

ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)



ВЫХОДИТ 4 РАЗА В МЕСЯЦ

ФИНАНСЫ[®] & КРЕДИТ

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

2016 выпуск 11
МАРТ

FINANCE[®] & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal
2016, March
Issue 11



Научно-практический и теоретический журнал

Основан в 1994 году
Выходит 4 раза в месяц
Статьи рецензируются

Рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций
Реферируется в ВИНТИ РАН
Включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ)
Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-60938 от 02 марта 2015 г. выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций
Предыдущее Свидетельство о регистрации № 013007 от 03 ноября 1994 г. выдано Комитетом Российской Федерации по печати

Цель журнала – предоставить возможность научному сообществу и практикам публиковать результаты своих исследований, привлечь внимание к перспективным и актуальным направлениям экономической науки, усилить обмен мнениями между научным сообществом России и зарубежных стран

Главная задача журнала – публикация теоретических и научно-практических статей, освещающих взаимосвязи и взаимозависимости, возникающие в процессе функционирования различных звеньев финансовой системы, финансовые потоки и кругооборот капитала, структурные элементы денежно-кредитной системы, объективные закономерности формирования системы денежно-кредитных отношений на микро- и макроуровне

Учредитель

ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»
Юр. адрес: 111141, г. Москва, Зелёный проспект, д. 8, кв. 1
Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10

Издатель

ООО «Информационный центр «Финансы и кредит»
Юр. адрес: 123182, г. Москва, ул. Авиационная, 79-480
Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10

Редакция журнала

Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10
Тел.: +7 (495) 989-9610
E-mail: post@fin-izdat.ru
Website: <http://www.fin-izdat.ru>

Генеральный директор **В.А. Горохова**
Управляющий директор **А.К. Смирнов**
Директор по стратегии **А.А. Клюкин**

Главный редактор **В.А. Цветков**, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация

Зам. главного редактора
В.В. Гаврилов, Москва, Российская Федерация
Ю.В. Горбачева, Москва, Российская Федерация

Редакционный совет

А.М. Батьковский, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация
А.З. Дадашев, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация
В.Н. Едророва, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация
Г.Б. Клейнер, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация
Е.Л. Логинов, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация
О.П. Овчинникова, доктор экономических наук, профессор, Белгород, Российская Федерация
С.В. Ратнер, доктор экономических наук, доцент, Москва, Российская Федерация
А.Н. Сухарева, доктор экономических наук, доцент, Тверь, Российская Федерация
Е.Ф. Сысоева, доктор экономических наук, доцент, Воронеж, Российская Федерация
Е.А. Федорова, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация
С.Н. Яшин, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация

Ответственный секретарь **И.Л. Селина**
Перевод и редактирование **О.В. Яковлева, И.М. Комарова**
Верстка и дизайн **С.В. Голосовский**
Контент-менеджеры **В.И. Романова, Е.И. Попова**
Менеджмент качества **Е.И. Попова, А.В. Бажанов**
Корректор **О.А. Ковалева**
Подписка и реализация **Т.Н. Дорохина**

Подписано в печать 18.03.2016
Выход в свет 28.03.2016
Формат 60x90 1/8. Объем 7,75 п.л. Тираж 1 200 экз.
Отпечатано в ООО «КТК»
Юр. адрес: 141290, Российская Федерация, Московская обл., г. Красноармейск, ул. Свердлова, д. 1
Тел.: +7 (496) 588-0866

Подписка

Агентство «Урал-Пресс»
Агентство «Роспечать» – индекс 71222
Объединенный каталог «Пресса России» – индекс 45029
Свободная цена

Журнал доступен в EBSCOhost™ databases
Электронная версия журнала: <http://elibrary.ru>, <http://dilib.ru>, <http://biblioclub.ru>

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции

Редакция приносит извинения за случайные грамматические ошибки

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

СОДЕРЖАНИЕ

БАНКОВСКАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Мясникова О.Ю., Сопилко Н.Ю. Формирование оптимальной системы стимулирования и оплаты труда персонала в коммерческом банке 2

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

Хлюпина Н.А., Берзон Н.И. Информационная значимость рекомендаций аналитиков на российском рынке акций 15

СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА

Яшин С.Н., Трифонов Ю.В., Кошелев Е.В. Оценка стоимости мотивации топ-менеджеров корпорации на основе варрантов 32

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Ногин Ю.Б. Решение проблемы выбора негосударственным пенсионным фондом управляющей компании на основе анализа доходности за различные временные промежутки 43

БЮДЖЕТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

Чулков А.С. Нормирование закупок для государственных и муниципальных нужд как элемент системы повышения эффективности бюджетных расходов 52

FINANCE[®] & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal

Since 1994
4 issues per month

The journal is recommended by VAK (the Higher Attestation Commission) of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of theses for advanced academic degrees. Indexing in Referativny Zhurnal VINITI RAS. Included in the Russian Science Citation Index (RSCI) Registration Certificate ПИ № ФС 77-60938 of March 02, 2015 by the Federal Service for Supervision of Communications, Information Technology, and Mass Media. Previous Registration Certificate № 013007 of November 3, 1994 by the Committee of the Russian Federation on Press.

The objective of the journal is to provide an opportunity to the scientific and business community to publish original research findings, draw attention to promising and important fields of economic science, strengthen the comprehensive and useful exchange of views between the scientific and business communities in Russia and abroad.

The journal's main task is to publish theoretical and practical articles highlighting the interrelationship and interdependencies arising in the operation of various links in the financial system, financial flows and the circulation of capital, structural elements of the monetary system, objective regularities of formation of the monetary system at the micro- and macrolevels.

Founder

Publishing house FINANCE and CREDIT
Office: 111397, Zelenyi prospect 20, Moscow, Russian Federation
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation
Telephone: +7 495 989 9610

Publisher

Information center Finance and Credit, Ltd
Office: 123182, Aviatsionnaya St. 79-480, Moscow, Russian Federation
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation
Telephone: +7 495 989 9610

Editorial

Office: 111397, Zelenyi prospect 20, Moscow, Russian Federation
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation
Telephone: +7 495 989 9610
E-mail: post@fin-izdat.ru
Website: <http://www.fin-izdat.ru>

Director General **Vera A. Gorokhova**
Managing Director **Aleksey K. Smirnov**
Chief Strategy Officer **Anton A. Kiyukin**

Editor-in-Chief **Valerii A. Tsvetkov**, Market Economy Institute, RAS, Moscow, Russian Federation

Deputy Editors

Vladimir V. Gavrilov, Moscow, Russian Federation
Yuliya V. Gorbacheva, Moscow, Russian Federation

Editorial Council

Aleksandr M. Bat'kovskii, Central Research Institute of Economics, Control, Systems and Information, Moscow, Russian Federation
Alikhan Z. Dadashev, Academy of Public Administration, Moscow, Russian Federation
Valentina N. Edronova, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod – National Research University, Nizhny Novgorod, Russian Federation
Georgii B. Kleiner, Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow, Russian Federation
Evgenii L. Loginov, Market Economy Institute of RAS, Moscow, Russian Federation
Oksana P. Ovchinnikova, Belgorod National Research University, Belgorod, Russian Federation
Svetlana V. Ratner, Trapeznikov Institute of Control Science, RAS, Moscow, Russian Federation
Aleksandr N. Sukharev, Tver State University, Tver, Russian Federation
Elena A. Fedorova, Financial University under Government of RF, Moscow, Russian Federation
Elena F. Sysoeva, Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation
Sergei N. Yashin, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russian Federation

Executive Editor **Inna L. Selina**

Translation and Editing **Olga V. Yakovleva**, **Irina M. Komarova**
Design **Sergey V. Golosovskiy**

Content Managers **Valentina I. Romanova**, **Elena I. Popova**
Quality Management **Elena I. Popova**, **Andrey V. Bazhanov**
Proofreader **Oksana A. Kovaleva**
Sales and Subscription **Tatiana N. Dorokhina**

Printed by KTK. Ltd., 141290, Sverdlov St., 1, Krasnoarmeysk, Russian Federation
Telephone: +7 496 588 0866
Published March 28, 2016. Circulation 1 200

Subscription

Ural-Press Agency
Rospechat Agency
Press of Russia Union Catalogue

Online version

EBSCOhost™ databases
Scientific electronic library: <http://elibrary.ru>
University Library Online: <http://biblioclub.ru>

Not responsible for the authors' personal views in the published articles

This publication may not be reproduced in any form without permission

All accidental grammar and/or spelling errors are our own

© Publishing house FINANCE and CREDIT

CONTENTS

BANKING

Myasnikova O.Yu., Sopilko N.Yu. Building an optimal system of personnel incentives and remuneration in a commercial bank 2

SECURITIES MARKET

Khlyupina N.A., Berzon N.I. The impact of analysts' recommendations on stock prices in Russia 15

BUSINESS VALUE

Yashin S.N., Trifonov Yu.V., Koshelev E.V. Estimated value of motivation of corporate top managers based on warrants 32

INVESTING

Nogin Yu.B. Problem solution: choosing a management company by non-governmental pension funds based on the analysis of profitability for various time intervals 43

BUDGET REGULATION

Chulkov A.S. Rationing of procurement for State and municipal needs as an element of enhancing the efficiency of budget outlays 52

ФОРМИРОВАНИЕ ОПТИМАЛЬНОЙ СИСТЕМЫ СТИМУЛИРОВАНИЯ И ОПЛАТЫ ТРУДА ПЕРСОНАЛА В КОММЕРЧЕСКОМ БАНКЕ*Ольга Юрьевна МЯСНИКОВА^а, Наталья Юрьевна СОПИЛКО^{б,•}

^а кандидат экономических наук, ассистент кафедры инженерного бизнеса и управления предприятием инженерного факультета, Российский университет дружбы народов, Москва, Российская Федерация
myasnikova_ouy@pfur.ru

^б кандидат экономических наук, доцент кафедры инженерного бизнеса и управления предприятием инженерного факультета, Российский университет дружбы народов, Москва, Российская Федерация
sopilko_nyu@pfur.ru

• Ответственный автор

История статьи:

Принята 01.02.2016

Одобрена 17.02.2016

УДК 336.719

JEL: C61, G21, M12

Аннотация

Предмет. Ввиду ослабления значимости человеческих ресурсов в банковской сфере, приводящего к оттоку квалифицированных кадров, росту текучести и падению спроса на банковские услуги, приобретает особую актуальность совершенствование системы стимулирования и оплаты труда сотрудников банка.

Цель. Разработка основанного на формировании оптимизированных кадровых решений комплексного управленческого подхода к совершенствованию системы оплаты и стимулирования труда сотрудников коммерческих банков для повышения эффективности их деятельности.

Методология. Используются методы факторного анализа и экономико-математического моделирования.

Результаты. В ходе исследования были выявлены проблемы, связанные с использованием человеческих ресурсов в коммерческом банке, установлены причины возникновения этих проблем. Предложено проведение комплексной мотивационной синхронизации уровня доходов сотрудников массовых профессий, при которой устанавливается единая категория оклада в рамках одной должности с учетом региональных коэффициентов в различных филиалах банка. Результаты исследований подтвердили, что рациональная политика выплаты постоянной части заработной платы не только позволяет оптимизировать издержки по оплате труда, но и служит дополнительным стимулом для повышения профессионального уровня сотрудников. Построенная экономико-математическая модель, предлагаемая для оптимизации системы стимулирования и оплаты труда, отражает способность гибко приспосабливаться к изменяющимся многофакторным условиям конъюнктуры финансового рынка и рынка труда, то есть характеризуется адаптивностью и универсальностью, что в целом будет способствовать повышению эффективности труда сотрудников банка.

Выводы. На основе проведенного анализа проблем, связанных с управлением человеческими ресурсами в банковской среде, в частности в коммерческом банке, исследованы возможности повышения эффективности работы банковского персонала и предложен комплексный подход к совершенствованию системы стимулирования и оплаты труда во взаимосвязи с квалификацией сотрудников.

Ключевые слова:

человеческие ресурсы, управление персоналом, стимулирование, оплата труда, коммерческий банк

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Нестабильность состояния бизнес-процессов в мировой экономике способствует дестабилизации их экономического развития. В такой ситуации возрастает роль банков, являющихся системообразующим элементом экономики любого

типа, и возникает необходимость повышения эффективности их деятельности.

В условиях жесткой конкуренции современный банк, в том числе и коммерческий, оптимально используя человеческие ресурсы, повышая качество управления ими, обеспечивая стабильность кадрового состава путем улучшения социально-экономических показателей финансовой деятельности, будет способствовать получению дополнительных конкурентных преимуществ на финансовом рынке.

Современные коммерческие банки зачастую экономят средства за счет сокращения численности сотрудников, пытаясь максимально

* Авторы выражают благодарность профессору Алле Анатольевне СЕМЕНОВОЙ за помощь и проявленный интерес к работе, а также профессору Григорию Артемовичу БАЛЫХИНУ за ценные советы и конструктивные предложения. Авторы выражают признательность участникам научно-практической конференции, посвященной актуальным проблемам финансово-экономического развития стран (Украина, Днепрпетровск, 20.11.2015) за интерес к работе и предложения. Авторы выражают благодарность АО «БИНБАНК кредитные карты» за предоставленные материалы и содействие в проводимом исследовании.

автоматизировать банковское дело путем замещения роли персонала компьютерными технологиями, что приводит к оттоку квалифицированных кадров из банковской сферы, ведет к увеличению уровня текучести, и, как следствие, падению спроса на банковские услуги. Очевидно, что в условиях нестабильности рыночной экономики проведение реформирования банковской системы, которое предусматривает предотвращение банкротства, погашение невозвращенных кредитов, неуплаченных процентов и других видов издержек, без качественного управления человеческими ресурсами становится невозможным.

Изучению кадровой политики, повышению ее роли в развитии банковской системы посвящено множество работ зарубежных и российских авторов. Так, известный американский специалист Г. Хэмел уделяет особое внимание реструктуризации кадровых служб банков, повышению их роли и расширению функциональных обязанностей сотрудников отделов по работе с персоналом [1]. По мнению Б. Хичкока, для эффективного управления кадровыми ресурсами целесообразно обновлять принципы формирования и управления трудовым коллективом, осваивать инновационные технологии работы с кадрами, которые будут поддерживать высокую исполнительную дисциплину и дистанционно оценивать процесс выполнения работы в региональных кадровых подразделениях банков [2]. Особого внимания заслуживает технология мотивации, основанная на комплексной оценке ключевых показателей эффективности деятельности – Key Performance Indicators (KPI), которая базируется на принципе адекватного вознаграждения за полноценное достижение поставленных целей и выполнение стратегических задач [3, 4]. Инновационным инструментом управления человеческими ресурсами считают сегодня теорию поколений В. Штрауса [5], согласно которой, в отличие от традиционного подхода к возрастной сегментации сотрудников, разграничиваются возрастные категории различных поколений, их ценности, разное восприятие жизни.

В работах многих российских ученых учитывается стратегия современных государственных преобразований в стране, направленная на создание социально-ориентированной рыночной экономики [6, 7]. При этом особая роль отводится эффективной кадровой политике, приоритетной задачей которой является совершенствование системы стимулирования и оплаты труда персонала. Кроме того, наряду с традиционными

тарифными системами формирования фонда заработной платы, в российском банковском секторе широко внедряются зарубежные методики в области управления человеческими ресурсами, основанные на индивидуальном подходе к оплате труда. Наиболее популярна балльно-факторная оценка (грейдинг), используемая в ЗАО КБ «Ситибанк» [8]. Успешно функционирует прогрессивная система стимулирования персонала, основанная на ключевых показателях эффективности работы сотрудников различных категорий с соблюдением принципа единства стратегии, процессов и организационной структуры (КБ «Уралсиб») [9]. Также в последнее время распространенным диагностическим подходом является определение рейтинга работы персонала путем аттестации методом «360 градусов», основанном на комплексном анализе субъективных оценок окружающих отдельного сотрудника людей (ПАО «Сбербанк») [10].

Сегодня необходимы более точные и объективные оценочные показатели успешности банковского бизнеса и развития кадровой политики, предполагающие комплексный подход с использованием экономико-математических методов моделирования.

На основе результатов проведения комплексного анализа развития банковского сектора России в период экономического спада в стране (2009–2010 гг.) выявлена тенденция сокращения издержек в коммерческих банках в основном за счет статей фонда оплаты труда [11], в которых наибольшая доля затрат приходится на поддержание деятельности человеческих ресурсов и составляет 47,5% (рис. 1).

Было определено, что такая политика высвобождения денежных средств за счет снижения затрат, в том числе путем уменьшения расходов на персонал, варьируется в зависимости от стратегических целей банка. На практике подобные программы носят в основном краткосрочный характер, поэтому коммерческие банки заинтересованы в новых научных исследованиях по усовершенствованию системы управления затратами и поиске рациональных подходов к формированию фонда оплаты труда банковского персонала.

По мнению экспертов в области управления персоналом в банковской среде [12, 13], темпы развития информационных технологий в российских банках значительно превосходят возможности реакции на них персонала.

Возникающий информационный пробел в знаниях сотрудников в свою очередь затрудняет возможность оперативно внедрять, апробировать и формировать оптимальные методы управления, синтезирующие накопленный многолетний опыт различных стран.

С учетом того, что в настоящее время на финансовом рынке наблюдается активная географическая экспансия и увеличение количества региональных подразделений отечественных коммерческих банков по всей территории России, необходима активная реструктуризация работы бизнес-подразделений финансовых учреждений и повышение эффективности работы человеческих ресурсов. Поэтому нами исследовалась система оплаты труда в рамках одного из российских коммерческих банков с разветвленной филиальной сетью – ЗАО МКБ «Москомприватбанк», который позднее был реформирован и продолжает функционировать как АО «БИНБАНК кредитные карты», в котором непосредственно проводилась апробация предлагаемой методики.

В ходе исследований было установлено, что увеличение уровня текучести персонала (согласно данным внутренней отчетности, максимальный уровень наблюдался в 2010 г.) в рассматриваемом банке явилось следствием неэффективности действующей политики материального стимулирования. Применяемая сложная сетка тарифных окладов по оплате труда привела к нарушению взаимозаменяемости работников, затруднению их перемещения на аналогичные позиции внутри одного отделения, снижению результативности деятельности дополнительных офисов. По результатам анализа анкет уволенных сотрудников разных отделений банка среди выявленных причин повышенной текучести персонала были отмечены неудовлетворенность работников существующей системой оплаты труда и политикой материального стимулирования. Слишком активный процесс обновления штата банковских сотрудников привел к значительному увеличению издержек, ухудшению качества обслуживания клиентов, снижению прибыльности подразделений банка. Было определено, что для улучшения показателей деятельности персонала необходимо установить систему оплаты труда, позволяющую приводить ее к единым принципам начисления для различных категорий сотрудников в рамках функционально схожих профессий. Для этого была использована и внедрена синхронизация уровня доходов – вертикальная и горизонтальная [14], не только основанная на

единых принципах и соответствующая принятой стратегии банка, но и учитывающая социально-экономические особенности региональных рынков труда. Проведение синхронизации уровня доходов обусловило необходимость расчета, присваивания и корректировки единых региональных коэффициентов оплаты труда для сотрудников каждого подразделения банка. Корректирующие коэффициенты устанавливались по результатам мониторинга социально-экономических показателей областей, комплексного анализа региональных рынков труда, а также регионального обзора заработных плат. Такой подход обеспечивает банку эффективное управление региональными подразделениями и позволяет централизованно устанавливать и контролировать уровень доходов персонала, производить своевременное перераспределение человеческих ресурсов [15].

В ходе анализа с помощью статистических методов было установлено, что существуют достоверные зависимости между социально-демографическими показателями сотрудников массовых профессий (СМП) банка и результатами их деятельности. Структура и специфика исходных данных позволила для вычисления уровня и достоверности основных эффектов среди обозначенных категорий персонала реализовать трехфакторный дисперсионный анализ. В качестве переменной был выбран среднегодовой процент выполнения плана, как основной критерий оценки эффективности работы сотрудников. Была проведена проверка достоверности взаимосвязи статуса, пола и должности сотрудника (табл. 1).

Согласно данным, представленным в табл. 1, наиболее весомым фактором, достоверно влияющим на выполнение плана, оказалась независимая переменная «статус» (величина критерия Фишера, которая пропорциональна уровню эффекта, в 17,3 раза выше, чем для фактора «должность»). Действие фактора «должность» также достоверно, но эффект получен на порядок слабее. Так, работающие специалисты, которые не планируют увольняться, выполняют план в среднем больше на 27,6% и опережают вновь прибывших на работу.

Наиболее высокая результативность была выявлена у специалистов по работе с торговыми предприятиями, а роль гендерного фактора оказалась незначимой. На основании полученных данных были построены деревья управленческих решений методом C&RT (Classification and Regression Tree) [16], для формирования

оптимальной системы стимулирования и оплаты труда сотрудников массовых профессий (рис. 2).

Основание в структуре дерева – штат (1 954 чел.), от численности которого выстраивается логическая цепочка взаимовлияющих показателей. Ствол разветвляется по основным параметрам «Статус» и «Стаж». Чем ближе последние находятся к корню, тем показательней прогнозируемая точка, определяющая оптимальный стаж принятого сотрудника, обеспечивающий начало роста его продуктивной работы.

Модель продемонстрировала, что этот срок соответствует 4,5 мес. Последующий шаг вглубь дерева определил другую важную точку расщепления стажа, которая соответствует сроку в 9,5 мес. Очевидно, после такого периода работы нецелесообразно увольнение сотрудника и поэтому необходимо искать пути, стимулирующие продолжение его дальнейшей трудовой деятельности. Далее от ветвей дерева влияние распространяется на нижние «листья», некоторые из которых возможно не учитывать, а оставлять лишь те, что участвуют в принятии решений по развитию системы мотивации персонала. Построенная модель подтвердила наиболее высокую значимость влияния показателей стажа работы и статуса СМП в банке на процент выполнения плана. В то же время уровень зарплаты и ее относительный рост, а также возраст людей не имеют достоверного значения.

Аналогичный результат был получен альтернативным методом CHAID (Chi-square Automatic Interaction Detector) [17]. То есть на практике возможно применение различных моделей с близкой вероятностью ошибки прогнозирования. Самая высокая значимость влияния получена у показателей стажа работы в исследуемом банке и статуса работника на процент выполнения работы и ее качества. В то же время уровень зарплаты и ее относительный рост, возраст сотрудника, который может рассматриваться как стаж работника вне банка, не имеют достоверного значения. Таким образом, систему материального стимулирования персонала банка нельзя считать достаточно эффективной, а синтезированная модель показывает возможные направления для ее дальнейшего развития.

Учитывая заинтересованность руководителей в повышении своей зарплаты, увязку контроля роста профессиональных компетенций сотрудников с оплатой своего труда, а также повышение роли наставничества в банковской среде, были

разработаны положения политики материального стимулирования на базе единой системы ключевых показателей (ЕСП). Эти положения обеспечивают прямую зависимость оплаты труда руководителей отделений банка (РОБ) не только от экономической эффективности работы всего подразделения, но и от результативности и уровня доходов его подчиненных. Внедрение показателя, связывающего материальное стимулирование руководителей и совокупную переменную часть заработной платы его подчиненных, дало положительные результаты по снижению общего уровня текучести кадров в отдельных региональных подразделениях на 3,5% (табл. 2).

Для проверки достоверности полученных данных в 2013 г. в рамках формирования ежегодной обратной связи было проведено электронное анкетирование руководителей отделений для определения степени удовлетворенности новыми подходами в политике материального стимулирования, выявившее следующее: около 27% респондентов считают, что использование инструментов системы ЕСП не в полной мере учитывает личностный вклад каждого индивидуума и не достаточно отражает связь результатов работы конкретного работника и дополнительного офиса банка в целом. Поэтому целесообразно продолжать поиск путей дальнейшего развития и совершенствования оценочных критериев оплаты труда путем расширения перечня нестратегических показателей ЕСП, а также внедрения показателя рейтинга продуктивности персонала, что позволит создать дополнительные возможности увеличения доходов наиболее продуктивным сотрудникам, повысить личную заинтересованность в результатах деятельности.

Несмотря на то, что практикуемая в банке система стимулирования работы руководителей отделений путем системы начисления бонусов (СНБ) априори является детерминированной, ежемесячные показатели эффективности их труда подвержены влиянию различных факторов. Поэтому в разработках системы поощрений возможно применение многомерных статистических методов анализа данных, к одному из которых относится факторный анализ на основе главных компонент [18]. В нашем исследовании этот метод применяется с предварительной стандартизацией показателей исходного массива [19]. Было выделено пять независимых факторов, ранжированных по значимости, которые позволяют объяснить 61% совокупной дисперсии признаков, что является достаточным для выборки данных и установления взаимосвязи между ними (табл. 3).

**ИНФОРМАЦИОННАЯ ЗНАЧИМОСТЬ РЕКОМЕНДАЦИЙ АНАЛИТИКОВ
НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ АКЦИЙ****Наталья Алексеевна ХЛЮПИНА^а, Николай Иосифович БЕРЗОН^{б,•}**^а экономист Департамента денежно-кредитной политики Банка России, Москва, Российская Федерация
khlyupinana@cbg.ru^б доктор экономических наук, профессор, руководитель Фондового центра по подготовке специалистов финансового рынка, Национальный исследовательский университет – Высшая Школа Экономики, Москва, Российская Федерация
nberzon@hse.ru

• Ответственный автор

История статьи:Принята 13.11.2015
Одобрена 11.01.2016

УДК 336.717

JEL: G11, G14, G17

Аннотация**Предмет.** В рамках настоящей работы исследуется реакция доходности ценных бумаг на пересмотры рекомендаций аналитиков. Задача количественной оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков для поведения цен акций представляется достаточно важной в современном мире. Особое значение она имеет для инвесторов, которых интересует, позволит ли следование рекомендациям получить доходность выше рыночной.**Цели.** Оценка информационной значимости пересмотров рекомендаций аналитиков для динамики цен на акции российских эмитентов. В данном контексте пересмотр рекомендации обладает информационной значимостью в том случае, если он сопровождается значимым (статистически отличным от нуля) изменением доходности ценной бумаги.**Методология.** Методологией исследования является метод событийного анализа (event study), который позволяет тестировать гипотезу о том, отлична ли от нуля аномальная доходность в день наступления какого-либо важного для рынка события, а также в некоторый период до и после него.**Результаты.** В ходе проведенного исследования была подтверждена гипотеза о том, что рост котировок при повышении рекомендации превышает падение котировок при понижении. При этом влияние негативного события оказалось не просто меньше по абсолютной величине, но и сильнее распределено во времени, чем влияние позитивного события. Кроме того, было выявлено, что при пересмотре рекомендации в сторону повышения, котировки ценной бумаги демонстрируют рост, но с течением времени начинают снижаться и примерно через 45 дней с момента пересмотра возвращаются к прежнему уровню. В случае понижения рекомендаций, напротив, с течением времени наблюдается «дрейф» котировок в соответствующем направлении.**Выводы.** Полученные результаты свидетельствуют о том, что данные о пересмотрах рекомендаций не отражаются на ценах мгновенно, а значит, российский рынок ценных бумаг неэффективен и существует возможность построения различных торговых стратегий, основанных на рекомендациях аналитиков.**Ключевые слова:** событийный анализ, акции, рекомендации, рыночная эффективность

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

В рамках настоящей работы оценивается информационная значимость пересмотров рекомендаций аналитиков для динамики цен акций российских эмитентов. Под информационной значимостью в данном исследовании понимается сопровождение пересмотра рекомендации значимым (статистически отличным от нуля) изменением доходности ценной бумаги.

Задача количественной оценки информационной значимости рекомендаций аналитиков для поведения цен акций представляется достаточно важной в современном мире. Особое значение она имеет для инвесторов, которых интересует, позволит ли следование рекомендациям получить доходность выше рыночной.

подавляющее большинство исследований по оценке реакции цен акций на пересмотр

рекомендаций принадлежит американским экономистам, которые при помощи метода событийного анализа (event study) тестировали различные гипотезы на американском рынке и рынках развитых стран.

В работах по американскому фондовому рынку S.E. Stickel [1], K.L. Womack [2], Z. Ivkovic и N. Jegadeesh [3] нашла подтверждение гипотеза об увеличении доходности акций при повышении рекомендации и снижении доходности при понижении рекомендации. Для того чтобы уменьшить влияние на результат прочих факторов, сопутствующих пересмотру рекомендаций, указанные авторы принимали во внимание публикацию финансовой отчетности. Ученые P. Asquith, M.B. Mikhail и A.S. Au [4] продолжили развивать данное направление и пришли к выводу,

что информация, содержащаяся в рекомендациях, оказывает значимое влияние на рынок даже тогда, когда выходит одновременно с другими важными корпоративными событиями.

Среди исследований, вышедших за рамки американского фондового рынка, можно назвать работу E. Dimson, P. Marsh [5], в которой проведено исследование на примере фондовых рынков пяти стран, и статью N. Jegadeesh и W. Kim [6], где оцениваются реакции на рекомендации рынков стран большой семерки. Авторы продемонстрировали, что реакции фондовых рынков различных стран существенно отличаются. Во всех странах большой семерки, за исключением Италии, цены на акции заметно реагируют на рекомендации в день их пересмотра и на следующий день. При этом самая сильная реакция котировок на пересмотр рекомендаций была обнаружена в США.

Большинство работ по отдельным странам также подтверждает увеличение доходности акций при повышении рекомендаций и снижение доходности при понижении рекомендаций. Ученые M. Schmid и H. Zimmerman [7], исследуя швейцарский фондовый рынок, обнаружили значимую реакцию котировок в неделю выпуска рекомендации. Исследователи E.M. Cervellati, A.C.F. Della Bina, S. Giulianelli [8] и M. Belcredi, S. Bozzi и S. Rigamonti [9] при исследовании итальянского фондового рынка также пришли к выводу о том, что аномальная доходность статистически значима как для повышения, так и для понижения рекомендаций.

Вместе с тем, U. Pieper, D. Schiereck, M. Weber [10] показали, что на немецком рынке доходность выше рыночной можно получить, только если войти в длинную позицию до выхода рекомендации на повышение. В Испании также были проведены исследования подобного типа. J. García Blandón и J.M. Argilés Bosch [11], используя вместо отдельных рекомендаций консенсус-прогноз, как и V. Gonzalo, A. Inurrieta [12] обнаружили значительную аномальную доходность перед тем, как рекомендация станет публичной, и не обнаружили изменения доходности после пересмотра.

Влияние рекомендаций аналитиков на российский фондовый рынок слабо изучено. Непосредственно информационная значимость рекомендаций оценивается только в работе А.А. Погожевой [13], где было показано, что изменение рекомендаций ведет к значимому отклонению доходности от своего нормального уровня. Одной из проблем, с

которой столкнулась ученыя [13], стало пересечение событийных окон, а также влияние на результат сопутствующих пересмотру рекомендации событий, что сделало невозможным анализ поведения цен акций на продолжительных промежутках времени. Таким образом, исследование российского рынка ограничилось анализом краткосрочной реакции котировок на пересмотры. В рамках настоящей работы предпринимается попытка оценить реакцию доходности ценных бумаг на более продолжительном периоде времени.

В данном исследовании производится проверка нескольких гипотез.

1. Котировки реагируют на пересмотры рекомендаций, снижаясь при понижении рекомендации и увеличиваясь – при повышении.
2. Рост котировок при повышении рекомендации превышает падение котировок при понижении.
3. Котировки реагируют на пересмотр рекомендаций, но в ближайшем будущем демонстрируют «откат» к «нормальному» уровню.

В отношении второй гипотезы исследователи E.M. Cervellati, R. Ferretti, и P. Pattitoni [14] показали, что реакцию цен акций на рекомендации можно предугадать при помощи гипотезы «повышенного внимания». Указанная гипотеза исходит из предположения, что непрофессиональные инвесторы чутко реагируют на рекомендации «покупать», поскольку это помогает им выбрать ценные бумаги для инвестирования. При этом непрофессиональные инвесторы слабо реагируют на рекомендации «продавать» вследствие отсутствия в их портфеле акций данной компании и редкого использования ими механизма коротких продаж. Если гипотеза «повышенного внимания» верна, то при повышении рекомендаций изменение котировок должно быть более значительным, чем при понижении рекомендаций.

Ученые В.М. Barber, D. Loeffler в своем исследовании [15], пытаясь объяснить влияние на котировки пересмотров рекомендаций, выдвинули две альтернативные гипотезы. Гипотеза «ценового давления» подразумевает, что из-за высоких затрат на проведение регулярного фундаментального анализа, непрофессиональные инвесторы полагаются на рекомендации аналитиков, двигая тем самым котировки акций в соответствующем направлении. Гипотеза «распространения

информации» предполагает, что рекомендации аналитиков основываются на фундаментальном анализе и содержат важную для рынка информацию, на которую инвесторы обоснованно реагируют. Если верна гипотеза «ценового давления», то в скором времени благодаря действиям профессиональных инвесторов должен произойти «откат» котировок на прежний уровень. Если же верна гипотеза «распространения информации», то цены акций не будут демонстрировать возвращение к прежнему уровню вскоре после события.

Периодом настоящего исследования будет служить промежуток времени с июля 2009 г. по март 2015 г. Выбор данного периода обусловлен доступностью данных по рекомендациям, а также тем, что он включает в себя все возможные тенденции рынка: период бурного восстановительного роста, падения и бокового движения.

Вследствие отсутствия специфических баз данных сбор и обработка информации осуществлялись с использованием новостной ленты агентства «Интерфакс». Исходная выборка включила в себя 952 случая пересмотра рекомендаций по 35 крупнейшим российским эмитентам.

Как и в большинстве работ по исследуемой проблематике для оценки реакции цен акций на пересмотры будет использоваться метод событийного анализа (event study). Данный метод позволяет определить силу, скорость и асимметричность реакции котировок на какие-либо важные для рынка события. Указанная методология была предложена E. Fama и др. [16] при исследовании влияния сплита обыкновенных акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, на капитализацию.

При использовании метода событийного анализа прежде всего необходимо определиться с тем, что будет пониматься под событием в рамках конкретного исследования. Так, например, в работе Т.В. Тепловой [17] позитивным событием служит объявление о повышении дивидендных выплат, а негативным – объявление о понижении. В случае с рекомендациями аналитиков, на первый взгляд, положительным событием может являться выход рекомендации на покупку, а отрицательным – на продажу. Однако, как было замечено А.А. Погожевой [13], повтор рекомендации не является новостью для рынка, а значит, не должен влиять на него. В рамках данной работы под положительным событием понимается любое повышение рекомендации (изменение с sell на buy, с sell на hold и с hold на buy), а под отрицательным – любое понижение.

Следующим этапом проведения событийного анализа является выбор событийного окна или временного промежутка, в течение которого будут наблюдаться котировки акций.

Основной проблемой использования широких событийных окон является их пересечение, а также попадание в событийное окно прочих информационных событий. P. Ryan и R.J. Taffler [18] показали, что пересмотр рекомендации оказывает наиболее сильное влияние на котировки, нежели иные информационные события компании. Тем не менее, в рамках настоящей работы реализуется программный алгоритм, позволяющий избавиться от наблюдений, событийные окна которых пересекаются. Кроме того, чтобы снизить влияние на результат прочих событий, были удалены пересмотры, вышедшие за день до и в течение 5 дней после публикации годовой финансовой отчетности.

Таким образом, теперь основным ограничением использования широкого событийного окна становится то, что после фильтрации событий остается достаточно мало наблюдений, что делает результаты менее устойчивыми и надежными. Для определения максимальной ширины событийного окна, при которой остается приемлемое для анализа количество наблюдений, была построена гистограмма, отражающая распределение величины интервала между пересмотрами рекомендаций (рис. 1).

Из представленного распределения можно сделать вывод о том, что при использовании событийного окна шириной более 100 дней останется крайне мало наблюдений. Поэтому для оценки долгосрочного воздействия пересмотров на котировки было принято решение использовать событийное окно, длиной в 66 дней (5 дней до и 60 дней после пересмотра рекомендации), при котором остается 137 наблюдений. Включение в событийное окно периода до пересмотра рекомендации обусловлено наличием определенной прогнозируемости данного типа событий.

Кроме того, для оценки краткосрочного воздействия пересмотров рекомендаций на котировки целесообразно рассмотреть более узкое событийное окно. Преимущество использования более узкого событийного окна заключается в том, что в него попадает меньшее количество прочих информационных событий, способных исказить результат. Кроме того, в этом случае реже встречается пересечение событийных окон, а