, control\ variables)$$

$$D_1 = D_2 = \begin{cases} 0, & 2005 - 2008 \\ 1, & 2009 - 2014 \end{cases}$$

Была получена статистически значимая связь между волатильностью доходности акций и показателем EPS в каждой из трех регрессий, в то время как коэффициент P/E оказался статистически значимым только в третьей регрессии (30-90 дней). В рамках обсуждения доклада Taufique Samdani было предложено построить четвертую регрессию для первого дня размещения акций (first-day return volatility effect).

Kazuо Yamada из университета Ритсумейкан (Киото, Япония) в своем выступлении попытался объяснить причины «неестественного кредитования» японскими банками (кредитования низкокачественных компаний) с помощью теории сетей (network theory). Банк в целях максимизации прибыли будет занижать стоимость кредита для низко рейтинговой компании, которая является поставщиком или покупателем компании-заемщика этого же банка. На данных Nikkei Media Marketing по компаниям, у которых удалось идентифицировать поставщиков и покупателей, за период с 2001 по 2012 год, была построена эконометрическая модель, которая показала, что в описанной выше ситуации стоимость кредита для низкокачественной компании уменьшается примерно на 4.9 базисных пунктов.

Manuela Geranio из университета Боккони (Милан, Италия) представила основные современные стратегии на мировых биржах в последние годы и представила возможные пути развития биржевой индустрии в ближайшем будущем, по мере введения новых регуляторных требований.

Доклад Hiromishi Iwaki из университета Хитоцубаси (Кунитати, Япония) был посвящен эмпирическому анализу проблемы «заложника» (hold-up problem) при заемном финансировании на примере японских фирм. На данных Nikkei Needs Financial Quest и “Rating and Investment Information, Inc. R&I” за 1992-2011 для модели финансового рычага и за 2000-2011 для модели инвестиций исследователем было получено, что увеличение краткосрочного долга к совокупному на 10% приводит к сокращению финансового рычага на 0.4%-0.9% и к сокращению инвестиций на 0.28%.

Интересным было выступление Giorgio Bertinetti из университета Ка'Фоскари (Венеция, Италия), кто предложил методологию оценки премии за риск GRP (governance risk premium), которая возникает из-за различных неэффективных управленческих решений, принимаемых на неполных рынках, при неполных контрактах, что искажает корпоративную стоимость капитала компании. Giorgio Bertinetti привел в качестве примера известную структуру отчета о прибылях и убытках и связал отдельные элементы с соответствующими заинтересованными сторонами, кто принимает на себя риск на различных этапах бизнес модели:

Таблица 1.

<i>Пункт отчета P&L</i>	<i>Обозначение</i>	<i>Заинтересованное лицо</i>
Operating Revenue	RDV	Клиенты и рынок
Cost of good sold	CVF	Поставщики
Fixed costs	CFF	Поставщики
Employees	FLI	Сотрудники
ЕВИТДА		
D&A (=investments)	INV	Менеджеры
ЕВИТ		
Financial costs (Interest paid)	OFN	Банки и другие кредиторы
Unexpected P&L		
Pre-tax profit		
Taxation	TAX	Государство
Net income	RNP	Акционеры

На примере, когда компания находится в стационарном состоянии, докладчик показал идею, которая лежит в основе методологии его работы. Логика таблицы выше может быть представлены как:

$$Present Value (RDV) = PV(RDV) = PV(CVF) + PV(CFF) + PV(FLI) + \\ +PV(INV) + PV(OFN) + PV(TAX) + PV(RNP),$$

где выделенные компоненты определяют стоимость совокупных активов.

Автор отметил, что в том случае, когда мы наблюдаем полный финансовый рынок (complete financial market), будет выполняться следующее равенство:

A	L	
Assets	Equity	$\Leftrightarrow PV(RDV) - PV(CVF) - PV(CFF) - PV(FLI) - PV(TAX)$ $= MV(Equity) + MV(Debt) = EV$
	Debt	

Иначе, можно говорить о неполноте рынка.

Представив выражение в следующем виде

$$PV(RDV) - PV(CVF) - PV(CFF) - PV(FLI) - PV(TAX) = \frac{RDV}{r_{rdv}} - \frac{CVF}{r_{cvf}} - \frac{CFF}{r_{cff}} - \frac{FLI}{r_{fli}} - \frac{TAX}{r_{tax}},$$

где r_i – дисконтирующий фактор.

Поделив данное выражение на приведенную стоимость операционной выручки (PV (RDV)), автор получил:

$$1 - cvf^* - cff^* - fli^* - tax^* = \frac{EV}{PV(RDV)} = \frac{MV(Equity)}{PV(RDV)} + \frac{MV(Debt)}{PV(RDV)}$$

Применив фундаментальное правило CAPM к выражению выше и выразив из него справедливое значение β_{Equity} , было получено:

$$\beta_{Equity} = [\beta_{rdv} - (cvf^*)\beta_{cvf} - (cff^*)\beta_{cff} - (fli^*)\beta_{fli} - (tax^*)\beta_{tax} - \left(\frac{MV(Debt)}{EV}\right)\beta_{Debt}]$$

$$* \left(\frac{EV}{MV(Equity)}\right)$$

С другой стороны, данное значение β_{Equity} может быть оценено с помощью традиционной формулы:

$$\beta_{Equity}^* = \frac{cov(r_{Equity}, r_m)}{Var(r_m)}$$

Таким образом, премия за риск GPR (governance risk premium) может быть представлена как:

$$GPR = (\beta_{Equity}^* - \beta_{Equity}) * Equity risk premium$$

Предложенный подход был протестирован на выборке из 43 компаний, действующих на неэффективном неполном финансовом рынке Италии. Риск-премия GRP была рассчитана для трех периодов: (1) 2006-2012 гг., (2) 2008-2012 гг., (3) 2010-2012 гг.. Для первых двух периодов риск-премия принимала положительное значение, что соответствовало предположению авторов о том, что неэффективные управленческие решения, принимаемые на неполных рынках, завышают корпоративную стоимость капитала компании за счет появления риск-премии GRP. Для третьего периода (2010-2012) риск-премия оказалась отрицательной, что, по мнению исследователя, произошло

из-за недостаточной длины исторической выборки для точной оценки риск-премии GRP. В итоге Giorgio Bertinetti отметил, что согласно предложенному методу расчета риск-премия GRP увеличивает стоимость капитала на 142 базисных пунктов.

При обсуждении доклада было отмечено, что полезно (1) оценить риск-премию GRP для других стран, (2) оценить риск-премию GRP для различных по своим характеристикам компаний, (3) оценить влияние учетной политики на риск-премию GRP. Более того, интересно увидеть и объяснить, возможны ли такие случаи, когда риск-премия GRP принимает отрицательные значения и тем самым занижает стоимость капитала.

Обратная связь на собственный доклад

В рамках секции, посвященной эмпирическим исследованиям, мною был представлен доклад по исследованию “PD-LGD Correlation Study: Evidence from the Russian Corporate Bond Market”, подготовленному под научным руководством Пеникаса Генриха Иозовича. Работа посвящена изучению связи вероятности дефолта PD (probability of default) и доли убытка при дефолте LGD (loss given default) на российском корпоративном рынке облигаций.

В настоящее время одним из важных нормативов для банка является норматив достаточности капитала (Н1.0, Н1.1, Н1.2; см. [395-П]), который показывает готовность банка покрыть свои убытки в случае, если его заёмщики не выплатят свои долги. Сегодня, когда в России происходит внедрение Базельских стандартов, проблема оценки экономического капитала Банка является особенно актуальным вопросом. Для расчета достаточности капитала в рамках моделей внутренних рейтингов (см. [192-Т]) используются параметры вероятности дефолта (PD) и доли убытка при дефолте (LGD), однако делается предположение, что такие параметры независимы. Это приводит к тому, что банки, упуская факт существования такой взаимосвязи, подвергаются опасности недооценить уровень риска своего кредитного портфеля. В данной работе впервые оценена связь между PD и LGD на российском корпоративном рынке облигаций. Предварительные результаты указывают на отсутствие корреляции между PD и LGD.

По итогам выступления я получила обратную связь от коллег. Suk – Joong Kim из университета Сидней поддержал нашу идею провести кластеризацию компаний в целях улучшить модель вероятности дефолта, которая используется для получения оценок PD. Второй комментарий относился к интерпретации результатов, полученных в работе. В исследовании нами было отмечено, что вывод об отсутствии корреляции между вероятностью дефолта и долей убытка при дефолте мог быть получен из отстающей (лаговой) зависимости между PD и LGD. Коллеги предложили подумать над тем, как

можно проверить такое предположение. Возможен ли такой случай, когда на компоненты PD и LGD действуют разные макроэкономические факторы, что создает предполагаемую нами лаговую зависимость.

Организация мероприятия

- На конференции при проведении параллельных секций всегда приглашался дискуссант для обсуждения работ, заслушанных на секции. Как правило, в секции было три доклада по смежной тематике. В рамках одной сессии дискуссант высказывал свое суждение по адекватности полученных выводов.
- На конференции был организован круглый стол, в рамках которого были представлены серия лекций и дискуссия с представителями бизнеса на тему экономических проблем фондового рынка Японии. Особенностью конференции были выступления ученых и регуляторов, включая Menachem Brenner и Jeffrey Wurgler из Школы бизнеса Леонарда Н. Штерна (Нью-Йорк, США), Jun Uno из университета Васеда (Синдзюку, Япония) и Masaaki Shirakawa (бывший управляющий Банка Японии, профессор университет Аояма, Токио, Япония).

Заключение

Посещение конференции считаю полезным, поскольку оно позволило познакомиться с теми областями исследований, которыми сейчас интересуется западное научное сообщество. На конференции было интересно выслушать мнение экспертов, получить обратную связь по своему исследованию. Конференция также стала площадкой для межкультурного общения, ведь там присутствовали коллеги из Японии, Америки, Италии, Канады, Китая и Испании.

Ермолова Мария

**студентка 4 курса факультета экономики
образовательной программы «Экономика»
специализации «Экономика»**

e-mail: m.d.ermolova@gmail.com