

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

ИЗВЕСТИЯ
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО
ЭКОНОМИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА

Периодический научный журнал

№ 5 (119)
Часть II



САНКТ-ПЕТЕРБУРГ
2019

Главный редактор

д-р экон. наук, проф. *И.А. Максимцев*

Заместители главного редактора:

д-р экон. наук, проф. *Е.А. Горбашко*, д-р экон. наук, проф. *В.А. Плотников*

Члены редакционной коллегии:

д-р филол. наук, проф. *О.В. Александрова*, д-р экон. наук, проф. *И.И. Антонова*,
д-р экон. наук, проф. *А.В. Бабкин*, д-р экон. наук, проф. *Г.Л. Багиев*, д-р экон. наук, проф. *В.Я. Белобрагин*,
д-р экон. наук, проф. *О.С. Белокрылова*, д-р экон. наук, проф. *Ю.В. Вертакова*,
д-р философ. наук, проф. *З.Т. Голенкова*, член-корр. РАН, д-р экон. наук, проф. *И.И. Елисеева*,
д-р социол. наук, проф. *Н.Л. Захаров*, д-р экон. наук, проф. *А.Е. Карлик*,
д-р экон. наук, проф. *Е.А. Мальшев*, д-р экон. наук, проф. *Д.Ю. Миропольский*,
д-р экон. наук, проф. *Л.А. Миэринь*, д-р филол. наук, проф. *Г.Г. Молчанова*,
академик РАН, д-р экон. наук, проф. *В.В. Окрепилов*, д-р экон. наук, проф. *А.Н. Петров*,
д-р экон. наук, проф. *А.В. Полянин*, д-р социол. наук, проф. *Н.А. Пруель*,
д-р геогр. наук, проф. *В.А. Разумовский*, д-р филол. наук, проф. *И.Б. Руберт*,
д-р экон. наук, проф. *Т.А. Салимова*, д-р социол. наук, проф. *В.И. Сигов*,
д-р филол. наук, проф. *Т.П. Третьякова*, академик РАН, д-р экон. наук, проф. *В.И. Трухачев*,
д-р филол. наук, проф. *В.Е. Чернявская*, д-р филол. наук, проф. *В.А. Ямианова*

Журнал входит в перечень изданий, публикации в которых учитываются Высшей аттестационной комиссией (ВАК) Министерства образования и науки Российской Федерации при защите диссертаций на соискание ученых степеней кандидата и доктора наук.

До 2013 года научный журнал «Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета» издавался под названием «Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов».

С 2014 года название журнала изменено в связи с реорганизацией университета-учредителя.

Преемственность выпуска и редакционной политики сохранены. Изменения коснулись лишь наименования журнала.

Статьи журнала включаются в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ), доступный в Интернете по адресу <http://www.elibrary.ru> (Научная электронная библиотека). РИНЦ – база данных, содержащая библиографическую информацию, извлеченную из текста статей, а также пристатейных ссылок (списков литературы).

Точка зрения редакции может не совпадать с мнениями авторов статей.

Ответственность за достоверность приводимых статистических данных, фактов, ссылок на источники несут авторы статей. При перепечатке материалов ссылка на «Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета» обязательна.

Все публикуемые в журнале материалы проходят обязательное рецензирование. В публикации автору может быть отказано в случае отрицательной рецензии либо несоответствия материала профилю издания, что определяется отсутствием экспертов в предметной области статьи в составе рецензентов. В переписку с авторами отклоненных рукописей редакция не вступает, присланные материалы не возвращаются.

Подписные индексы по каталогу агентства «Роспечать» – **15395** и **37154**.

Условия подписки приведены на последней странице журнала.

Учредитель издания – федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный экономический университет».

Свидетельство о регистрации средства массовой информации ПИ № ФС 77-57287.

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие.....	7
------------------	---

ГЛОБАЛИЗАЦИЯ И МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫЕ ПРОЦЕССЫ

Федорова Т.А. Влияние глобальной финансовой системы на инвестиционную активность российского бизнеса	8
Воронин М.С. Деловые услуги в области слияний и поглощений в лесном секторе мира: фирменный и организационный уровни	15
Котелкин С.В. Россия на международных фондовых рынках: ретроспективное рассмотрение	21

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

Янова С.Ю. Пенсионное страхование: управление риском или регулирование доходов	27
Харченко Л.П. Анализ российского финансового рынка в контексте ключевых направлений его развития	37
Панфилова О.В. Риски прекращения воспроизводства капитала в инвестиционном процессе	43

ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ЭКОНОМИКИ

Соловьев А.К. Пенсионная реформа: проблемы достижения целевых ориентиров	47
Абрамова М.А., Луняков О.В. Финансовый рынок России и стимулирование внутреннего инвестора: механизм взаимодействия	54
Орлова О.Ю., Котова А.В. Противодействие незаконному выводу капитала за рубеж и отмыванию доходов, полученных преступным путём	61

ЭКОНОМИКА ПРЕДПРИЯТИЙ, РЕГИОНОВ И ОТРАСЛЕЙ

Львова Н.А., Абрамишвили Н.Р. Гипотеза о влиянии отраслевых циклов на инвестиционную активность российских предприятий	66
Абдалова Е.Б. Оценка в системе бухгалтерского учета	72
Евдокимова Н.В., Морунова Г.В. Инициативное бюджетирование на местном уровне на примере муниципалитетов Санкт-Петербурга	76
Фенева Е.А. Ограниченный обзор как альтернатива аудиту организаций малого бизнеса	82

МЕТОДОЛОГИЯ И ИНСТРУМЕНТАРИЙ УПРАВЛЕНИЯ

Воронов В.С., Давыдов В.Д. Гибридная байесовская модель инерционного портфеля интеллектуальных активов	86
--	----

Пузыня Н.Ю., Сигова Я.И. Исследование многофакторной модели рыночной арендной ставки на примере торгового центра	92
Воронова И.В. Определение критериев выбора финансово-аналитической программы.....	96
Островская О.Л. Вопросы учёта операций аутсорсинга работ в строительстве на примере России и республики Ирак	101
Калугина Я.А. Оценка вероятности дефолта субъекта малого бизнеса при банковском кредитовании	105

СОЦИОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ И ЭКОНОМИКИ

Евстафьева И.Ю., Иванова Н.Г. Проекты повышения финансовой грамотности и развития инициативного бюджетирования: обзор материалов панельной дискуссии	109
---	-----

ТВОРЧЕСТВО МОЛОДЫХ УЧЕНЫХ

Ходунова М.А. Долгосрочное устойчивое развитие российского финансового рынка: инструменты и механизмы	114
--	-----

CONTENTS

Preface	7
---------------	---

GLOBALIZATION PROCESSES

Fedorova T.A. The impact of the global financial system on the investment activity of Russian business.....	8
Voronin M.S. Business services in the field of mergers and acquisitions in the forest sector of the world: firm and organizational levels	15
Kotelkin S.V. Russia in the international stock markets: retrospective review	21

FINANCIAL SECTOR OF ECONOMY

Yanova S.U. Pension insurance: risk management or income regulation	27
Kharchenko L.P. Analysis of the Russian financial market in the context of key directions of its development	37
Panfilova O.V. Risks of capital reproduction termination in the investment process	43

STATE REGULATION OF ECONOMY

Soloviev A.C. Pension reform: challenges in achieving targets	47
Abramova M.A., Lunyakov O.V. Financial market of Russia and promoting a domestic investor: mechanism of interaction	54
Orlova O.Yu., Kotova A.V. Countering illegal withdrawal of capital abroad and laundering income obtained by criminal way	61

ECONOMY OF ENTERPRISES, REGIONS AND BRANCHES

Lvova N.A., Abramishvili N.R. Hypothesising the impact of industry cycles on the investment activity of Russian enterprises	66
Abdalova E.B. Measurement in accounting system	72
Evdokimova N.V., Morgunova G.V. Initiative budgeting at local level on the example of St. Petersburg municipalities.....	76
Feneva E.A. Limited review as an alternative to the audit of small entities	82

MANAGEMENT

Voronov V.S., Davydov V.D. Hybrid bayesian model for the momentum portfolio of intellectual assets	86
Puzynya N.Y., Sigova Y.I. Study of multi-factor model rental rates on the example of the trade center	92

Voronova I.V. The selection criteria of financial analysis programme.....	96
Ostrovskaya O.L. Questions of accounting operations of outsourcing of works in construction on the example of Russia and the republic of Iraq	101
Kalugina Y.A. Evaluation of probability of default of small business under bank lending	105

SOCIOLOGICAL ASPECTS OF MANAGEMENT AND ECONOMY

Evstafieva I.U., Ivanova N.G. Projects to increase financial literacy and development of initiative budgeting: review of panel discussion materials	109
---	-----

YONG RESEARCHERS' WORKS

Khodunova M.A. Long-term sustainable development of the Russian financial market: instruments and mechanisms	114
--	-----

ПРЕДИСЛОВИЕ

Уважаемые читатели! Данный выпуск научного журнала «Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета» подготовлен по результатам X Юбилейной международной научно-практической конференции «Архитектура финансов: форсаж-развитие экономики в условиях внешних шоков и внутренних противоречий», которая прошла на базе Университета 11-13 апреля 2019 года. В выпуск вошли статьи, подготовленные на основе обсуждавшихся на конференции наиболее интересных докладов и выступлений, отобранных оргкомитетом и прошедших двойной отбор и двойное рецензирование – как со стороны оргкомитета конференции, так и редакции журнала, что позволяет предложить Вашему вниманию наиболее оригинальные и содержательные материалы.

Конференция «Архитектура финансов» уже на протяжении десяти лет собирает ведущих ученых и специалистов не только России, но и зарубежных стран. В этом году в конференции приняли участие свыше 500 человек, представлявших, помимо России, Абхазию, Армению, Беларусь, Бельгию, Великобританию, Германию, Казахстан, Китай, Литву, Польшу, Францию, Швейцарию. Очень представительными были делегации российских университетов. Помимо сотрудников Санкт-Петербургского государственного экономического университета, в конференции приняли участие представители Казанского (Приволжского) федерального университета, Костромского государственного университета, Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова, Национального исследовательского Нижегородского государственного университета им. Н.И. Лобачевского, Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Российского государственного социального университета, Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова, Санкт-Петербургского государственного лесотехнического университета им. С.М. Кирова, Санкт-Петербургского государственного университета, Томского государственного университета, Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.

Участники конференции, представлявшие не только различные российские и зарубежные научные школы, но и выразившие позиции бизнес-сообщества, органов государственного и муниципального управления, отмечали высокий профессиональный уровень докладов и дискуссий, актуальность обсуждавшихся проблем, необходимость продолжения совместной работы по поиску эффективных ответов на существующие и нарождающиеся вызовы социально-экономического развития и его финансового обеспечения.

XI Международная научно-практическая конференция «Архитектура финансов: поиск ресурсов экономического роста» пройдет 19-21 марта 2020 года в Санкт-Петербургском государственном экономическом университете и будет посвящена 90-летию Университета. В рамках конференции, в формате панельных и свободных дискуссий, а также круглых столов планируется обсуждение сильных и слабых сторон, противоречий развития российской финансовой системы и путей их разрешения, международного опыта по ресурсному обеспечению экономического роста и множества других актуальных проблем.

От лица руководства Университета, приглашаем всех заинтересованных исследователей и представителей бизнеса принять участие в XI Международной научно-практической конференции «Архитектура финансов». Регистрация участников конференции будет открыта с 25 декабря 2019 года.

Федорова Т.А.

**ВЛИЯНИЕ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ
НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ РОССИЙСКОГО БИЗНЕСА**

***Аннотация.** В статье на базе данных официальной статистики и публикуемых аналитических материалов рассматриваются вопросы зависимости инвестиционной активности российского бизнеса от внешних факторов. В частности, рассматриваются формы и оцениваются масштабы интеграции российского бизнеса в глобальную финансовую систему. Раскрываются технологии взаимодействия и вывода капитала в оффшорные юрисдикции. Анализируются проблемы восстановления мотивации бизнеса к вложениям в российскую экономику и задачи регулятора.*

***Ключевые слова.** Глобальная финансовая система, оффшорная юрисдикция, финансовые потоки, участие в капитале, дочерние общества, финансовые инструменты привлечения средств.*

Fedorova T.A.

**THE IMPACT OF THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM
ON THE INVESTMENT ACTIVITY OF RUSSIAN BUSINESS**

***Abstract.** In an article on the basis of official statistics and published analyses addresses the dependence of the investment activity of Russian business on external factors. In particular, the forms are considered and the extent of integration of Russian business into the global financial system is assessed. Discloses the technology of interaction and withdrawal of capital in offshore jurisdictions. The problems of restoring business motivation to investments in the Russian economy and the tasks of the regulator are analyzed.*

***Keywords.** Global financial system, offshore jurisdiction, financial flows, participation in capital, subsidiaries, financial instruments to raise funds.*

Введение

Важнейшим фактором инвестиционной активности отечественного бизнеса является глубокая включенность российской экономики в глобальную финансовую систему. Это началось в 1990-е годы в ходе приватизации государственного сектора экономики и формирования олигархического капитала, поспешившего закрепить свои финансовые активы в западных банках, и продолжалось все последующие десятилетия, захватывая все более широкие слои предпринимательского сообщества. Вывод активов осуществляется через оффшорные юрисдикции, предлагающие для этого разнообразные и доступные формы и обеспечивающие дальнейшее движение этих средств в крупнейшие зарубежные банки и финансовые фонды.

ГРНТИ 06.56.21

© Федорова Т.А., 2019

Татьяна Аркадьевна Федорова – доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: +7 921 423-83-14. E-mail: linatic@mail.ru.

Статья поступила в редакцию 12.07.2019.

Масштабы и формы интеграции российского бизнеса в глобальную финансовую систему

О масштабах и интенсивности этого процесса свидетельствуют данные о вывозе капитала из России. Чистый отток капитала из страны непрерывно растет. По данным Банка России, в январе-мае 2019 г. этот показатель вырос в 1,9 раза, составив 35,2 млрд долл. В марте 2019 г. ЦБ повысил оценку чистого оттока капитала из РФ в 2018 г. с 67 до 76 млрд долл. и ухудшил прогноз на 2019 год до 35 с 20 млрд долл [7]. Общие показатели вывоза капитала из страны за весь постперестроечный период оцениваются в разных источниках в размере более полутора триллионов долларов. Так, по данным доклада Tax Justice Network «Роль мировых банков и большой четверки в оффшоризации мира», опубликованного в 2012 г., в постперестроечные годы с территории РФ в оффшоры выведено 800 млрд долл. [3]. Это только так называемые «белые» денежные потоки. Наряду с ними существуют мощные каналы косвенной перекачки финансовых ресурсов за рубеж, связанные с использованием российскими предпринимателями оффшорных сетей, для продажи готовой продукции и услуг с помощью методов трансфертного ценообразования.

Существуют различные формы подсоединения финансовых потоков российской экономики к мировой финансовой системе: прямое участие иностранных инвесторов в капитале российских предприятий в качестве учредителей; создание российскими резидентами дочерних компаний в оффшорных и спарринг-оффшорных юрисдикциях; использование финансовых инструментов привлечения средств, таких как выпуск корпорационных займов. Рассмотрим эти формы более детально.

Мощный приток прямых иностранных инвестиций в российскую экономику произошел в 1990-е годы. Инвестиции тогда осуществлялись не в развитие производства, а в присвоение собственности, прежде всего – реальных активов. Именно тогда электронная и электротехническая промышленность была захвачена крупнейшими западными ТНК. Это всемирно известные IBM, General Electric, Hewlett-Packard, Motorola, Sony, Philips Electronic, Siemens и др. То же самое происходило во всех других отраслях реального сектора экономики и в торговле. Не стал исключением аграрный сектор. Из крайне скудной информации относительно организации зернового хозяйства России можно сделать вывод о значительной доле присутствия в нем ТНК. Не менее 50% зернового экспорта контролируется международными корпорациями, такими как Glencor, Louis Dreyfus Company, Bunge, Cargill и др. Прямое участие в капитале дает возможность выводить из страны в виде дивидендов значительную часть добавленной стоимости. В настоящее время участие ТНК в реальном секторе российской экономики не является предметом широкого обсуждения. Но они никуда не ушли, являясь не только получателями дивидендов, если они есть, но и собственниками основных производственных фондов и земельных ресурсов.

Вторая форма связана с бурной активностью собственных российских резидентов. В 1990-е годы вывод финансовых активов олигархической «элитой» был предопределен неприглядной историей первоначального накопления этого капитала и подсознательным ощущением неизбежности неприятных последствий. Со временем оффшоризация финансовых потоков стала восприниматься как естественная необходимость оптимизации условий ведения бизнеса в условиях неблагоприятной внутренней конъюнктуры. Сейчас это стало массовой формой вывода средств за рубеж, доступной всем желающим. Самый простой способ решения проблемы – учреждение или приобретение фирмы в одной из оффшорных юрисдикций, которая становится дочерней организацией и используется для осуществления финансовых вложений. Более сложная форма – создание оффшора и последующее учреждение им, как юридическим лицом, дочерней организации в России. Считается, что владельцами не менее 70-80% крупных отечественных частных компаний являются оффшорные структуры [3]. Через оффшоры создаются финансовые компании, выпускающие свои ценные бумаги и привлекающие средства на российском рынке. Почти 80% сделок по продаже российских активов на фондовом рынке проходит через оффшорные компании.

Оффшорные структуры современного бизнеса имеют тенденцию к усложнению. Чаще всего это не отдельные компании, а финансовые и финансово-производственные сети, включающие, наряду с основными и дочерними компаниями, множество аффилированных организаций [6]. Они идеально вписываются в холдинговые структуры. Многие российские корпорации имеют холдинги, инкорпорированные в оффшорные юрисдикции. Это дает возможность не только минимизировать налогообложение, но и решать по своему усмотрению множество других задач: проводить IPO, привлекать иностранных инвесторов путем выпуска облигаций и т.д. Если в 1990-е годы оффшоры практиковались в основном частным капиталом, то в настоящее время они активно используются государствен-

ными корпорациями, которые открывают в оффшорных юрисдикциях инвестиционно-финансовые и трейдерские компании.

Оффшорные юрисдикции незаменимы для решения задачи сохранения крупных частных состояний. Трастовые оффшорные компании функционируют в соответствии с нормами англо-саксонского права. При учреждении траста и передаче ему активов в управление право собственности переходит к трастовому собственнику. Бенефициар имеет юридическое отношение к собственнику траста исключительно через договор об учреждении траста, который, как правило, не регистрируется и хранится у сторон [2]. Давая огромные преимущества частному капиталу, оффшорные юрисдикции наносят колоссальный ущерб экономикам национальных государств, существенно сокращая суммы собираемых налогов и инвестиционный потенциал. Во многих странах и на международном уровне приняты законодательные нормы и действуют институты антиоффшорного противостояния. Однако эффект от их деятельности не так велик, как хотелось бы. Объективно оффшоры являются необходимым элементом глобальной финансовой системы, без которого существующая модель мирового хозяйства не может существовать.

Технологии взаимодействия национального бизнеса с глобальной финансовой системой

Рассмотрим эти технологии на примере нескольких коммерческих структур. ПАО АКБ «Финпромбанк» признан банкротом в октябре 2016 года и находится в настоящее время в процессе ликвидации. В начале 2000-х годов банк был вполне благополучным и выступал как расчетный центр инвестиционной компании «Регион», которая была акционером банка и вышла из него в 2008 году в связи с кризисными потрясениями. «Финпромбанк» тяжело пережил кризис и так и не смог оправиться после него. Пытался развивать розничное направление. За 2011-2012 годы объем обязательств перед физическими лицами увеличился почти в шесть раз. Кроме того, банк приобрел еще один актив – оператора таможенных платежей «Таможенная карта», в котором имел 90% капитала, а еще 10% принадлежали «Национальной ассоциации таможенных платежей» (НАТМ). Тем не менее, по итогам 2015 года банк получил убыток свыше 1 млрд руб. и именно в этот период выпустил облигационный заем на 1,5 млрд руб.

На начало 2016 года банк имел обязательства перед клиентами почти на 30 млрд руб., а его финансовые вложения в виде предоставленных кредитов и дебиторская задолженность составляли более 34 млрд руб. при размере собственного капитала в 5,6 млрд руб. На этом фоне обязательства по корпоративному займу смотрятся вполне безобидно. Явная опасность дефолта давала основания заблаговременно принять меры по выводу средств из банка. Акционерная структура организации давала для этого возможности, поскольку всеми своими корнями компания уходит в оффшоры (см. табл. 1).

Таблица 1

Акционерная структура ПАО АКБ «Финпромбанк» в 2016 году

Акционеры		Лица, контролирующие акционера	
Организация	Доля в уставном капитале (УК) банка, %	Организация	Доля в УК акционера банка, %
ООО «Эйр Инвест» (Москва)	18,2	«Дефайер Групп Лтд» (Кипр)	99,9
ООО «Сиб Транс»	18,5	«Джойтас Корпорейшн»	75,39
		«Лэйк Сибилия Холдинг Инк» (Британские Виргинские острова)	24,61
ООО «Глобал Инвест» (Москва)	20,0	«Централ Маркетинг Лтд» (Белиз)	100,0
ООО «Аспект-Менеджмент»	20,0	«Тарлес Лимитед»	99,99
«Ю-ЭМ Менеджмент Лтд» (Кипр)	11,6	Перминов С.Б. – генеральный директор банка	
«Омпион Холдингс Лтд» (Кипр)	8,4	Бажаев М.	

Важнейшей формой перевода средств на зарубежные оффшорные счета является предоставление займов. За период с 2001 по 2014 год «Финпромбанк» предоставил своему акционеру «Ю-ЭМ Менеджмент Лтд» девять субсидированных займов на общую сумму свыше 3 млрд руб., причем три займа на 1 850 млн руб. были предоставлены в 2014 году. Большая часть этих займов – бессрочные, то есть без всяких перспектив возврата. Заметим, что по российскому законодательству бессрочными могут быть только внутренние государственные займы, выпускаемые без обязательства возврата капитальной суммы долга в определенный срок.

В апреле 2015 года «Финпромбанк» провел с «Ю-ЭМ Менеджмент Лтд» две крупные сделки по продаже облигаций кипрской компании «Квармайн Лтд» на сумму, составляющую 22% от балансовой стоимости активов банка. Наконец, за короткий период между отзывом лицензии и признанием банкротства «Финпромбанк» сумел продать почти 68% стоимости принадлежащего ему оператора «Таможенная карта» и вывести эти средства так, чтобы они не попали в конкурсную массу. По этому поводу в октябре 2017 в отношении «Финпромбанка» возбуждено уголовное дело о хищении на сумму свыше 5,6 млрд руб.

Выпуск корпоративных займов оффшорными компаниями, за которыми стоят обычно российские резиденты, является эффективной формой выведения средств из российской экономики. Чаще всего эти компании функционируют в составе холдингов, причем не только финансовых, но и производственных. Особая привлекательность этой формы состоит в том, что она существенно расширяет сферу привлечения средств, включая в нее коллективных институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды. Технология такого бизнеса строится следующим образом. В рамках промышленной или финансовой группы учреждается финансовая компания с целью выпуска облигационных займов и привлечения средств на фондовом рынке для финансирования проектов участников группы. Учредителем финансовой компании-эмитента становится некая кипрская компания, создателем которой, в свою очередь, выступает другая оффшорная компания, а конечным бенефициаром является один из владельцев российской группы.

Финансовая компания осуществляет выпуск и регистрацию корпоративного займа и размещает его. Нередки случаи, когда компания с уставным капиталом в 10 тыс. руб., привлекает средства в несколько миллиардов рублей. Заем выпускается под поручительство учредителя или без всяких поручительств. Средства облигационного займа идут отнюдь не в реальные капиталовложения, а, чаще всего, на предоставление ссуд. Казалось бы, достаточно сложным должен стать вопрос размещения облигационных займов. Однако проблема решается просто. Каждая группа имеет сложную сетевую структуру, включающую множество дочерних и связанных компаний, зарегистрированных как в России, так и за рубежом. Именно они, прежде всего, покупают облигации займов. При этом полученные эмитентом средства сразу же возвращаются инвесторам в виде ссуд и используются ими для дальнейших вложений. Кроме того, на руках у кредиторов остаются облигации, по которым они регулярно получают купонные выплаты.

Долгосрочные облигационные займы дают возможность достаточно долгое время зарабатывать на генерируемых ими денежных потоках, используя различные финансовые инструменты. Успех дела и продолжительность активного периода зависят от доходности осуществляемых ими финансовых инвестиций и возможности своевременной оплаты купонов, что для большинства эмитентов не является неразрешимой проблемой. Некоторые корпоративные структуры используют методы финансовой пирамиды, то есть выпускают подряд несколько облигационных займов, за счет которых погашают свои обязательства по предыдущим займам. Таким образом, в обороте корпорации с мизерным уставным капиталом могут находиться суммы в несколько десятков миллиардов рублей, обращающихся в финансовом секторе и никогда не выходящих в сферу реального производства. На фондовом рынке корпорация имитирует более или менее активный процесс купли-продажи своих облигаций, выходя на приемлемые показатели оборота.

Однако рано или поздно приходит время, когда у корпорации, зарабатывающей на облигационных займах, возникают финансовые трудности и риск дефолта. В условиях крайне неустойчивой и непредсказуемой экономической конъюнктуры от таких рисков никто не застрахован. Но и в этих обстоятельствах эмитенты находят оптимальные решения. Как правило, они успевают своевременно вывести средства в оффшоры и скрыть следы их движения через длинную цепочку транзакций и юридиче-

ски оформленных новаций, меняющих форму и содержание обязательств по предоставленным кредитам. Отечественным кредиторам остается лишь подсчитывать свои убытки.

Еще один пример такого рода действий – история ООО «РЭДВАНС», финансовой компании, ликвидированной в марте 2018 года. Компания функционировала в сложной сети связей, созданной двумя российскими предпринимателями – А. Сангулия и Д. Хачатуровым. Учредителями «РЭДВАНС» с уставным капиталом в 10 тыс. руб. были две компании: ООО «Инвестпрогресс» с долей в 97% и «РГС Жизнь-Инвестиции» с долей в 3%. Сочетание букв «РГС» означает непосредственную включенность данного бизнеса в группу «Росгосстрах». Учредителями обеих этих компаний, в свою очередь, является А. Сангулия. Он – единственный учредитель ООО «Инвест-Прогресс» и опосредованно владеет «РГС Жизнь-Инвестиции» через кипрскую компанию «РГС Лайф Лимитед». На момент ликвидации «РЭДВАНС» компания «Инвестпрогресс» перестала быть его учредителем. «Инвестпрогресс» остается действующей организацией, а «РГС Жизнь-Инвестиции» ликвидирована в апреле 2018 года, менее чем за месяц до ликвидации ООО «РЭДВАНС».

«РГС Лайф Лимитед» играет важнейшую роль в этой системе. Кроме «РГС Жизнь-Инвестиции», эта кипрский оффшор учредил в России еще три компании с похожими названиями: ООО «РГС Жизнь-Инвест», ООО «РГС-Холдинг» и ООО «РГС Жизнь-Финанс». Две последних учреждены в сентябре 2016 года и ликвидированы в июне 2017 года, то есть просуществовали менее года, по-видимому, играя роль технических фирм-однодневок. ООО «РЭДВАНС», в свою очередь, в начале 2017 года участвовало в капитале нескольких компаний, в том числе ООО «Лайф-Инвест» с УК в 10 тыс. руб. и в ООО «Капитал Лайф Страхование жизни» с УК, равным 4 100 млн руб. В «Лайф Инвест» «РЭДВАНС» имел только 3%, а остальные 97% принадлежали кипрской компании ООО «Датлодикс Инвестмент Лимитед», собственником которой, по медийным источникам, является А. Сангулия.

Несмотря на скромную форму и уставный капитал, соответствующий масштабам малого предприятия, ООО «РЭДВАНС» обладал весьма внушительными инвестиционными возможностями. В декабре 2002 года «РЭДВАНС» учредил ОАО «Негосударственный пенсионный фонд РГС» и оставался его стопроцентным акционером до марта 2017 года. Он осуществлял контроль за деятельностью НПФ, но не в качестве управляющей компании. Фонд «НПФ РГС» в 2016 году занимал четвертое место на рынке пенсионных накоплений и имел счета более 3 миллионов граждан. По итогам года объем пенсионных накоплений фонда составлял 164 млрд руб.

В июле 2014 года «НПФ РГС» был ликвидирован путем реорганизации в форме преобразования и продолжил свое существование под названием АО «НПФ РГС» с тем же учредителем. В марте 2017 года «РЭДВАНС» вышел из числа собственников этого фонда, а сам фонд ликвидирован в августе 2018 года путем реорганизации в форме присоединения к объединенному фонду «НПФ Лукойл-Гарант». В декабре 2018 года «НПФ Лукойл-Гарант» вошел в состав финансовой группы «Открытие» и переименован в «НПФ Открытие».

Участие ООО «РЭДВАНС» в холдинговой структуре «Росгосстраха» осуществлялось через владение 100% акций ООО СК «Росгосстрах-Жизнь». Эта компания была создана в 2004 году Д. Хачатуровым, контролировавшим в то время «Росгосстрах», и продана А. Сангулия в обмен на долю в банке ФК «Открытие». Под угрозой несостоятельности данной группы, имеющей важное значение для финансовой системы страны, ЦБ был вынужден в августе 2017 года забрать ФК «Открытие» на санацию вместе с «Росгострахом». При этом «РГС-Жизнь» не вошла в состав этой группы и оказалась в руках ООО «Лайф-Инвест» под новым именем ООО «Капитал Лайф Страхование». Доля А. Сангулия в этой организации составляет 90,1%.

Процедура ликвидации ООО «РЭДВАНС» началась в ноябре 2017 года. К этому времени ООО «РЭДВАНС» выпустило пять облигационных займов на общую сумму 32 млрд руб, два из которых – на 15 млрд руб. – выпущены в мае-июне 2017 года, за несколько месяцев до начала ликвидационных процедур. Ликвидация компании не была вызвана ее банкротством, поскольку у нее есть действующий правопреемник ООО «Лайф-Инвест». Ликвидация прошла в форме присоединения к связанной компании и вызвана тактическими соображениями бизнеса. Похоже, что «Лайф-Инвест» заменил «РЭДВАНС» в той функции, которую тот выполнял в созданной сети. Это выпуск займов и другие формы привлечения средств, с последующим выбытием в форме добровольной ликвидации. Эти технические операторы, имеющие минимальный размер УК, осуществляют колоссальные инвестиции в несколько миллиардов и бесследно исчезают, сделав свое дело.

Проблемы мотивации бизнеса к инвестициям в российскую экономику

Решение задач ускорения экономического роста и перехода к новому технологическому укладу требует консолидации всех инвестиционных ресурсов и направления их на выполнение национальных проектов. В условиях капиталистической рыночной экономики проблема не может быть решена исключительно усилиями государственных структур и за счет бюджетных средств, необходимо активное привлечение частного капитала. При этом надо иметь ясное представление о том, кто является держателями инвестиционных ресурсов и в каких объемах, каковы экономические интересы этих групп и в какой степени они соответствуют национальным интересам. Рассмотрим этот вопрос на основе данных Росстата о вложениях в основной капитал и в финансовые активы. При этом мы исходим из того, что модернизация экономики связана, прежде всего, с вложениями в реальный сектор, с обновлением основных фондов и инфраструктуры.

По данным за 2018 год, инвестиции в основной капитал составили 13,2 трлн руб., в финансовые вложения почти в 20 раз больше – 246,5 трлн руб. [5]. В составе финансовых вложений выделим долгосрочные финансовые вложения, близкие по срокам оборота с вложениями в основной капитал (см. табл. 2).

Таблица 2

Инвестиции в финансовые вложения и в основной капитал РФ (в фактически действовавших ценах)

Показатели	2010	2015	2018
Всего вложения (трлн руб.), в том числе:	47,9	137,6	259,7
инвестиции в основной капитал (трлн руб.), в % к общей сумме вложений	6,6 13,8	10,5 7,6	13,2 5,1
финансовые вложения (трлн руб.), в % к общей сумме вложений	41,3 86,2	127,1 92,4	246,5 94,9
долгосрочные финансовые вложения в составе финансовых вложений (трлн руб.), в % к сумме финансовых вложений	4,9 11,9	13,8 10,9	32,6 13,2
инвестиции в основной капитал в % к сумме долгосрочных финансовых вложений	134,7	76,1	40,5

Примечание: представленные данные не включают инвестиции субъектов малого предпринимательства.

За период с 2010 по 2018 гг. вложения в основной капитал в абсолютной величине выросли в два раза, однако их доля в общей сумме капиталовложений уменьшилась с 13,8% до 5,1% при росте суммы долгосрочных финансовых вложений более чем в шесть раз. В 2010 году вложения в основной капитал превышали долгосрочные финансовые вложения в 1,4 раза, а в 2018 году они составляют от них чуть более 40%. Приходится признать, что 95% инвестиционных ресурсов направляется не на развитие и восстановление изрядно разрушенных и одряхлевших основных фондов, а в финансовые вложения. Это свидетельствует о катастрофическом снижении заинтересованности инвесторов в реальных вложениях в развитие национальной экономики и переключении на возможности роста денежного капитала через механизмы финансовых рынков.

Встает вопрос, как работают эти финансовые вложения и, в частности, инструменты корпоративных займов на уровне макроэкономики. По данным за 2018 год, около 40% общих финансовых вложений направлялись в банковские вклады, 21% – в долговые ценные бумаги и депозитные сертификаты, 22% – на предоставление займов. Российский рынок ценных бумаг рассматривается как достаточно крупный, но не идет в сравнение с такими лидерами мировой финансовой системы как США и Китай. Капитализация фондового рынка определяется как суммарная стоимость акций всех публичных компаний, представленных на нем. Для самого крупного в мире американского фондового рынка эта величина составляет 32 трлн долл. при числе участвующих компаний 4 350; для Китая – 8,7 трлн долл. и 3 500 компаний; для России – 630 млрд долл. и 219 публичных компаний.

Капитализация российского рынка составляет около 40% к ВВП, что свидетельствует о крайней ограниченности денежной базы экономического роста. Аналогичные проблемы характерны и для рынка долговых бумаг. Объем рынка облигаций в США оценивается в настоящее время в 40 трлн долл., что составляет 200% к ВВП, в Китае – 80 трлн юаней (95% к ВВП), в России – около 20 трлн руб. (21% к ВВП) [4]. Возможности финансирования экономики через облигационные займы исполь-

зуются крайне слабо. При этом, в отличие от США и Китая, в структуре рынка облигационных займов чрезвычайно велика доля облигаций корпоративных заимов, которая составляет около 60% и имеет тенденцию к росту. Кроме того, российский рынок ценных бумаг отличается весьма специфическим составом участников.

По данным ВШЭ и Института исследований и экспертизы ВЭБ, около 3% россиян контролируют 89% всех финансовых активов, 92% срочных вкладов и 89% всех наличных сбережений. Это значит, что движение денежных потоков определяется интересами очень небольшой группы лиц. Крупнейшими держателями российского капитала являются нерезиденты. В основном это юридические лица, зарегистрированные российскими предпринимателями в оффшорах. Они держат в своих руках контрольные пакеты акций и более 55% ценных бумаг, находящихся в обращении. Через оффшоры денежные средства выводятся на зарубежные счета, с которых они иногда возвращаются в российскую экономику. Рынок корпоративных займов в полной мере отвечает целям своих сегодняшних участников и никак не соответствует интересам развития национальной экономики.

Заключение

В условиях абсолютного доминирования глобальной финансовой системы и при существующей степени открытости российской экономики рассмотренное положение вещей носит вполне объективный и предсказуемый характер. Национальный регулятор не в состоянии быстро и эффективно решить проблему вымывания инвестиционных ресурсов из страны. Важнейшие факторы, которые могут кардинальным образом изменить ситуацию, большей частью лежат вне границ национальной экономики. Это кризис долларовой системы международных денежных расчетов, угрожающий обесценением всех долларовых активов, и угроза «замораживания» и изъятия денежных активов российского бизнеса международными финансовыми регуляторами. Опасения по поводу сохранности своих накоплений способствуют возврату российского капитала на родину [1]. Для опасений такого рода есть все основания, поэтому насущными становятся вопросы амнистии капиталов и их реинвестирования в российскую экономику.

Наряду с решением юридических проблем и условий амнистии капиталов, имеющих зачастую не совсем легальное происхождение, должны быть найдены способы привлечения этих средств в те отрасли и проекты, где дефицит инвестиционных ресурсов является наиболее острым. Эти способы по определению не должны ущемлять декларируемых предпринимательских свобод современного капитализма. В любом случае, исходя из особенностей данной фазы макроэкономического инвестиционного цикла, драйвером инвестиционной активности в обозримом будущем остаются государственные капиталовложения при условии жесткого контроля принятых к исполнению проектов.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Евстафьев Д.* Куда податься беглому капиталу. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.if24.ru/kuda-podatsja-beglomu-rossijskomu-kapitalu> (дата обращения 11.06.2019).
2. *Кутяева О., Полутаровский О.* Мировое антиоффшорное противостояние: политика международных организаций за последнее десятилетие. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://gsl.org/ru/press-center/press> (дата обращения 11.06.2019).
3. *Листерман А.* Оффшорная Россия. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://dbether.ucoz.ru/news/offshornaja_rossija/2013-04-07-54 (дата обращения 11.06.2019).
4. *Огородников Е., Ремизов М.* Страна нищих капиталистов // Эксперт. 2019. № 18-19 (1118). С. 13-20.
5. Структура финансовых вложений организаций. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://gks.ru/free_doc/new_site/business/invest/tab_str_fin_vl.htm (дата обращения 11.06.2019).
6. *Хейфец Б.* Оффшорные финансовые сети российского бизнеса. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://institutiones.com/general/1160-ofshornye-finansovye-seti-rossijskogo-biznesa.html> (дата обращения 11.06.2019).
7. ЦБ: чистый отток капитала из России удвоился. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.vestifinance.ru/articles/120696> (дата обращения 11.06.2019).

Воронин М.С.

ДЕЛОВЫЕ УСЛУГИ В ОБЛАСТИ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В ЛЕСНОМ СЕКТОРЕ МИРА: ФИРМЕННЫЙ И ОРГАНИЗАЦИОННЫЙ УРОВНИ

Аннотация. В статье проанализированы деловые услуги в области слияний и приобретений в лесном секторе мира. Описывается специализация фирм и организаций в сфере предоставления деловых услуг, связанных со сделками слияний и приобретений. Сделаны авторские выводы в области получения эффекта синергии после проведения международной аквизиционной сделки. Изложены ключевые вопросы изменения роста, выстраивания приоритетов и логики слияний и приобретений в лесном секторе мира, смены подходов к определению очередности решаемых задач.

Ключевые слова. Деловые услуги, слияния и приобретения, лесной сектор, международные инвестиции, лесобумажные компании, консультационные фирмы, финансовая корпорация, финансовый советник, оценки бизнеса.

Voronin M.S.

BUSINESS SERVICES IN THE FIELD OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE FOREST SECTOR OF THE WORLD: FIRM AND ORGANIZATIONAL LEVELS

Abstract. The article analyzes business services in the field of mergers and acquisitions in the forest sector of the world. It describes the specialization of firms and organizations in the provision of business services related to mergers and acquisitions. The author's conclusions were made in the field of obtaining a synergy effect after an international acquisition transaction. Key issues of changing the mechanism of growth, establishing priorities and working out the logic of mergers and acquisitions in the forest sector of the world, replacing approaches to determining the order of the tasks to be solved are presented.

Keywords. Business services, mergers and acquisitions, forest sector, international investment, forest and paper companies, consulting firms, financial corporation, financial advisor, business valuations.

В настоящее время отечественный лесной сектор (ЛС) обладает огромным потенциалом, который нерационально используется [1; 5]. Одним из направлений повышения его значения является консолидация российских лесобумажных предприятий и фирм, что соответствует общемировым тенденциям. При проведении современных сделок слияний и приобретений (СиП) в ЛС мира заметные позиции занимают деловые услуги [10], предоставляемые фирмами и организациями (преимущественно коммерческими).

Данные структуры являются яркими представителями инфраструктуры сделок СиП в ЛС мира, и по прогнозным оценкам автора их роль в нем будет возрастать, что объясняется усложнением процессов, происходящих в анализируемом секторе. В ряде случаев такие фирмы и организации выступают в качестве участников сделок СиП в ЛС мира. Определенный интерес представляет специализация фирм и организаций в области предоставления конкретных видов деловых услуг, связанных со сделками СиП в ЛС мира (см. рис. 1).

ГРНТИ 06.51.67

© Воронин М.С., 2019

Михаил Сергеевич Воронин – кандидат экономических наук, доцент кафедры мировой экономики и международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: + 7 (812) 458-97-64. E-mail: voroninms@mail.ru.

Статья поступила в редакцию 15.07.2019.

Первая группа

- Деловые услуги в области финансового аудита, налогов и налогового планирования, оценки бизнеса, организации и сопровождения сделок слияний и поглощений
- Примеры. PWC, E&Y, KPMG, Deloitte

Вторая группа

- Деловые услуги в сфере оценки позиций компании при слияниях и поглощениях и динамики их изменения (в том числе на базе матричных методов)
- Пример. BCG

Третья группа

- Управленческое консультирование при слияниях и поглощениях
- Пример. MacKinsey

Четвертая группа

- Деловые услуги в области финансирования, кредитования и оценки бизнеса при слияниях и поглощениях (включая вопросы поиска гарантов и оптимальных источников финансирования и отдельных аспектов финансового консультирования)
- Примеры. Citi Group, Bank of America, Deutsche Bank

Пятая группа

- Деловые юридические услуги (услуги юридического характера)
- Примеры. McCarthy Tetrault, Troutman Sanders

Шестая группа

- Деловые услуги информационно-коммуникационной направленности
- Примеры. IBM, SAP, Google, Microsoft

Рис. 1. Специализация фирм и организаций в области предоставления конкретных видов деловых услуг, связанных со сделками слияний и поглощений в лесном секторе мира

В дополнение к рис. 1 необходимо констатировать, что услуги информационно-коммуникационной направленности (включая вопросы цифровизации лесобумажных фирм, участвующих в сделках СиП) выступают одним из перспективных видов продуктов (деловых услуг) [11; 12]. Учитывая высокую значимость многих юридических проформ и регламентов, необходимых при осуществлении сделок СиП, многие их участники активно привлекают юридические фирмы и организации [6]. Нередко это делает каждая из сторон, вовлеченная в консолидационные трансакции (инвесторы, целевые фирмы и т.д.) в качестве участников. Среди подобных услуг можно назвать юридическую защиту интересов участников инвестиционных трансакций, правовое планирование, юридическую подготовку и сопровождение сделки, выполнение правовых проформ и регламентов, получение разрешительных документов в национальных и наднациональных органах власти (включая регуляторов) и т.д.

На основе изучения крупнейших сделок СиП в рассматриваемом секторе мира мы сделали ряд выводов:

1. При проведении указанных сделок нередко привлекаются несколько юридических фирм и организаций. Причем это имеет место в отношении трансакций между компаниями, обладающими предшествующим опытом экономического сотрудничества друг с другом.

2. Выделяются два типа таких фирм и организаций. Первый тип – структуры, непосредственно приглашенные лесобумажными компаниями. Второй тип – учреждения, предложенные другими организациями, специализирующимися на оказании деловых услуг в рамках сделок СиП. Также к этому типу относятся институты, консультирующие других создателей (производителей) деловых услуг в контексте известных трансакций. Например, Shearman & Sterling выступает как консультант финансовой корпорации Credit Suisse, которая была позиционирована в качестве финансового советника и консультанта некоторых лесобумажных компаний в рамках международных СиП.

3. Между юридическими фирмами сформировалось определенное разделение труда. В условиях жесткой конкуренции получило широкое развитие международное разделение труда среди структур, оказывающих деловые услуги. Периодически между структурами возникает обострение межотраслевой конкуренции, выражающееся в определенном переделе рынка и вмешательстве регуляторов в указанные процессы (например, введение мега-регулирования рынка финансовых услуг в странах ЕС и примерно аналогичные процессы в РФ) (см. рис. 2).



Рис. 2. Соконкуренция фирм и организаций при предоставлении деловых услуг, связанных с обслуживанием сделок слияний и поглощений в лесном секторе мира

Из материалов рис. 2 видно, что по конкретным видам деловых услуг между фирмами и организациями возникает соконкуренция или одновременное наличие сотрудничества и жесткого соперничества (наложение или пересечение кругов). Это объясняется и тем, что периодически структуры, оказывающие деловые услуги, связанные с проведением сделок СиП в ЛС мира, пытаются проникнуть со своими новыми или традиционными для них продуктами (услугами) в сегменты и ниши, подконтрольные другими группами фирм и учреждений.

Наглядной иллюстрацией проникновения с новыми для данных организаций услугами является обострение конкуренции между американскими инвестиционными банками и европейскими универсальными финансовыми корпорациями (финансово-кредитными учреждениями), отчетливо проявившееся в самом начале XXI в. и связанное с оказанием консультационных и финансовых услуг при проведении сделок СиП (в основном мега-трансакций). В целом, с начала 2000-х гг., произошло заметное ослабление позиций первых (американских инвестиционных банков) на рынке финансовых и консультационных услуг в области мега-сделок СиП и принципиальное усиление роли вторых (европейских универсальных финансовых корпораций) за счет, в том числе, масштабных приобретений во многих регионах мира (в особенности в США) инвестиционных аналитиков и банкиров, инвестиционных банков, финансовых корпораций (с мощными инвестиционными банковскими активами).

В последние десятилетия сложилась сложная конкурентная среда в сегменте услуг, связанных с оценкой бизнеса и целевых фирм при СиП. В этом сегменте функционируют многочисленные виды консалтинговых фирм и организаций, финансовых учреждений банковского и небанковского типа и т.д.

Между ними развернулась достаточно жесткая конкурентная борьба. Бесспорно, в настоящее время каждый вид фирм и организаций предоставляет стандартный набор деловых услуг, связанных с оценкой бизнеса и стоимости целевой фирмы [9]. При этом, большинство структур обладают конкурентной «изюминкой».

Например, выигрышной стороной фирм «большой четверки» («Four big») является осуществление оценочных действий под углом зрения финансового аудита, налогов и налогообложения, а также мониторинга и сопровождения сделок СиП [11]. Нельзя не заметить, что финансовые учреждения нередко фигурируют как финансовые советники и/или консультанты сделок СиП в ЛС мира. Автором исследования разработана также другая структуризация вышеназванных учреждений в зависимости от масштабов отраслевых приоритетов (см. рис. 3).

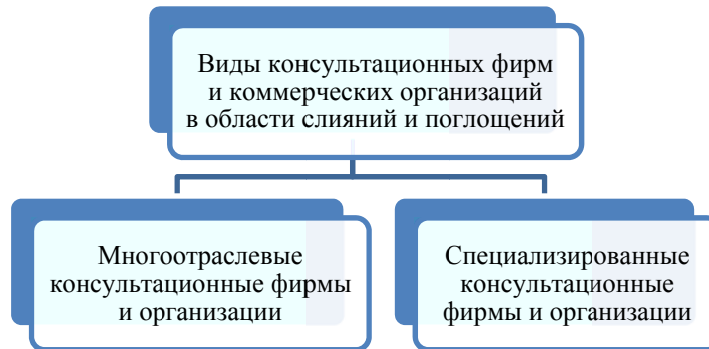


Рис. 3. Виды консультационных фирм и коммерческих организаций в области слияний и приобретений

Автором выделены основные тенденции развития сферы деловых услуг в области сделок СиП в ЛС мира с операционной и организационной точек зрения:

1. Доминирование процессов глобализации сферы деловых услуг в области СиП в ЛС мира [7; 8]. Немалое число ведущих фирм и организаций указанного профиля имеют планетарный характер деятельности. Например, PWC, E&Y, KPMG, Deloitte предоставляют консультационные услуги в области сделок СиП во всех регионах мира и корпоративным клиентам, оперирующим на планетарном уровне [11; 12]. Среди ведущих лесобумажных компаний развитых стран очень мало структур, которые не используют потенциал «большой четверки» (с точки зрения консультационных возможностей в области СиП). Аналогичная ситуация сложилась в отношении финансовых учреждений. Иначе говоря, немалое число ведущих фирм и организаций, оказывающих деловые услуги при проведении сделок СиП, можно назвать глобальными.

2. Определенное изменение принципов и цепочки создания стоимости, структур, предоставляющих названные выше услуги при совершении сформулированных инвестиционных трансакций. Продавцы этих услуг всё в большей степени выстраивают средне- и долгосрочные отношения со своими клиентами и заказчиками, стремясь ориентироваться на маркетинг отношений и при этом снизить значение маркетинга сделок. Бесспорно, данный процесс достаточно сложный и обладает противоречивыми элементами и движущими силами.

3. Продолжает сохраняться разный уровень развития сферы деловых услуг, ориентированных на сделки СиП в ЛС мира в развитых, развивающихся и странах с переходной экономикой. Наблюдается преимущественно высокий уровень для первой группы стран и несколько более низкий для второй и третьей группы. Правда, различия между названными группами государств постепенно уменьшаются.

4. Расширение значения процессов стандартизации и унификации в отношении некоторых видов деловых услуг, для проведения названных выше трансакций [8]. Правда, учитывая специфические запросы со стороны отдельных заказчиков рассматриваемых услуг для сделок СиП в ЛС мира, заметную роль продолжает играть учет уникальных требований со стороны клиентов. По мнению автора, процессы стандартизации и унификации будут преобладать при предоставлении деловых услуг в рамках объединительных трансакций в изучаемом межотраслевом секторе мира.

5. Рост качества исследуемых услуг, что объясняется острой конкуренцией и высокой рентабельностью бизнеса в этой сфере. Контроллинг будет одним из гарантов соответствия деловых услуг необходимым параметрам качества.

6. Возрастает роль информационных и информационно-аналитических услуг при совершении сделок СиП в ЛС мира [3]. При этом необходимо учитывать, что опережающими темпами растут услуги, связанные с определением совместимости информационно-коммуникационных подходов, технологий и моделей, получивших развитие в лесобумажных фирмах, участвующих в сделках СиП.

7. Удельный вес ненаблюдаемых деловых услуг, нацеленных на сделки СиП в ЛС мира, постепенно сокращается. ЛС РФ не является исключением.

8. Уменьшение доли деловых услуг по обеспечению недружественных поглощений в ЛС РФ [4, с. 159-160].

Проведенный анализ позволил автору сделать некоторые обобщения и выводы:

1. Деловые услуги в сфере СиП в ЛС мира обладают определенным динамизмом. В конце XX – начале XXI вв. появился ряд новых разновидностей указанных услуг.

2. Исследуемые услуги в рассматриваемых инвестиционных процессах являются высокорентабельным бизнесом.

3. Международные сделки СиП можно классифицировать как одни из самых элитарных (с точки зрения их консультирования). Наиболее отчетливо это проявляется при операциях с участием компаний и организаций из развитых стран, в особенности при проведении крупных и крупнейших сделок.

4. В отличие от предыдущих периодов, сегодня сложилась достаточно очерченная специализация фирм и организаций, предоставляющих деловые услуги в сфере сделок СиП в ЛС мира. Правда, она подвержена постоянным динамическим изменениям в сторону усиления позиций одних и ослабления других субъектов рынка деловых услуг.

5. В 1990-х – 2010-х гг. произошел структурный сдвиг в сторону усиления позиций фирм и организаций-создателей деловых услуг одной направленности и специализации и ослабления – другой. Одним из быстро растущих направлений являются деловые услуги, связанные с применением информационных технологий в постинвестиционный период.

6. Одним из типов услуг, на предоставлении которых специализируются многие виды фирм и организаций, является оценка бизнеса и фирм, выступающих объектами инвестиционных трансакций. Подобные услуги оказывает большое число разных консультантов, финансовых учреждений банковского и небанковского типа и др. Для этого типа услуг характерно более острое соперничество и противостояние. Наряду со стандартными подходами, каждая группа анализируемых продуцентов деловых услуг предлагает специфичные продукты.

7. Основными игроками в области финансового консультирования сделок СиП являются американские инвестиционные банки, европейские универсальные финансовые корпорации и региональные и национальные фирмы и организации [2, с. 74]. Причем первым темпом, как правило, работают американские инвестиционные банки и/или европейские универсальные финансовые корпорации, вторым – европейские универсальные финансовые корпорации и/или американские инвестиционные банки и третьим – региональные и национальные фирмы.

8. Место американских инвестиционных банков уникальное. Их позиции значительны в качестве консультантов и советников при совершении крупнейших и сложных с многих точек зрения сделок СиП. Между тем, они играют относительно более скромную роль (в сравнительной степени) при предоставлении подобных услуг в системе крупных, средних и малых по стоимости объединительных операций (сделок СиП). Более того, нередко, чем крупнее по стоимости и сложнее трансакция (под компаративным углом зрения), тем выше доля американских инвестиционных банков. На оставшиеся позиции ориентированы европейские и региональные (субрегиональные) или национальные игроки.

9. Существует срез, в рамках которого место, занимаемое инвестиционными банками США как консультантами и советниками указанных крупнейших операций, существенно более низкое – это сделки на большой заемной основе с относительно простыми схемами финансирования и кредитования. В этом срезе заметную роль играют европейские универсальные финансовые корпорации – Deutsche Bank, UBS и др.

10. С точки зрения финансирования и кредитования сделок СиП в ЛС мира более прочное место занимают финансово-кредитные учреждения и универсальные финансовые корпорации (прежде все-

го, европейские и американские), а с позиции консультантов и советников названных трансакций – инвестиционные банки США.

11. Проведение крупных и крупнейших сделок СиП в ЛС мира, как правило, предполагает привлечение финансовых советников и консультантов. Более того, каждая из сторон трансакции привлекает отдельного советника и консультанта. Нередко каждая из сторон использует по два финансовых советника и консультанта.

12. Если в 1990-х – начале 2000-х гг. в ЛС РФ заметная доля пришлась на деловые услуги, связанные с осуществлением рейдерских захватов и недружественных поглощений, то с середины 2000-х гг. их роль значительно снизилась. Причем в 1990-х – начале 2000-х гг. объектами и даже субъектами архитектуры подобных деловых услуг нередко являлись чиновники и подконтрольные им кланы. Сформировалось переплетение связей чиновничьих и предпринимательских структур.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Артеев А.М.* Проект Стратегии развития лесного комплекса Российской Федерации / Минпромторг России. М., 2018. 13 с.
2. *Воронин М.С.* Международные аквизиции и корпоративные финансовые стратегии. СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2004. 135 с.
3. *Воронин М.С.* Основные акторы слияний и приобретений в лесном секторе мировой экономики // Проблемы современной экономики. 2018. № 2 (66). С. 108-112.
4. Современная трансформация мировой экономики: возможности и риски развития для России: коллективная монография, посвященная 25-летию кафедры мировой экономики и международных экономических отношений / под ред. А.И. Евдокимова, И.А. Максимцева, С.И. Рекорд. СПб.: Изд-во СПбГУЭУ, 2016. 369 с.
5. Стратегия развития лесного комплекса Российской Федерации до 2030 года. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://static.government.ru/media/files/cA4eYSe0MObgNpm5hSavTdlxID77KCTL.pdf> (дата обращения 02.03.2019).
6. *Everett C.R.* Sharing new research indicating future trends for 2019 and beyond in the mergers and acquisitions marketplace. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.cornerstone-business.com/state-of-ma-conference-2019> (дата обращения 29.04.2019).
7. Financial Advisor Mergers & Acquisitions: An Overview of Succession Planning, Firm Valuations, & the Growing Acquisition Market for Financial Advisors. Financial Advisor Research Report Series. Tiburon Strategic Advisors, LLC, 2011, April. 345 p.
8. *Foti A.* The Role of the Financial Advisor in an M&A Transaction. 2017. 16 October. 32 p.
9. *Kostin K.B., Kotelkin S.V.* International Finance and Economic Cycles. SPb.: Saint-Petersburg State University of Economics Publishing House, 2018. 277 p.
10. Manual on Statistics of International Trade in Services 2010 (MSITS 2010). Department of Economic and Social Affairs. Statistics Division. Geneva, Luxembourg, Madrid, New York, Paris and Washington D.C. 2012. 195 p.
11. M&A sector outlook 2019. E&Y Transaction Advisory Services. Ernst & Young, 2019. 20 p.
12. The state of the deal M&A trends 2019. Deloitte Development LLC. 32 p.

Котелкин С.В.

РОССИЯ НА МЕЖДУНАРОДНЫХ ФОНДОВЫХ РЫНКАХ: РЕТРОСПЕКТИВНОЕ РАССМОТРЕНИЕ

Аннотация. Статья посвящена обзору поведения российских «фандрайзеров» (правительства, «субфедералов», бизнеса, банков) на международных фондовых рынках в рамках геополитических, санкционных рисков. Анализируются факторы привлечения евровалютных фондов в контексте взвешивания издержки-риск. Обозначаются пути и механизмы возможных улучшений ситуации в форме анализа выгоды-издержки.

Ключевые слова. Международные фондовые рынки, геополитические и санкционные риски, евровалютные (офшорные) займы.

Kotelkin S.V.

RUSSIA IN THE INTERNATIONAL STOCK MARKETS: RETROSPECTIVE REVIEW

Abstract. The essay is dedicated to overview of Russian fundraisers (Government, subfederal authorities, business, banks) in international capital markets in a framework of geopolitical, sanction exposures. Author analyses the factors of Eurocurrency funds raising in a context of risk-cost tradeoff. The paper designates the ways and mechanisms of feasible situation improvements in a rank of cost-benefit analysis.

Keywords. International money and capital markets, geopolitical and sanction exposures, eurocurrency (offshore) loans.

Геополитические санкции США и их партнеров против России направлены, в том числе, на резкое ограничение ее доступа на международные финансовые рынки (для уменьшения возможностей фондирования экономического развития). Однако, как диктует теория и практика международной экономики, угрозы (риски) создают, в то же время, новые возможности. В этой связи, рассмотрим эти проблематику в ретроспективе.

Советский Союз заимствовал крупные объемы средств на евродолларовых (офшорных) рынках в 1970-1980-е годы из-за дефицита торгового баланса (в силу рецессий на Западе, неурожаев внутри страны и др.). Объем заимствований был столь велик, что многие западные коммерческие банки исчерпали тогда кредитные лимиты на СССР. Исследованиями на основе такого рода закрытой тогда у нас информации активно занималось в те годы за рубежом, в частности, ЦРУ [3].

Российские бизнес, банки, власти активно стали выходить на международные финансовые рынки после октября 1996 г., когда страна впервые получила рейтинг от глобального олигополиста S&P – «BB-» (junk – ниже инвестиционного уровня). До 1994 г. внешние долги российских компаний были незначительны. В 1990-е годы долг СССР составлял большую часть внешнего госдолга России (в 1993 г. – 89%, 1998 г. – 66%). Практически прекратив погашать долги СССР, РФ в то время начала брать «свои» долги. Локальный максимум внешнего долга РФ (188 млрд долл.) наблюдал-

ГРНТИ 06.51.87

© Котелкин С.В., 2019

Сергей Владимирович Котелкин – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры мировой экономики и международных экономических отношений Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: 8 (812) 458-97-64. E-mail: kotelkins@mail.ru.

Статья поступила в редакцию 15.07.2019.

ся сразу после дефолта августа 1998 г. (табл. 1). Затем внешний государственный долг сокращался (2008 г. – 5% ВВП). В 2005 г. Россия досрочно погасила долги перед МВФ и Парижским клубом на 18 млрд долл. Последний госдолг СССР – Боснии и Герцеговине (125 млн долл.) был выплачен 08.08.2017 г.

Таблица 1

Внешний долг Российской Федерации (правительства, банков, бизнеса) [1]

Показатель	1994	1998	2000	2009	2010	2014	2017
Суммарная величина долга, млрд долл.							
Общий зарубежный долг России	118	188	178	481	467	729	537
Институциональная структура долга, %							
Правительство	98	82	84	7	10	11	13
Банки	1	10	4	35	27	29	20
Бизнес	1	8	12	59	63	60	66

Внешний долг государственного сектора (в расширенном определении Центрального Банка России и Счетной Палаты РФ) в 2015 г. составил 51% общего зарубежного долга России, в т.ч., «суверенный» долг (органы государственного управления, ЦБ РФ) – 9%, государственных банков – 18%, государственных корпораций – 24%. Внешний долг частного сектора оценивался в 49% (в т.ч., коммерческие банки – 11%, бизнес – 39%).

До 1995 г. международные кредиты предоставлялись российским хозяйствующим субъектам лишь для целевого финансирования внешней торговли. МБРР, ЕБРР предоставляли кредиты отечественному бизнесу на проекты через российские банки. Кредиты «Газпрому» были структурированным финансированием (т.н. «слоновыми кредитами») – от 1 млрд долл., обычно под гарантии иностранных государственных агентств для покрытия экспортных рисков). Синдикации (евровалютные, преимущественно евродолларовые, синдицированные кредитные линии или евровалютные облигации – так называемые «евробонды» в отечественной околоэкономической журналистике) являлись «клубными» (среди закрытой группы избранных банков).

Необеспеченные евросиндикации на генеральные цели (то есть нецелевые, «необусловленные», «несвязанные» займы – без ограничений на использование) первыми из российских хозяйствующих субъектов получили коммерческие банки. Они перекредитовывали деньги крупным компаниям, вовлеченным в международный бизнес. Субфедералы (муниципалы) и корпорации рефинансировали с их помощью задолженность перед российскими банками. Первый револьверный (продлеваемый) кредит в 20 млн долл. на 6 месяцев был организован UBS для Мосбизнесбанка в июне 1995 г. Компания «Мосэнерго» первой эмитировала ADR в Нью-Йорке в 1995 [2, р. 21].

Например, в октябре 1996 г. 6-месячную кредитную линию (с правом пролонгации до 1,5 лет) от 12 банков из 7 стран на 25 млн долл. для Промышленно-строительного банка (ПСБ) Санкт-Петербурга (в 2006 г. его контрольный пакет был приобретен Внешторгбанком, теперь название этой «дочери» – «ВТБ Северо-Запад») организовали UBS и Dresdner Luxembourg с маржой в 550 б.п. над LIBOR (что обусловило процентную ставку в 12%). Этот кредит был предоставлен «без ограничений использования», т.е. как «несвязанный» кредит (для общих целей – general purposes). Синдикат был создан по инициативе UBS, действовавшего как платежный агент.

ПСБ был не единственным претендентом – синдикатом было рассмотрено множество заявок. Маржа (надбавка) для клиентов декларировалась менеджментом банка на уровне 7-8%. Это в целом (около 20%) выглядело приемлемым для петербургских компаний, поскольку валютные кредиты «стоили» тогда 20-25%. Кредит был пролонгирован на 6 месяцев дважды с уменьшенной маржой – в апреле 1997 г. (4,5%), в октябре 1997 г. (4%). Снижение маржи было обусловлено повышением Thomson Bank Watch рейтинга ПСБ. В апреле 1998 г. руководство банка предусмотрительно (в условиях надвигающегося финансового кризиса по типу юго-восточно-азиатских 1997 г.) не стало пролонгировать кредит в очередной раз, что благотворно отразилось на последующей деятельности ПСБ. В продолжение этой транзакции, ПСБ в 1997 г. готовил частное размещение еврооблигаций

на \$50 млн (среди известных институциональных инвесторов) с CS First Boston как лид-менеджером, чему помешал надвигавшийся финансовый дефолт.

Первые еврооблигации Правительства России (на 5 лет) были выпущены на сумму 1 млрд долл. (ноябрь 1996 г.), их образно назвали «ливрами» (по созвучию с фамилией тогдашнего Министра финансов РФ А. Лившица). Размещение обслуживалось синдикатом андеррайтеров («подписчиков»), управляемым основателем «евробондового» рынка – SBS Warburg. Азиатский кризис октября 1997 года снизил котировки российских еврооблигаций. В июне 1998 г. (в условиях снижения рейтингов России практически всеми мировыми агентствами) начался массовый отток глобальных и отечественных инвесторов из российских ценных бумаг. В 1996-1998 гг. было выпущено 9 суверенных евродолгов (табл. 2) в различных валютах сроками от 5 до 30 лет – почти на 16 млрд долл. (по цене от 103% до 74% в сравнении с номиналом).

Таблица 2

Еврооблигационные займы РФ в 1996-1998 гг.

	I	II	III		IV	V	VI	VII	VIII	IX
			Осн. транш	Доразмещение						
Дата выпуска	27.11.96	25.03.97	26.06.97	28.10.97	31.03.98	30.04.98	10.06.98	24.06.98	24.07.98	24.07.98
Срок до погашения облигаций, лет	5	7	10		7	5	5	30	7	20
Дата погашения	27.11.01	25.03.04	26.06.07		31.03.05	30.04.03	10.06.03	24.06.28	24.07.05	24.07.18
Сумма выпуска	1 млрд \$	2 млрд DM	2 млрд \$	400 млн \$	1.25 млрд DM	750 млрд LIT	1.25 млрд \$	2.5 млрд \$	2.97 млрд \$	3.47 млрд \$
Купонная ставка, %	9.25	9	10		9.375	9	11.75	12.75	8.75	11
Периодичность выплаты купона, раз в год	2	1	2		1	1	2	2	2	2
Цена продажи, % от номинала	99.561	101.75	99.16	103.5	101.418	99.71	98.79	98.437	73.801	73.858
Цена выпуска, % от номинала	99.561	100	99.16	103.5	99.668	98.71	98.79	98.437	73.801	73.858
Доходность по цене выпуска, % годовых	9.362	9	10.13	9.44	9.406	9.335	12.08	13.03	14.9	15.2
Спрэд на момент выпуска (базисных пунктов)	345	370	375	334	475	435	650	753	940	940
Банки – генеральные менеджеры выпуска	JP Morgan, SBC Warburg	CS First Boston, Deutsche Morgan Grenfell	JP Morgan, SBC Warburg	JP Morgan, SBC Warburg	Deutsche Bank, SBC Warburg	Credito Italiano, JP Morgan	Goldman Sachs	Deutsche Bank, JP Morgan	Goldman Sachs	Goldman Sachs

В 1997 г. на международный рынок вышли еврооблигации Москвы, Санкт-Петербурга (после отмены 15%-ного федерального налога на выпуск государственных еврооблигаций). Более 20 регионов готовились выпустить евробонды, в т.ч. Ленинградская область. Например, Санкт-Петербург реализовал еврооблигации на 300 млн долл. с купоном в 9,5%, что соответствовало спрэду в 3,125% к 5-летним казначейским нотам США, и было ниже московского спрэда в 3,15%. Цена размещения составила 99,536% номинала, а УТМ, соответственно, 9,63% (табл. 3). Лидером-менеджером эмиссии была лондонская «дочь» нью-йоркского инвестбанка Salomon Brothers. Ко-менеджерами выступили ЕБРР и московский банк МФК.

Таблица 3

Параметры еврооблигационного выпуска Санкт-Петербурга, 1997 г.

Дата начала размещения облигаций	05 июня 1997 года
Дата окончания размещения облигаций	18 июня 1997 года
Дата погашения облигаций	18 июня 2002 года
Сумма размещения по номиналу	300 000 000 долларов США
Периодичность выплаты купона	2 раза в год
Купонная ставка по облигациям	9,5%
Эталон	Казначейские ноты США с купоном в 6,5 % с погашением 31.05.02
Спрэд к эталону	+312,5 базисных пунктов (3,125%)
Фактическая цена размещения	99,536% от номинала
Доходность при размещении	9,619%
Сумма привлечения средств (по цене размещения)	298 608 000 долларов США
Сумма привлечения в рублях (по курсу ЦБ РФ на момент внесения)	1 726 551 456 000 рублей
Ведущий менеджер займа (букраннер)	Salomon Brothers International Limited

Источник: Комитет финансов Администрации Петербурга, <http://www.fincom.spb.ru>.

Заем был взят для реструктуризации внутреннего долга, поэтому \$200 млн пошли на погашение дорогих банковских кредитов (поскольку практически все кредитные договора позволяли досрочное погашение). Остальные средства направлялись на выкуп МКО. А поскольку они имели различные сроки погашения, то часть средств разместили на депозитах в коммерческих банках на 1-6 месяцев. Ставка по ним была выше, чем доходность евробондов.

Администрация Санкт-Петербурга намеревалась начать досрочный выкуп еврооблигаций в 2001 г. Погашение облигаций планировалось за счет бюджета и новых заимствований. Так, в 2001 г. запланированный первичный профицит бюджета города составлял 1 млрд руб., также изучалась возможность займа от Всемирного банка (150 млн долл.). Однако необходимо было снижение доходности этих бумаг с текущих 18% до 11% годовых. В дальнейшем, город выкупал евробонды на вторичном рынке, снизив их объем в обращении до 216 млн долл. к 2001 г., и был намерен снижать ее до 110 млн долл. к погашению в июне 2002 г.

В 1997 г. первым «субфедеральным» заемщиком евровалютных кредитов стала Москва (200 млн долл.). Ленобласть стала последним «субфедералом» по еврокредитным линиям (май 1998 г.) – 50 млн долл. на 3 года (сумма, превысившая план почти на 70%).

С осени 1996 г. активизировались российские негосударственные заемщики евровалютных синдицированных кредитов: до того было привлечено 3 кредита на 60 млн долл. тремя коммерческими банками, далее (до дефолта августа 1998 г.) – 33 еврокредитных синдикаций на 1,7 млрд долл. восемнадцатью коммерческими банками. Осенью 1998 г. российские рейтинги от глобальных оценочных олигопольных агентств (типа «Стэндрт-энд-Пурс») были снижены до SD (selective default) – «выборочное (не генеральное) банкротство».

Как результат, долларовая доходность «субфедеральных» евробондов превысила 100%. Получение еврокредитов российскими коммерческими банками остановилось на несколько лет. С начала 1999 г. западные банки перешли к обеспеченным евровалютным синдицированным кредитам в пользу российских корпораций (главным образом, экспортно-ориентированных).

Уменьшение внешнего государственного долга России началось с 2000 г. Оно происходило на фоне роста международных займов бизнеса и коммерческих банков (в том числе, с государственным участием): в России процентные ставки (издержки финансирования) были гораздо выше. В 2000 г. рейтинг РФ возрос до CCC- по S&P.

2002 г. оказался переломным. Газпромбанк (в интересах «Газпрома») первым среди российских эмитентов (после 1998 г.) выпустил еврооблигации. Компании и коммерческие банки (с кредитной историей) интенсивно начали эмитировать евробонды и привлекать евровалютные синдицированные кредитные линии (с рублевыми издержками гораздо ниже отечественного финансирования).

Место для них на международных рынках освободилось после ухода правительства РФ (с июля 1998 г.). Российские компании привлекли «длинные» деньги, которых практически не было в стране.

Отечественные средние компании интенсивно рефинансировались через краткосрочные синдицированные еврокредиты, которые получали российские банки, переадресовывая их им (до августа 1998 года банки получали в среднем по 100, а в 2003 г. – 10-30 млн долл.). Обязательства частных компаний России перед заграницей возросли на 40%. Доля фирм во внешнем долге страны (151 млрд долл. в 2001 г., 154 – в 2002 г.) возросла с 16% до 22%, коммерческих банков – с 9% до 10%, в то время как доля государства («федералов» и «субфедералов») снизилась с 75% до 68%. «Россияне» массово включились в евровексельные займовые программы. Часто банки перекредитовывали деньги средним компаниям.

В 2003 г. Moody's повысило рейтинг Российской Федерации до инвестиционного уровня (investment-grade rating). Государственный долг продолжил уменьшаться (правительство с 2003 г. стало стремиться заменить международные займы отечественными, так как вторые стали дешевле, а также обменно-курсовые и суверенные риски по ним существенно ниже). Однако бурный рост коммерческого еврозаимствования увеличил общий внешний долг страны. Глобальный экономический кризис 2008-2009 гг. вынудил российских реципиентов заметно уменьшить международную мобилизацию займов.

В апреле 2010 г. федеральное правительство России (имея дефицит государственного бюджета) вернулось на рынок международных займов после 12-летнего перерыва, выпустив еврооблигации на 5,5 млрд дол. В 2011 г. власти, запустив валютный инжиниринг, создали финансовую инновацию – были размещены 7-летние рублевые еврооблигации в Лондоне на 90 млрд руб. При этом очевидно, что Минфину России деньги не требовались (в силу профицита государственного бюджета). Целью декларировалось продвижение рубля на мировые рынки (превращение отечественных денег в резервную валюту), а также экономия на издержках финансирования (ставки по рублевым еврооблигациям для России были ниже доходности по облигациям федерального займа – ОФЗ – внутри страны).

Очередного максимума общий международный долг России достиг к лету 2014 г. (\$700 млрд). В это время западным институтам (в рамках американских санкций в связи с Украиной) запретили предоставлять кредиты резидентам Российской Федерации. В итоге, международный долг России стремительно уменьшился. Пиковые выплаты по внешнему долгу пришлось на зиму 2014-2015 гг. (100 млрд долл.), приведя к валютному кризису в России и «субинтервальному» обрушению курса рубля в конце 2014 г. За год проамериканского моратория на кредиты в адрес российских реципиентов, международный долг России уменьшился на 200 млрд долл. Золотовалютные резервы (ЗВР) страны значительно сократились [1].

Тем не менее, 2017 год оказался более удачным для российских эмитентов, чем рекордный 2013 г., учитывая, что большинство заемщиков 2013 года были корпорациями и банками с государственным участием, оказавшимися под американскими санкциями. Российские заемщики привлекали деньги на евровалютных (офшорных) рынках на более выгодных условиях, чем в собственной стране. Это было обусловлено «глубоким» спросом так называемых глобальных инвесторов «на российский риск».

В 2018 г. внешний долг России сократился на 12,5% – до \$454 млрд (10-летний минимум). На фоне профицита федерального бюджета (2,7 трлн руб., что эквивалентно 2,7% ВВП) у правительства не было необходимости в займах (как внутренних, так и международных). Учитывая объемы ЗВР (\$473 млрд), правительство могло полностью погасить зарубежный долг и поэтому не зависело от кредиторов [1].

Минфин России разместил в марте 2018 г. еврооблигации на \$4 млрд. Единственным организатором выпусков являлся «ВТБ Капитал». Евробонды предполагалось использовать для возврата капитала в РФ российскими бизнесменами. Заявки составили \$7 млрд. РФ подтвердила способность заимствования на длительные сроки по рыночным уровням, несмотря на неблагоприятный новостной фон.

Недавнее повышение рейтинга России до инвестиционного уровня (BBB-) фактически ничего не изменило. Еврооблигации РФ закрыли 2018 г. падением из-за геополитических, санкционных рисков, а также повышения ставки Федеральной резервной системой США (ФРС). Для минимизации рисков, связанных с возможным введением США ограничений на операции с долларовыми активами, Россия (в ноябре 2018 г.) разместила 7-летние еврооблигации на 1 млрд евро. Согласно мнению Минфина

России, тенденция к росту размещения недолларовых бумаг должна была приобрести в ближайшие годы приоритетное значение.

На начало января 2019 г. основной внешний долг страны (\$400 млрд) приходился на частный сектор. На фоне роста издержек кредитования в мире низкий долг Российской Федерации (28% ВВП) являлся одной из главных сильных сторон национальной экономики. Займы в валюте в настоящее время рискованные и невыгодные (с точки зрения издержек финансирования). Поэтому проще и дешевле осуществлять их внутри страны, чем и занимается Минфин, а также крупные корпоративные заёмщики.

Сокращение зарубежного долга – адекватная мера против внешних вызовов. Страна и бизнес имеют запас прочности в условиях рисков для обменного курса и валютного статуса рубля. Глобальные олигопольные агентства пересматривают суверенный рейтинг страны в сторону повышения. России будут давать займы под более низкие проценты, и государство сможет увеличивать внешний долг для инвестиций в стратегически значимые для развития страны проекты.

ЛИТЕРАТУРА

1. Центральный банк Российской Федерации: официальный сайт. Информационно-аналитические материалы // Статистика // Макроэкономическая финансовая статистика // Статистика внешнего сектора. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs (дата обращения 14.07.2019).
2. *Elder A.* Rubles to Dollars. Making Money on Russia's Exploding Financial Frontier. New York, 1999.
3. USSR: hard currency trade and payments, 1977-78 // Research aid. Central Intelligence Agency. USA. Washington, 1978. P. 1-4.

Янова С.Ю.

**ПЕНСИОННОЕ СТРАХОВАНИЕ: УПРАВЛЕНИЕ РИСКОМ
ИЛИ РЕГУЛИРОВАНИЕ ДОХОДОВ**

***Аннотация.** В статье рассматриваются актуальные вопросы развития современных государственных и дополнительных систем пенсионного страхования, приводятся результаты анализа динамики изменения пенсионных выплат, определяются основные факторы стагнации современных пенсионных расходов, дается оценка современной стоимости распределительных и накопительных пенсий.*

***Ключевые слова.** Пенсионная система, пенсионное страхование, распределительные и накопительные пенсии, пенсионные активы.*

Yanova S.U.

PENSION INSURANCE: RISK MANAGEMENT OR INCOME REGULATION

***Abstract.** The article discusses current issues of the development of modern state and supplementary pension insurance systems, presents the results of analyzing the dynamics of changes in pensions, determines the main factors of stagnation of modern pension expenditures, and estimates the current cost of distribution and funded pensions.*

***Keywords.** Pension system, pension insurance, distributive and funded pensions, pension assets.*

Анализируя пенсионную систему, мы привыкли оперировать ее двумя финансовыми механизмами, апробированными практикой: страхованием и бюджетным финансированием. Соответственно, первый представлен системой обязательного пенсионного страхования, второй – государственным пенсионным обеспечением.

Страхование – это предварительное перераспределение финансовых последствий наступившего риска одних участников между всеми участниками, которым он потенциально угрожает. Для понимания сути страхования не столь важно, в какой форме оно происходит: обязательной или добровольной. Этот вопрос решают экономические субъекты или органы государственного управления. Необходимо уточнить, что в страховой теории пенсионные фонды также относят к страхованию, поскольку они используют сугубо аннуитетные механизмы страхования жизни. Термин «пенсионное обеспечение» в этой связи правильнее применять только к механизмам прямого финансирования последствий рисков за счет совокупных средств государственного бюджета или иных экономических субъектов; широко известны примеры различных персональных или профессиональных пенсий, выплачиваемых работодателями или общественными организациями, минуя страхование.

ГРНТИ 06.73.65

© Янова С.Ю., 2019

Светлана Юрьевна Янова – доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: + 7 (812) 310-26-91. E-mail: yanova.s@uneccon.ru.

Статья поступила в редакцию 30.06.2019.

В настоящее время практически мало используются другие механизмы финансирования пенсий, такие как целевые налоги, целевые отчисления от определенных налогов, льготы при налогообложении доходов и т.п. Справедливости ради надо отметить, что и с древнейших времен, и на ранних стадиях формирования рыночной экономики никаких других способов содержания пожилых или нетрудоспособных граждан не предлагалось. Либо страхование – сначала добровольное, в т.ч. и в рамках профессиональных сообществ, затем обязательное, в основном государственное. Так же дело обстояло и обстоит и с прямым финансированием, первоначально – за счет хозяина, затем – работодателя и государства.

В последние десятилетия наблюдается устойчивый дефицит государственных пенсионных страховых систем, в которых взносы уплачиваются с заработка участников. Правительства вынуждены направлять дополнительные финансовые ресурсы, т.е. перераспределять дополнительную часть ВВП между поколениями, чтобы выполнить обязательства, принятые еще в других экономических и рискологических условиях. Что поменялось с момента конца 1950-х – начала 1970-х годов, которые по праву считались расцветом систем социальной защиты населения? Четыре тенденции устойчиво закрепились в социально-экономическом развитии: одна – позитивная, вторая – нейтральная, а остальные – негативные:

1) старение населения (увеличение продолжительности жизни; увеличение недееспособной продолжительности жизни; снижение рождаемости);

2) сокращение численности наемных работников, т.е. базы страховых ресурсов (за счет роста НТП и вытеснения человеческих ресурсов; за счет перераспределения в сферу самозанятости, где традиционно и экономически обоснованно из-за отсутствия работодателя размеры взносов ниже);

3) снижение темпов экономического роста, стагнация и даже периоды рецессии в экономике (в 1950-1960-е гг. рост был до 25% в год, соответственно, нет роста доходов (базы взносов); отсутствие достаточного роста производительности труда, чтобы обеспечить дополнительные ресурсы);

4) снижение ставок на инвестиционных рынках (снижение доходности пенсионных фондов (хотя и цена заимствования ресурсов для государства стала гораздо ниже); снижение привлекательности добровольных пенсионных накоплений, в т.ч. и по причине финансовых кризисов).

Для РФ данные проблемы усугубляются фиаско государственной обязательной системы накопительных пенсий, высокой волатильностью валютного курса для небольшой, но открытой экономики, увеличением доли в экономике государственного сектора, что ведет к снижению притока финансовых средств в систему из частного сектора и увеличению доли кругооборота бюджетных денег в пенсионной сфере, как в качестве взносов за бюджетников, так и в качестве дотаций.

Тенденции нарастающего пенсионного кризиса приводят к выводу о назревшей необходимости новировать сложившиеся методологические принципы построения пенсионных систем. Для этого стоит проанализировать вопрос соотношения сути страхования, как специального способа управления риском, и результатов его применения в макроэкономическом государственном масштабе, который определяется объемом производимых пенсионных выплат. Пенсионный риск понятен – сколько и как жить в старости, не имея заработка или иного дохода. Для отдельного человека он является чистым риском, причем, интересно, что он имеет обратный характер: жить дольше – риск больше – нужно больше средств. А вот уже для больших групп населения (причем в рамках математической статистики при количестве 100 тыс. человек по таблицам смертности) риск превращается в устойчивую закономерность – она может быть статической или динамической, но достаточно точной.

Наверное, в страховании другой такой высокой вероятности, как продолжительность жизни, не существует. Поэтому для государства риск дожития или смерти в определенном возрасте по своему содержанию уже не является чистым риском, а остается только социальным риском, определяемым устанавливаемыми правилами пенсионного законодательства – пенсионный возраст, размер пенсии или других пенсионных сервисов [1, с. 5]. Можно установить пенсионный возраст в 80 лет – и пенсионный кризис исчез – доживающие могут жить в таких условиях, которых они никогда бы не имели исходя из собственных заработков. А можно установить пенсии на уровне продуктового набора, но с 50 лет. Другое дело, что и те, и другие новации будут иметь иные социальные последствия для самих государств и их правительств, но к пенсиям относиться не будут.

В общем-то, стоит признать, что и научные изыскания в пенсионной области уже давно разделились на две группы:

1) макроуровень с исследованиями МОТ или международных финансовых организаций, затрагивающих в основном демографические тренды или квалификационные пенсионные условия [4, 5];

2) микроуровень домашних хозяйств в рамках моделей Life-cycle или OLG-моделей пересекающихся (перекрывающихся) поколений (модель Самуэльсона – Даймонда, overlapping generations model), Long-Term Care (долгосрочного ухода) или актуарных моделей различных рент и аннуитетов [7, 8].

В последнее десятилетие даже вопрос накопительных пенсий как-то потерял актуальность в мире, разве что в нашей стране он опять поставлен в повестку дня мегарегулятором финансового рынка. Предпринятая ревизия собственных взглядов привела к некоторым гипотезам, подтверждаемым предварительными расчетами и выводами. Что же лежит в основе пенсионных систем: страхование риска или регулирование различных доходов общества в пользу нетрудоспособных? Или система является смешанной, что, однако, доказывает ее несамостоятельный рисковый или страховой характер.

Первым шагом в исследовании проблемы стала количественная и качественная оценка наметившихся трендов в развитии обязательных пенсионных систем, которые носят преимущественно распределительный характер. Государственные пенсионные расходы являются обобщающей количественной характеристикой управления пенсионным риском в контексте развития экономики. Для анализа был выбран 35-летний период с 1982 по 2017 годы, равный среднему периоду трудовой активности современных пенсионеров.

Для уточнения анализа важно указать две оговорки для статистических данных по РФ. Во-первых, не все интересующие показатели имеются за этот период, что связано с применением различных стандартов измерений как во времени, так и по национальным или международным статистическим базам. Во-вторых, для нашей страны приходилось брать допущения, исключая период до 1992-1997 годов. Данные использовались из базы ОЭСР. Для исследования были взяты страны: Россия, США и Великобритания (страны с высоким уровнем негосударственной социальной защиты), Германия (страна с высоким уровнем развития традиционной распределительной системы социального страхования) и в целом страны-члены ОЭСР.

Экономический рост наблюдался (хотя и не такой быстрый, как в предшествующее 30-летие 1950-1970 годов), когда сформировались основные принципы и организационная структура современных систем социальной защиты в странах с развитой экономикой (табл. 1). Рост ВВП на душу населения немного отставал от общего экономического роста, что является существенным показателем замедления темпов роста и экономики, и что еще важнее – производительности труда.

Таблица 1

Динамика экономического роста (ВВП в USD) [10]

годы	Рост номинального ВВП, %				Рост ВВП на душу населения, %			
	Россия	США	ОЭСР	Германия	Россия	США	ОЭСР	Германия
1982	100	100	100	100	100	100	100	100
1987		145,8	138,8	128,7		138,8	133,5	129,7
1992		195,8	190,1	184,6		176,2	175,2	179,6
1997	241,5	257,5	241,5	213,5	214,4	218,2	214,4	205,1
2002	334,6	328,3	301,9	255,5	301,7	263,8	259,0	245,3
2007	681,8	433,9	396,9	316,7	625,7	332,6	328,9	306,2
2012	983,1	486,3	453,4	370,0	899,7	357,7	363,5	360,3
2017	940,4	585,0	548,7	458,9	840,2	415,0	427,6	434,8

В реальном выражении создание новой стоимости было не таким быстрым, но все равно значительным, что показывает уровень инфляции за аналогичный период (табл. 2). Собственно показатель пенсионных расходов существенно увеличивался в абсолютных значениях, но, можно сказать, был мало вариативен в относительном выражении (табл. 3). В России наблюдался один из самых высоких темпов роста пенсионных расходов, что позволило ей войти в группу стран с самой высокой долей государственных пенсий по отношению к ВВП и превысить на 1,5 п.п. средний уровень, сложившийся в наиболее развитых экономиках мира. Однако, нужно заметить, что в целом по обследуемым

странам ОЭСР пенсионные расходы росли быстрее ВВП (табл. 4). При этом в каждой стране наблюдались периоды вне общей тенденции опережающего роста.

Таблица 2

Уровень инфляции в период 1982-2017 гг. [10]

Год	Инфляция в %, 2015=100				
	Россия	Германия	Великобритания	США	ОЭСД
1982	-	54,5	36,9	40,7	23,4
2017	-	102,0	103,6	103,4	103,4
Всего за период		47,5	66,7	62,7	80,0

Таблица 3

Уровень государственных (обязательных) пенсионных расходов [10]

Годы	Пенсионные расходы к ВВП, %			
	Россия	США	ОЭСД	Германия
1982		6,6	6,0	10,4
1987		5,9	6,1	10,3
1992		6,1	6,5	9,5
1997	7,1	5,9	6,6	10,6
2002	7,4	5,8	6,7	11,1
2007	5,4	5,8	6,6	10,3
2012	8,1	6,8	7,9	10,2
2017	9,0	7,1	7,5	10,1

Таблица 4

Динамика ВВП и государственных пенсионных расходов [10]

Годы	Пенсионные расходы, рост в %				Рост номинального ВВП, %			
	Россия	США	ОЭСД	Германия	Россия	США	ОЭСД	Германия
1982	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1987		130,3	141,1	127,5		145,8	138,8	128,7
1992		180,9	205,9	168,6		195,8	190,1	184,6
1997		230,2	265,7	217,6	241,5	257,5	241,5	213,5
2002	348,7	288,5	337,2	272,7	334,6	328,3	302,0	255,5
2007	518,6	381,3	436,7	313,6	681,8	433,9	397,0	316,7
2012	1121,6	501,0	597,0	362,9	983,1	486,3	453,4	370,0
2017	1192,1	629,3	685,9	445,7	940,4	585,0	548,7	458,9

Несомненный интерес вызывает феномен темпов роста расходов на пенсионные выплаты в РФ: беспрецедентный, более чем в 2 раза, рост за 5 лет с 2007 по 2012 год. С одной стороны, он объясняется еще более быстрыми темпами роста нефтяных и газовых цен, что позволяло осуществлять реальное увеличение государственных пенсий. С другой стороны, необходимо учитывать и динамику валютного курса за этот период, поскольку данные представлены в долларах США. Но при этом темпы роста пенсий в реальном выражении опережали рост ВВП, в отличие от периода 2002-2007

годов, когда вводилась накопительная система и деньги искусственно изымались из пенсионных расходов.

Последняя пятилетка 2012-2017 гг. (в особенности 2014-2017 гг., когда происходило снижение реальных доходов населения) нарушила тенденцию, хотя пенсионеры выиграли по сравнению с остальными гражданами, поскольку рост пенсий наблюдался при падении темпов экономического роста. Весьма примечателен пример исторического эталона традиционной системы распределительного пенсионного страхования – Германии, где пенсии и ВВП растут почти одинаково. Наглядной иллюстрацией субъективного влияния государственной социальной политики на пенсионное страхование выступают США, где пенсионные расходы всегда уступали в росте экономике, однако, в период реформ президента Б. Обамы стали демонстрировать опережающий рост.

Все эти тенденции подтверждают гипотезу о наличии существенных отклонений в пенсионных системах от их первоначального страхового характера. Во-первых, пенсионный риск – это самый социальный риск, оценка которого, в отличие от чистых страховых рисков, определяется органами власти через возрастные и иные квалификационные характеристики. Поэтому государство может легко манипулировать оценкой этого риска (характерен здесь пример России и США).

Однако, во-вторых, возможности этого манипулирования не так высоки. Мы видим, что доля пенсионных расходов после серьезного роста 1950-1970-х гг. (во всех развитых странах за эти 25 лет доля расходов на социальную защиту в ВВП увеличилась более чем вдвое) замедлила свое поступательное движение [9, с. 16]. Поэтому, в-третьих, можно предположить, что в последние 4 декады экономика развитых стран не может позволить себе увеличение социальных расходов вне существенного роста производительности труда. Очень похоже, что уровень расходов на человеческие ресурсы достиг определенного порогового значения для данного уровня развития экономики. Это демонстрируют данные таблиц 5 и 6.

Таблица 5

Доля заработной платы в структуре добавленной стоимости [10]

Год	Заработная плата в % к добавленной стоимости			
	Россия	Великобритания	США	EU
1977		55,0	60,4	
1989	44,4			
1992				53,3
2016	52,6	55,0	55,2	52,9

Примечание: по Германии не представлено официальных данных.

Таблица 6

Рост производительности труда (ВВП в час) в % к 2010 г. [10]

Годы	2003	2010	2017
Россия	76,8	100,0	105,4
Германия	94,2	100,0	107,6
США	87,3	100,0	103,3
Великобритания	93,9	100,0	102,2
ОЭСР	91,5	100,0	106,2

Поэтому современные правительства вынуждены ограничивать рост социальных выплат и скорее заниматься балансировкой доходов, чем управлением собственно риском. Вернее будет предположить, что они сконцентрировали свое внимание на подгонке риска под экономические возможности. Это легко достигается благодаря росту качества жизни, медицинских условий и прочих социальных достижений, обеспечивающих рост продолжительности жизни, что позволяет планомерно снижать риск, повышая пенсионный возраст.

Причем, пока кардинальные перемены не прогнозируются, поскольку рост продолжительности жизни не сопровождается адекватным ростом производительности экономики и требует роста периода трудовой активности для сохранения уровня пенсии, как выплаты, компенсирующей заработок в необходимых пропорциях. Ускорение роста производительности (или эффективности) могло бы позволить увеличивать долю пенсионных расходов и самих пенсий в структуре совокупных доходов населения.

Вторая гипотеза, ревизию которой пришлось предпринять, касается накопительных пенсий и роли капитализации в пенсионном обеспечении в целом. Предыдущие расчеты, основанные на периоде 1955-1995 гг., показывали, что современная стоимость накопительных пенсий отставала от современной стоимости назначаемых государственных распределительных пенсий [2, с. 58-59]. Это происходило благодаря высоким темпам роста заработной платы и, соответственно этому, введению высоких коэффициентов индексации пенсий по сравнению с инвестиционной доходностью. Действовали, видимо, и другие факторы.

Но за рассматриваемый период с 1980-х по 2017 год социально-экономическая ситуация изменилась. Темпы роста экономики, ВВП и, соответственно, заработной платы существенно замедлились. Удвоение ВВП за 10 лет уже стало прошлым. Зато появилась сдерживающая инфляцию денежно-кредитная политика. Дополнительной проверки в будущем требует и предположение, что современное субъективное управление процентными ставками и жесткая регуляторная политика, проводимые многими национальными центральными банками (при этом не так неважно, что они направлены на снижение ставок), оказали неблагоприятное влияние на экономический рост в реальном секторе экономики в анализируемый период.

Впрочем, может быть, это и совпадение, убедительных доказательств ни «за», ни «против» пока не представлено. Но очень настораживает тот факт, что стоимостные показатели снижались вместе с процентными ставками. Плюс к этому в развитых странах росла налоговая нагрузка: нужны были средства на организацию Евросоюза и финансирование социальных программ в США. Кроме того, в развитых экономиках наблюдается стагнация в динамике заработной платы наемных работников, а именно средний класс является основным поставщиком средств в систему социального страхования, пенсионного – в частности [6, с. 12].

Анализ дополнительного компонента – пенсионных сбережений населения и их инвестиционного роста – оказался более сложным, поскольку сопоставимые данные о том, что успело накопить население и как накапливало за этот период, доступны пока только по 2013 г. Уровень частных пенсионных накоплений, хотя и показывает высокую динамику, но в абсолютном выражении пока уступает государственным пенсионным расходам (табл. 7). Только в США уровень частных пенсий сравним с уровнем государственных пенсий, получаемых через солидарную систему страхования. Максимальные значения дополнительных пенсий за всю историю исследований ОЭСД наблюдались в Лихтенштейне 5 лет назад (6,7% ВВП). Выше 5% ВВП частные пенсии за последнее десятилетие были еще в Швейцарии, Дании и Исландии. По данным 2013 г. самый высокий уровень демонстрирует Дания – 5,9% ВВП, но имеется существенная волатильность этого параметра даже на протяжении последних 5 лет (рассчитано по [10]).

Таблица 7

Объем частных пенсий [10]

Год	Частные пенсии к ВВП, %			
	Германия	Великобритания	США	Россия
1992	0,092	2,735	3,098	-
2013	0,201	3,144	5,211	0,112

Крайне противоречивые данные наблюдаются в отношении уровня ежегодных сбережений населения (табл. 8). Самый высокий показатель ежегодных сбережений наблюдается в Германии, причем, он очень стабилен во времени. Данные по России нуждаются в дополнительных комментариях и не могут быть отнесены к модальному интервалу. Однако, как покажут данные табл. 10, приведенной нами ниже, эти сбережения слабо капитализируются во времени.

Таблица 8

Объем ежегодных сбережений домохозяйств [10]

Год	Годовые сбережения домохозяйств, % к ВВП			
	Германия	Великобритания	США	Россия
1977	9,4	6,4	8,1	-
1995	5,6	3,3	4,0	3,0
2002	9,2	3,2	3,3	17,0
2017	10,8	1,2	2,9	15,3

Настораживающая тенденция, напрямую не связанная с пенсионным исследованием, наблюдается в Великобритании и США – значительное снижение уровня ежегодных сбережений населения. А в Великобритании население в принципе стало жить в кредит (табл. 9). Вот каков оказался результат денежно-кредитной политики (ДКП), снижающей уровень процентных ставок. Пока недостаточно времени, чтобы сказать, привело ли такое экономическое поведение к росту спроса и экономики, но факт того, что сейчас в США и Великобритании привлекательнее жить в кредит, чем сберегать, явно имеется. Грозит ли это очередным финансовым пузырем по аналогии с ипотечным финансовым кризисом 2007-2008 гг. или большей интенсивностью работы печатного станка, предсказать сложно. Но благодаря современной ДКП с низкими регулируемые ставками мы имеем явную тенденцию развития современного образа жизни «в долг».

Таблица 9

Доля ежегодных сбережений в годовом доходе населения [10]

Год	Сбережения в % к располагаемому доходу домохозяйств				
	Россия	Германия	Великобритания	США	EU
1977	-	-	-	10,91	-
1995	-	10,95	10,49	7,24	-
1999	-	9,48	3,80	5,27	6,80
2011	4,52	9,56	4,48	7,40	5,21
2017	7,66	9,88	-0,91	6,90	3,43

Несмотря на снижение уровня ежегодных сбережений, население стран с самой сильной экономикой успело накопить достаточные финансовые активы (табл. 10). В них включены все вложения в ценные бумаги, НПФ, страхование жизни, ПИФы. Структура вложений отличается по странам, что определяется национальными (в силу налоговых, регуляторных и иных условий) особенностями развития финансовых рынков и частных инвестиций.

Расчеты, представленные в табл. 11, позволяют сделать вывод, что в Великобритании накопленных финансовых активов хватит на более чем 10-летний период выплаты дополнительных пенсий в размере трети среднего заработка, а в США в среднем хватит даже на выплату пожизненной пенсионной ренты при установленном в этой стране пенсионном возрасте и достигнутой средней продолжительности жизни.

Таблица 10

Финансовые активы, накопленные домохозяйствами [10]

Год	Финансовые активы на душу населения, \$			
	Великобритания	США	Германия	Россия
1977	-	23369	-	-
1995	50991	86995	31868	-

Окончание табл. 10

Год	Финансовые активы на душу населения, \$			
	Великобритания	США	Германия	Россия
2011	113790	179520	72487	11476
2016	142202	242383	89552	16421
2017	143193	261584	93855	17763

Таблица 11

Пенсионный потенциал накопленных активов

Великобритания	США	Германия
Накопленные финансовые активы к среднегодовой заработной плате в 2017 г.		
3,3	4,3	2,0
Число лет получения пенсий в размере половины среднего заработка		
6,6	8,6	4
Число лет получения пенсий в размере трети среднего заработка		
10	13	6

Рассчитано по [10]. При расчете пенсионного потенциала не учтена капитализация выплачиваемой ренты, что при сроках и динамике ставок за последние годы в сравнении со сроком выплаты пенсии даст дополнительное, но не столь значительное увеличение.

Важно отметить, что в самых социально-ориентированных странах наблюдается и самая высокая доля накопленных инвестиций (см. табл. 12) – почти на уровне финансовых центров США и Великобритании. Структура финансовых активов разная: в Нидерландах 60% – это НПФ, т.е. частные пенсии, скорее всего профессиональные, а в Швеции – депозиты и ценные бумаги.

Таблица 12

Пенсионный потенциал накопленных активов в странах с социально ориентированной экономикой

Дания	Нидерланды	Швеция
Накопленные финансовые активы к среднегодовой з/п в 2017 г.		
3,1	3,3	3,6
Число лет получения пенсий в размере половины заработка		
6,2	6,6	7,2
Число лет получения пенсий в размере трети заработка		
9,3	10	10,9

Рассчитано по [10].

Самые интересные результаты получились при оценке современной или приведенной стоимости 1 USD, если оценивать его покупательную способность за период трудовой активности (см. табл. 13). Данные по величине средней реальной заработной платы имеются только с 1990 года, поэтому вынужденное ограничение охватывает только период 27 лет вместо 40. Но косвенные характеристики социально-экономического развития 1980-х годов не оставляют сомнений в схожей динамике. Стоимость «зарплатного», т.е. условно принимаемого к расчету государственных пенсий, 1 USD растет с серьезным запаздыванием по сравнению с его же капитализацией (wage vs fond). Уровень инфляции в расчете сложного процента капитализации учтен.

На графике (см. рис.) хорошо видно, что разрыв между двумя показателями пока только увеличивается для каждой из рассматриваемых стран. Полученные результаты свидетельствуют, что за последние 30 лет в странах с развитой экономикой накопление индивидуального пенсионного капитала стало выгоднее, чем отчисление взносов в распределительную государственную систему, поскольку

инвестиционная доходность стала превышать темпы роста средней заработной платы (именно этот параметр заложен в расчет назначаемых пенсий по обязательному пенсионному страхованию).

Таблица 13

Сравнительная стоимость 1 USD при инвестировании в долгосрочные государственные облигации и реальном росте заработной платы для расчета солидарно финансируемых государственных пенсий

	Современная стоимость 1 USD						
	1990	1995	2000	2005	2010	2016	2017
DE fond	1,000	1,199	1,459	1,666	1,840	1,839	1,817
DE wage	1,000	1,108	1,147	1,150	1,185	1,290	-
UK fond	1,000	1,257	1,545	1,801	1,958	1,989	1,961
UK wage	1,000	1,057	1,239	1,386	1,448	1,422	1,422
USA fond	1,000	1,204	1,427	1,566	1,703	1,765	1,768
USA wage	1,000	1,027	1,181	1,239	1,298	1,357	1,354

Рассчитано по [10].

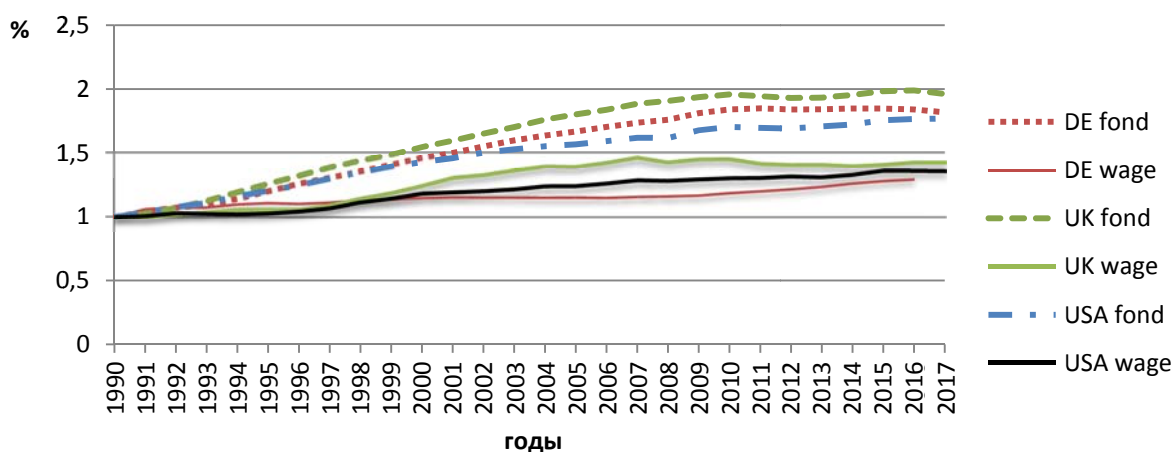


Рис. Рост реальной средней заработной платы и уровень капитализации с учетом инфляции

В связи с изложенным, возникают два важных вопроса:

- первый вопрос – проваленная реформа накопительных пенсий в РФ могла быть успешной в тренде финансовых рынков стран с развитой экономикой?
- второй вопрос – почему развитые страны, несмотря на преимущество в росте инвестиционной доходности над ростом заработной платы, не переходят к капитализируемым пенсионным системам? Ответы на эти вопросы лежат в макроэкономической плоскости.

Во-первых, чтобы перейти к накопительной системе, надо сначала решить вопрос финансирования выплат современным пенсионерам. Даже если государство будет выпускать облигации под формирование пенсионных накоплений и из полученных ресурсов выплачивать современные пенсии, то это дает только удорожание современного финансирования пенсий и никакого реального инвестиционного дохода и ресурсов для экономики. В РФ в рамках пенсионной реформы 2002 года попробовали в благоприятный период часть финансовых пенсионных ресурсов не выплачивать, а накапливать. Результат известен, дальнейшие отчисления на пенсионные накопления «заморожены» уже четвертый год и не будут производиться до 2021 г. Хотя в более стабильной и экономически состоятельной экономике это могло бы дать весомый результат, что наблюдается в скандинавских странах, правда с оговоркой – в течение незначительного периода времени.

Во-вторых, пока не совсем очевидно, но логично предположить, что государственная распределительная и частная накопительная пенсионные схемы эффективны только когда существуют парал-

лельно и «не мешают» друг другу. Солидарная пенсионная система – это макроэкономическая система. Накопительные пенсии – это уровень домохозяйств и микроэкономики. Форсируя процесс накопления пенсионных сбережений, переводя его на обязательные рельсы, мы нарушаем экономическое равновесие, поскольку совсем не очевидно, что экономика сможет «переварить» такие финансовые ресурсы к общей пользе, и кроме финансовых пузырей мы вряд ли что-то получим. Тем более, что современная ДКП может сивелировать реальные экономические результаты в любую сторону, а государственное пенсионное регулирование по-новому оценить риск и изменить квалификационные пенсионные нормы.

В заключение хотелось бы отметить, что, по мнению автора, в настоящее время низкого экономического роста не стоит предпринимать резких шагов, максимально эффективно использовать сложившиеся системы и обеспечивать комбинированный подход к решению пенсионных вопросов. Государство должно:

1) изымать ресурсы на пенсионное обеспечение или страхование, чтобы поддерживать наиболее незащищенные слои населения, но с учетом их личного вклада в национальное богатство. То есть, должно быть сочетание принципов социальной справедливости и страховой эквивалентности;

2) в дополнение к этому создавать условия, при которых домохозяйства смогут в рыночных экономических условиях формировать в добровольном порядке свои собственные пенсионные накопления в том размере и в тех формах, которые они будут считать предпочтительными, и на которые экономика будет предъявлять спрос. Если же мы попытаемся вводить накопительные механизмы в обязательном порядке и на макроэкономическом уровне, то мы просто повысим для молодых поколений цену содержания престарелых, можем нарушить экономический баланс финансового рынка, а сами реальные пенсионные условия от этого вряд ли улучшатся, производительность экономики не вырастет, и экономический рост не ускорится.

ЛИТЕРАТУРА

1. Актуарная модель развития пенсионной системы России / Соловьев А.К., Донцова С.А., Кувалкина Е.А. и др.: Препринт WP2/2003/02. М.: ГУ ВШЭ, 2003.
2. Янова С.Ю. Пенсионная система Российской Федерации: факторы и ограничения современной реформы // Финансы и бизнес. 2013. № 4. С. 51-61.
3. Design and Delivery of Defined Contribution (DC) Pension Schemes Policy challenges and recommendations Cass Business School, London, UK 5 March 2013. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/DCPensionDesignHighlights.pdf> (дата обращения 10.03.2019).
4. Retirement benefit provision Measuring multivariable adequacy and the implications for social security institutions. International Social Security Association, 2015. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://pensionreform.ru/files/102618/Adequacy%20retirement%20report.pdf> (дата обращения 14.03.2019).
5. Gillion C., Turner S., Bailey C., Latulippe D. (eds) Social security pensions. Development and reform. Geneva: International Labour Office, 2000.
6. Ten global challenges for social security. International Social Security Association, 2016.
7. Blundell R. Income Dynamics and Life-cycle Inequality: Mechanisms and Controversies // The Economic Journal. 2014. Vol. 124, iss. 576.
8. Diamond P.A. National Debt in a Neoclassical Growth Model // American Economic Review. 1965. Vol. 55, iss. 5. P. 1126-1150.
9. Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 Indicators. Paris: OECD Publishing, 2017.
10. OECD. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://data.oecd.org.htm> (дата обращения 21.03.2019).

Харченко Л.П.

АНАЛИЗ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА В КОНТЕКСТЕ КЛЮЧЕВЫХ НАПРАВЛЕНИЙ ЕГО РАЗВИТИЯ

Аннотация. В статье анализируется практический опыт развития российского финансового рынка по четырем стратегическим направлениям: формирование доверительной среды, развитие конкуренции на финансовом рынке, поддержание финансовой стабильности и обеспечение доступности финансовых услуг. Рассматриваются положительные взаимосвязи между различными направлениями развития финансового рынка. Акцентируется внимание на внешних шоках и внутренних противоречиях и связанных с ними проблемах поддержания финансовой стабильности. Указано, что развитие инфраструктуры финансового рынка создает конкурентные условия для его участников и повышает доступность финансовых продуктов и услуг.

Ключевые слова. Доверительная среда, конкуренция, финансовая стабильность, доступность финансовых услуг.

Kharchenko L.P.

ANALYSIS OF THE RUSSIAN FINANCIAL MARKET IN THE CONTEXT OF KEY DIRECTIONS OF ITS DEVELOPMENT

Abstract. The article analyzes the practical experience of the development of the Russian financial market in four strategic areas: the formation of a trusting environment, the development of competition in the financial market, the maintenance of financial stability and the availability of financial services. We consider the positive relationships between different directions of development of the financial market. Attention is focused on external shocks and internal contradictions and related problems of maintaining financial stability. It is indicated that the development of the financial market infrastructure creates a competitive environment for its participants and increases the availability of financial products and services.

Keywords. A trusting environment, competition, financial stability, availability of financial services.

Введение

В качестве долгосрочных ориентиров развития финансового рынка на период 2019-2021 годов Банком России, как регулятором финансового рынка, выделены следующие ключевые направления: формирование доверительной среды, развитие конкуренции на финансовом рынке, поддержание финансовой стабильности и обеспечение доступности финансовых услуг [12]. Каждое из направлений призвано способствовать повышению эффективности отечественного финансового рынка и росту экономики за счет увеличения числа нефинансовых компаний и физических лиц в качестве участников финансового рынка, формирования «длинных» денег в экономике посредством институтов рынка коллективных инвестиций, повышения качества финансовых услуг, возможности долгосрочного планирования инвестиций, облегчения выхода инвесторов.

ГРНТИ 06.73.02

© Харченко Л.П., 2019

Лариса Павловна Харченко – доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: +7 911 233-24-83. E-mail: Narchenko.l@unecon.ru.

Статья поступила в редакцию 06.07.2019.

Рассмотрим первые итоги усилий регулятора и участников финансового рынка, заинтересованных министерств и ведомств по практической реализации мероприятий по заданным векторам развития.

Формирование доверительной среды

Феномен доверия рассматривается экономистами как значимый фактор функционирования и развития рыночной экономики [4]. Одним из примеров формирования доверительной среды является внедрение в практику финансового рынка для компаний малого и среднего предпринимательства (МСП) механизмов поддержки их как эмитентов облигаций Корпорацией МСП и МСП Банком. В табл. 1 представлены механизмы поддержки выпуска облигаций эмитентами, являющимися компаниями малого и среднего предпринимательства.

Таблица 1

Механизмы поддержки выпуска облигаций эмитентами, являющимися компаниями МСП (представлены 17 апреля 2019 года на Московской бирже)

Механизма поддержки	Условия механизма	Ожидаемый результат
Поручительство Корпорации МСП	В размере номинала облигации и купонного дохода за весь срок до даты погашения; лимит поручительства – не более 50 млн рублей	1. Снижение рисков инвесторов в облигации эмитентов МСП. 2. Более низкие ставки заимствования для эмитентов по сравнению с обычными условиями выпуска облигаций. 3. Более низкие издержки по размещению облигаций по сравнению с обычными условиями выпуска облигаций. 4. Лучшее инвестиционное качество ценных бумаг, чем без механизмов поддержки. 5. Расширение возможного круга инвесторов на фоне повышения доверия к облигациям эмитентов, эффективно взаимодействующих с Корпорацией МСП
Гарантии от Корпорации МСП по выпускам биржевых облигаций компаний малого и среднего бизнеса	Гарантия предоставляется в размере номинала облигации. Лимит гарантии – не более 500 млн рублей	
Участие МСП Банка в размещении облигационных выпусков эмитентов МСП в качестве якорного инвестора	Существенная доля от объема размещения	
Участие МСП Банка в качестве со-организатора облигационных выпусков	–	
Субсидирование ставки купона по облигациям	70% от ставки купона, но не выше 2/3 ключевой ставки ЦБ РФ со стороны Министерства экономического развития Российской Федерации при поддержке Корпорации МСП	
Субсидирование подготовки к листингу	Компенсация затрат в размере 2% от объема выпуска облигаций, но не более 1,5 млн рублей со стороны Министерства экономического развития Российской Федерации при поддержке Корпорации МСП	

Составлено автором по [8].

Инструментарий механизмов поддержки одновременно служит стимулом выхода на финансовый рынок новых компаний, а облигации становятся новым инвестиционно привлекательным инструментом для разных групп инвесторов. По данным Московской биржи, в 2018 году на бирже появилось 24 новых эмитента компаний малой капитализации [10], в по данным НАУФОР, с учетом мер государственной поддержки, за период 2019-2024 гг. планируется не менее 100 выпусков на сумму свыше 47 млрд рублей [7]. Это пример повышения уровня доверия инвесторов к рынку облигаций, когда эмитентами будут выступать компании малого и среднего бизнеса.

Согласно Федеральному закону от 03.08.2018 г. № 322-ФЗ с 1 января 2019 года в систему страхования вкладов включены малые предприятия [15]. Эта мера увеличивает доверие уже со стороны самих субъектов малого бизнеса к коммерческим банкам и способствует росту конкуренции среди последних.

Развитие конкуренции на финансовом рынке и обеспечение доступности финансовых услуг

В совместном докладе Банка России и ФАС, посвященном конкуренции на финансовом рынке, конкуренция выделяется в качестве важнейшего фактора повышения эффективности рынка, стиму-

лирующего его институты к совершенствованию бизнес-моделей, применению инновационных решений, более полному удовлетворению запросов потребителей [1].

Обсуждая проблемы банковского сектора, представители профессионального сообщества выразили мнение о том, что решение вопросов конкуренции в банковской системе в большой степени зависит от Центрального банка, как регулятора рынка, который много усилий концентрирует на развитии финансовой инфраструктуры в условиях развития цифровизации, поскольку мелким региональным банкам сложно самостоятельно осваивать новые цифровые технологии [9].

Считаем, что, во-первых, инфраструктура финансового рынка, которая выстраивается в России в соответствии с инициативой Банка России, создает конкурентные условия и для участников других секторов, а не только банковского, и, во-вторых, с развитием финансовой инфраструктуры тесно связано одно из ключевых направлений развития финансового рынка – повышение финансовой доступности, которая измеряется физической доступностью банковских точек обслуживания, количеством счетов в финансовых институтах, долей населения, владеющей счетами и др. (табл. 2).

Таблица 2

Элементы инфраструктуры, функции которых направлены на развитие конкуренции и повышение финансовой доступности

Элемент инфраструктуры	Функции элемента инфраструктуры	Влияние конкуренции среди финансовых институтов на эффективное развитие финансового рынка	Влияние на повышение финансовой доступности
Единая биометрическая система – цифровая платформа для проведения дистанционной биометрической идентификации	Возможность без физического присутствия гражданина открыть ему счет, вклад или выдать кредит за счет оцифровки заявления и электронной цифровой подписи. Возможность для клиентов делать запросы на финансовые услуги в ряд кредитных организаций и получать услуги в выбранной организации на лучших условиях. Возможность давать согласие на передачу информации в бюро кредитных историй удаленно	Предложение со стороны финансовых институтов клиентам финансовых продуктов и услуг на наилучших условиях	Обеспечение дистанционного доступа к финансовым услугам 24 часа в сутки независимо от геолокации
Маркетплейс – платформа для финансовых продуктов, услуг и регистрации финансовых сделок	Предоставление доступа к различным функциям и услугам финансового рынка для потребителей в режиме «единого окна». Обеспечение гарантии по совершаемым сделкам	Предложение со стороны финансовых институтов клиентам финансовых продуктов и услуг на наилучших условиях	Обеспечение дистанционного доступа к финансовым услугам независимо от геолокации
Система быстрых платежей	Осуществление онлайн переводов на финансовом рынке в режиме реального времени 365/24/7 с применением простых идентификаторов получателей средств (номер мобильного телефона, QR-код)	Снижение стоимости переводов. Разработка банками мобильных приложений, обладающих удобством, безопасностью и новыми функциями транзакционного обслуживания	Обеспечение онлайн переводов без географических и временных ограничений

Составлено автором.

В научных исследованиях отмечается, что положительные взаимосвязи должны проследиваться между различными целями финансовой политики – финансовой доступностью, финансовой стабильностью, финансовой целостностью, защитой прав потребителей финансовых услуг, финансовой грамотностью и другими [2, с. 2]. Финансовая стабильность является основой формирования доверия на финансовом рынке.

Поддержание финансовой стабильности

Как правило, падение доверия к финансовым институтам связано с внешними факторами – шоковыми воздействиями, кризисными явлениями в экономике, а его восстановление связывается с преодолением кризисных явлений. В докладе «Финансовая стабильность как функция Центрального банка» на III Летней макроэкономической школе Банка России 02 июля 2019 г. Первый заместитель Председателя Банка России К.В. Юдаева привела следующее определение (сославшись на источник [16]): «Финансовая стабильность – состояние финансовой системы, при которой она устойчива к шокам и способна бесперебойно и эффективно выполнять свои функции, в т.ч. по перераспределению сбережений и инвестиций».

Обеспечение стабильности финансового рынка Российской Федерации – одна из целей регулятора финансового рынка – Банка России (ст. 3 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»), которая получила распространение и на Западе, и в России, после мирового финансово-экономического кризиса 2008 года. Финансовый рынок подвержен воздействию внешних шоков, под которыми в макроэкономике понимается воздействие факторов, лежащих за пределами национальной экономики, на макроэкономические показатели, носящее как положительный, так и отрицательный характер [3].

В научной литературе достаточно подробно представлено воздействие на российскую экономику и российский финансовый рынок внешних шоков: мирового финансово-экономического кризиса [11], европейского долгового кризиса 2010-2012 годов, связанного с проблемами в обслуживании государственного долга Греции, Ирландии, Португалии, Испании, Италии [13], сворачивания политики количественного смягчения в США в 2013-2014 годах, что негативно отразилось на валютных рынках стран с формирующимися рынками, в том числе на России [3], введением США, ЕС и рядом других развитых стран экономических санкций против российских компаний и банков, ограничение им доступа на свои рынки капитала и запрет на некоторые сделки (с 2014 года по настоящее время), что привело к сильному давлению на рубль, росту инфляции, повышению волатильности на валютном рынке [14].

Начиная с 2013 года, Банк России проводит мониторинг финансовой стабильности, одним из направлений которого является оценка внешних рисков и их влияния на российскую финансовую систему. В систему мониторинга также входит анализ взаимосвязей между различными институтами финансовой системы, инфраструктурой финансового рынка, нефинансовыми компаниями и оценка внутренних взаимосвязей на отдельных сегментах финансового рынка. В случаях воздействия внешних шоков, регулятором применяются антикризисные меры по поддержке финансовой стабильности.

Испытывая внешние шоки, экономика также испытывает и внутренние противоречия, которые сказываются и на развитии финансового рынка. Накопление внутренних дисбалансов, которое приводит к изменению абсолютных цен и выражается в инфляции, также является проявлением рисков ценовой или финансовой стабильности. Влияние инфляции на финансовый рынок проявляется, как минимум, в двух аспектах. Низкая инфляция позволяет инвесторам формировать сбережения на длинном горизонте планирования; в свою очередь, низкие процентные ставки влияют на рост кредитования, в том числе, долгосрочного, что приводит к росту инвестиций и, в конечном итоге, к экономическому росту и росту благосостояния.

Так, в работе [14, с. 35-37] представлена оценка потерь общественного благосостояния из-за инфляции в России, полученная с помощью подхода частичного равновесия. Согласно расчетам авторов, инфляция на уровне 15%, наблюдавшаяся по итогам 2002 г., приводит к потерям 2,4% реального ВВП, инфляция на уровне 9% (значение 2006 г.) приводит к потерям 1,5% реального ВВП, инфляция на уровне 6,1% (значение 2011 г.) – к потерям 1,04% реального ВВП. Инфляция на уровне таргета 4% соответствует модельным потерям в размере 0,73% реального ВВП. Авторы делают вывод о том, что снижение величины потерь из-за инфляции в России при переходе к режиму инфляционного таргетирования является существенным в терминах реального ВВП.

Вторым аспектом воздействия инфляции на финансовый рынок являются инфляционные ожидания инвесторов. Если инфляционные ожидания завышены, то эмитенты, размещающие облигации, могут разместить их с неоправданно высокой доходностью к погашению, что приведет к удорожанию обслуживания долга. Согласно Аналитической записке Банка России, инфляционные ожидания «заякорены», если они не чувствительны к динамике фактической инфляции, не реагируют на изменения

краткосрочных инфляционных ожиданий, подвержены влиянию со стороны центрального банка, не чувствительны к макроэкономическим новостям [6, с. 3]

Заякоренные инфляционные ожидания (сохраняющие неизменность при колебаниях фактической инфляции) дают возможность центральному банку проводить гибкую макропруденциальную политику, позволяющую гасить ценовые шоки в среднесрочной перспективе, снижая продолжительность их действия. Поэтому политика таргетирования инфляции, осуществляющаяся Банком России с 2015 года, в том числе, направлена на обеспечение устойчивых низких инфляционных ожиданий, поскольку нестабильные инфляционные ожидания негативно влияют на формирование сберегательного поведения инвесторов.

Пока в России имеются признаки незаякоренности инфляционных ожиданий относительно цели Банка России по инфляции. Это высокая степень неоднородности ожиданий (табл. 3), высокая чувствительность к изменениям фактической инфляции, субъективное восприятие экономическими агентами темпов роста цен, а не базирование их мнения на официальных данных [5, с. 3-4]. По мере снижения и заякоривания инфляционных ожиданий, будут снижаться и риски, что привлечет на финансовый рынок новых участников, в том числе предприятия, для которых размещение облигаций может стать альтернативой банковскому кредитованию.

Таблица 3

Динамика индикаторов инфляционных ожиданий, % [5]

Показатель	Горизонт ожиданий	Июнь 2017 г.	Июнь 2018 г.	Апрель 2019 г.	Май 2019 г.	Июнь 2019 г.
Инфляционные ожидания населения (медиана, ожидаемая инфляция)	Следующие 12 месяцев	10,3	9,8	9,4	9,3	9,4
Расчеты Банка России	Следующие 12 месяцев	4,0	2,6	5,5	5,5	5,0
Инфляционные ожидания аналитических агентств:						
Блумберг	IV кв. 2019 г.	-	4,0	4,5	4,5	-
Интерфакс	декабрь 2019 г.	-	4,1	4,5	4,5	-
Рейтер	декабрь 2019 г.	-	4,0	4,8	4,6	-
Оценки инфляционных ожиданий предприятий	Следующие 3 месяца	8,6	10,3	9,9	9,5	10,2

Заключение

Подводя итог рассмотрению проблемы, можно отметить, что происходит накопление положительного опыта практической реализации ключевых направлений развития финансового рынка, находящихся между собой в тесной взаимосвязи. Большую роль в развитии финансового рынка играет развитие его участниками цифровых технологий по модернизации инфраструктуры рынка, инициатором которых чего регулятор рынка – Банк России. Прочной основой развития финансового рынка является финансовая стабильность, которая достигается усилиями Банка России, реализующего политику таргетирования инфляции и успешно использующего инструментарий макропруденциального регулирования. Можно согласиться с выводом, что дальнейшая работа участников финансового рынка во взаимодействии с Банком России окажет положительное влияние на развитие всех его секторов, обеспечит доступность финансовых услуг и укрепит доверие среди инвесторов.

ЛИТЕРАТУРА

1. Аналитический доклад Банка России при участии ФАС России к XXVII Международному финансовому конгрессу. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41186/20180607_report.pdf (дата обращения 06.07.2019).
2. Взаимосвязи финансовой доступности, финансовой стабильности и экономического роста: обзор публикаций. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/44100/publ_15022018.pdf (дата обращения 06.07.2019).

3. Внешние шоки для экономики и денежно-кредитной системы России и Беларуси: последствия и пути преодоления / отв. ред. В.К. Бурлачков, М.Ю. Головнин. М.: ИЭ РАН, 2014. 194 с.
4. *Дементьев В.Е.* Доверие – фактор функционирования и развития современной рыночной экономики // Российский экономический журнал. 2004. № 8. С. 46-65.
5. Инфляционные ожидания и потребительские настроения. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/20002/Infl_exp_19-06.pdf (дата обращения 06.07.2019).
6. *Карлова Н., Пузанова Е., Богачева И., Морозов А.* Природа инфляционных ожиданий предприятий: результаты опроса. Аналитическая записка. Февраль 2019. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/62914/analytic_note_190215_dip.pdf (дата обращения 06.07.2019).
7. Краткая презентация по мерам поддержки. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://naufor.ru/tree.asp?n=16810> (дата обращения 06.07.2019).
8. На Московской бирже обсудили новые возможности для эмитентов МСП. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.moex.com/n23345> (дата обращения 06.07.2019).
9. Международный финансовый конгресс. Панельная сессия III Конкуренция на финансовом рынке: препятствия и решения. Санкт-Петербург 6–8 июня 2018 года. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.ib-congress.com/upload/iblock/231/231c7827d9562859c19161e61c9cdb55.pdf> (дата обращения 06.07.2019).
10. Московская биржа. Годовой отчет. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://report2018.moex.com/ru/30/20/10> (дата обращения 06.07.2019).
11. *Некипелов А.Д.* Денежно-кредитная политика России и мировой экономической кризис / В кн. Стратегия и тактика денежно-кредитной политики России и Украины и мировой экономической кризис / под ред. А.Д. Некипелова, М.Ю. Головнина. М.: Институт экономики РАН, 2010.
12. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/content/document/file/71220/main_directions.pdf (дата обращения 06.07.2019).
13. Последствия европейского долгового кризиса для экономики России / под ред. М.Ю. Головнина. М.: Институт экономики РАН, 2013. 66 с.
14. Выгоды и издержки инфляционного таргетирования в России / П.В. Трунин, А.В. Божечкова, Е.Л. Горюнов, А.М. Киюцевская, Е.В. Синельникова-Мурылева. М.: Издательский дом «Дело», 2019. 60 с.
15. Федеральный закон от 03.08.2018 г. № 322-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» и отдельные законодательные акты Российской Федерации».
16. Elements of Effective Macroprudential Policies – Lessons from International Experience, International Monetary Fund, Financial Stability Board, Bank for International Settlements, 2016. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.bis.org/publ/othp26.pdf> (дата обращения 06.07.2019).

Панфилова О.В.

РИСКИ ПРЕКРАЩЕНИЯ ВОСПРОИЗВОДСТВА КАПИТАЛА В ИНВЕСТИЦИОННОМ ПРОЦЕССЕ

Аннотация. В статье дана классификация издержек прекращения воспроизводственного цикла в сопряженности с инвестиционным процессом в национальной экономике. Выявлены последствия прекращения воспроизводственного цикла для инвестиционного процесса национальной экономики. Сформулировано влияние на агрегаты воспроизводственного цикла в инвестиционном процессе.

Ключевые слова. Издержки, инвестиционный процесс, национальная экономика, капитал, риски.

Panfilova O.V.

RISKS OF CAPITAL REPRODUCTION TERMINATION IN THE INVESTMENT PROCESS

Abstract. The article provides a classification of the costs of termination of the reproductive cycle in conjunction with the investment process in the national economy. The consequences of the termination of the reproduction cycle for the investment process of the national economy are revealed. The influence on the aggregates of the reproduction cycle in the investment process is formulated.

Keywords. Costs, investment process, national economy, capital, risks.

Результатом и одновременно главной целью процесса инвестирования капитала является его воспроизводство и приращение. Вместе с тем, временная характеристика процесса определяет наличие неопределенности и возможность ее влияния на процесс и на результат, то есть присутствие риска. Необходимо понимать, что причинами неопределенности и, вместе с тем, источниками риска, соответственно, являются:

1) спонтанность природных бедствий, стихийные катаклизмы, которые могут серьезно влиять на результаты человеческой деятельности в процессе воспроизводства капитала, быть источником риска;

2) случайность, которая связана с вероятностным характером многих социально-экономических явлений и технологических процессов. В том числе, многогранность реализации хозяйственных отношений. В результате все приводит к тому, что в одних и тех же условиях сходное событие может иметь различную реализацию и последствия, что определяет невозможность однозначного прогнозирования результата в процессе воспроизводства капитала;

3) наличие противостояний, конфликт интересов в общественно-экономическом развитии, что проявляется в войнах и межнациональных конфликтах, в конкуренции, несовпадении интересов, привносит в экономическую жизнь социума неопределенность, генерирует ситуации, характеризующиеся риском. Это сказывается на воспроизводстве капитала, как фактор, затрудняющий и тормозящий (удлиняющий) цикл воспроизводства или прекращающий его в рамках отдельного воспроизводственного цикла.

ГРНТИ 06.58.01

© Панфилова О.В., 2019

Ольга Вячеславовна Панфилова – кандидат экономических наук, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: 8 (812) 458-97-30. E-mail: dept.kkfob@unecon.ru.

Статья поступила в редакцию 10.07.2019.

На процесс воспроизводства капитала оказывает непосредственное влияние вероятностный характер научно-технического прогресса, который неосуществим без риска, что определено его природой. Результаты могут не полностью повторять имеющийся исторический процесс и могут быть разделены во времени. Кроме того, существование неопределенности обусловлено неполнотой информации об объектах, а также явлениях и процессах, которые задействованы в воспроизводственном цикле, а также связано с изменениями и неполнотой информации, имеющейся для анализа.

Возникновению риска в процессе инвестирования и воспроизводства капитала способствуют ограниченность в возможностях человеческой деятельности; отличия в социально-психологических и культурных устоях и стереотипах поведения; ограничение доступной информации при принятии и реализации решений. Возникновение рисков, в первую очередь, определяется самой сущностью инвестиционной деятельности, как процесса воспроизводства капитала.

Инвестиционная деятельность в реальном секторе экономики сопряжена с определенными действиями, как во внутренней, так и во внешней среде. Действия по реализации процесса для достижения конечной цели – воспроизводства капитала (его сохранения и преумножения), требуют преобразования существующей внешней и внутренней среды. Реакция среды на преобразования влечет за собой вероятность возникновения тех или иных событий, ситуаций и инцидентов. По сути, реакция среды как раз и является источником рисков, которые могут повлиять на результат.

Внешняя и внутренняя среда процесса воспроизводства является источником формирования неопределенности, а неопределенность является источником событий, которые в той или иной степени способны воздействовать на деятельность, отражаясь на результате. В то же время, вне зависимости от того, идентифицированы или не идентифицированы риски по источникам их возникновения, они оказывают свое влияние на результат воспроизводства капитала в инвестиционном процессе, в виде, как минимум, недополученного приращения капитала, как максимум, его полной потери. К объектам влияния рисков относятся: динамика приращения и накопления капитала; рост объемов ВВП; длительность воспроизводственного цикла.

В данном случае целесообразность запуска воспроизводственного цикла, как инвестиционного процесса, или его финансирования необходимо рассматривать в контексте возможных убытков или потерь капитала, сравнивая с потенциальной возможностью воспроизводства и приращения. Практика показывает, что в условиях ограниченности финансового капитала, инвестиционный процесс в национальных экономиках может финансироваться как за счет источников, сформированных внутри экономики, так и из заемных средств, привлекаемых в виде кредитов у международных финансовых организаций, и/или прямых иностранных инвестиций.

Такая ситуация сложилась в результате формирования международных финансовых центров и биржевых механизмов, воспроизводящих капитал простым способом от D к D' , а также мировой торговли. Избыточность финансового капитала в одном месте формирует условия для его перенаправления в виде кредитов, займов и/или прямых инвестиций в целях его сохранения и приращения в реальный сектор экономики, вне зависимости от национальной принадлежности. С другой стороны, недостаток внутреннего капитала для репликации воспроизводственного цикла ведет к прекращению инвестиционной активности и сворачиванию инвестиционного процесса, что, в свою очередь, требует принятия взвешенного решения и выбора между прекращением или продолжением воспроизводственного цикла в рамках национальной экономики.

Мотивацией такого выбора является то, что заторможенный или прекращенный по любым причинам воспроизводственный цикл может явиться не только потерей капитала, но и потребовать дополнительных затрат. Таким образом, объем затрат, связанных с прекращением воспроизводства капитала, это фактор, который необходимо принимать во внимание для принятия взвешенного решения относительно того, продолжать или прекращать цикл воспроизводства, сворачивая инвестиционную активность. Особенно это важно в тех случаях, когда очевидно снижение размера приращения воспроизводимого капитала, то есть доходности вложений в любой форме: $\Delta D = D' - D$.

Издержки прекращения процесса воспроизводства обладают небольшой вариативностью. Зависят они от отрасли и/или особенностей экономики. Могут быть классифицированы, как финансовые и нефинансовые; прямые и косвенные; восполняемые и невосполняемые; издержки на обслуживание заемного капитала [1]. Финансовые издержки прекращения цикла воспроизводства представляют собой самый основной и крупный комплекс затрат, связанный с проведением мероприятий по прекращению

процесса воспроизводства и распадом его агрегатов «рабочая сила» (РС) и «средства производства» (СП), а именно:

- прямые финансовые расходы (затраты капитала) на консервацию и реорганизацию СП (зданий и сооружений и/или затраты на демонтаж и/или перемещение, хранение, утилизацию); налоговые платежи, связанные с вложением в РС и СП на первоначальном этапе воспроизводственного цикла до его остановки;
- расходы социального характера, связанные с высвобождением и перемещением РС;
- платежи финансовым институтам до полного погашения привлеченных для финансирования цикла воспроизводства займов, включая процентные платежи.

Нефинансовые издержки – это, в первую очередь, потеря имиджа. Снижение доверия кредиторов и инвесторов, а также связанные с этим изменения рейтингов, разрешений, отмена постановлений, ставших следствием прекращения воспроизводственного цикла, непосредственно влияющих на инвестиционную активность и направление инвестирования свободных финансовых капиталов. Несмотря на то, что нефинансовые издержки в момент прекращения воспроизводственного цикла не являются финансовыми затратами, в долгосрочном периоде они могут стать причиной дополнительных финансовых вложений, например, таких, как повышенные процентные ставки будущих кредиторов, связанные с ухудшением категории политического и кредитного рейтинга.

Прямые издержки прекращения воспроизводственного цикла – это те затраты, которые осуществляются непосредственно для его прекращения. То есть, это все финансовые затраты, осуществляемые в момент прекращения цикла воспроизводства. К прямым издержкам относятся:

- расходы, связанные с прекращением взаимодействия РС и СП;
- социальные расходы, связанные с высвобождением РС;
- платежи в различные надзорные и фискальные органы (различные пошлины, штрафы, пени, неустойки, связанные с созданными в процессе воспроизводства активов и деятельностью воспроизводственного цикла). Их целью является соблюдение норм и правил, установленных законодательством различных уровней;
- расходы, связанные с консервацией СП-активов, а также восстановлением экологических требований (например рекультивация, переработка и/или захоронение отходов).

Косвенные издержки прекращения цикла воспроизводства – это расходы, которых могло не быть, если бы его не существовало. К таким расходам можно отнести:

- расходы, связанные с приспособлением СП и активов воспроизводственного процесса к использованию в других целях;
- расходы и компенсации, в связи с исчезновением потребности в РС прежней квалификации, необходимой в рамках реализуемого воспроизводственного цикла;
- расходы, связанные с восстановлением имиджа, рейтинга, инвестиционного климата.

Восполняемые издержки. Стоит отметить, что при определенных условиях часть расходов, понесенных в течение воспроизводственного цикла, и даже расходов, понесенных при реализации комплекса мероприятий по прекращению воспроизводственного цикла, могут быть компенсированы в будущих периодах. К таким расходам можно отнести:

- расходы, связанные с консервацией СП, могут быть восполнены в случае переориентации и использования СП в другом более технологичном цикле воспроизводства;
- расходы на социальные нужды, связанные с переквалификацией РС, могут быть также частично или полностью покрыты за счет: результатов применения переквалифицированной РС в качестве интеллектуального капитала, а также за счет удешевления РС в будущих воспроизводственных циклах.

Таким образом, можно сделать вывод, что расходы, связанные с прекращением воспроизводственного цикла, могут быть покрыты или минимизированы за счет вовлечения ресурсов в новый воспроизводственный цикл другого качества. Вместе с тем, такая удачная ситуация может возникнуть только в том случае, если экономика развивается, развиваются технологии и образование, то есть происходит трансформация СП и РС в более высокотехнологичный и интеллектуальный агрегат. В таком случае мы можем рассчитывать не только на компенсацию понесенных капитальных затрат, но и на положительный результат от прекращения одного цикла и начала следующего.

В случае если возникают предпосылки для прекращения воспроизводственного цикла, под влиянием существенных рисков, которые касаются критического изменения параметров РС и СП, таких как: физическое уничтожение СП в результате вооруженных конфликтов и стихийных бедствий; нарушение репликации РС в результате аналогичных событий; увеличение стоимости производственных, трудовых и интеллектуальных ресурсов РС и СП из-за реализации политических, валютных и других рисков, можно с уверенностью сказать, что прекращение воспроизводственного цикла будет связано с полной или частичной потерей капитала. В том случае, если такая потеря капитала не компенсируется в долгосрочном периоде, издержки относятся к категории невосполняемых.

В то же время, начатый воспроизводственный цикл, который позволяет воспроизвести вложенный капитал и обеспечить его приращение $\Delta D = D' - D$, всегда лучше, чем прекращенный цикл с потерей капитала. Вместе с тем, в случае реализации рисков, снижающих $\Delta D = D' - D$ и увеличивающих время цикла, встает вопрос целесообразности его продолжения. В случае, если цикл частично или полностью финансировался за счет заемного капитала, необходимо определение экономической целесообразности его продолжения или прекращения. Особенно с учетом возможности отвечать по обязательствам или генерировать объем D' , достаточный не только для обслуживания, но и для погашения долга.

ЛИТЕРАТУРА

1. Marx K. Capital, Vol. I. 1990.
2. Marx K. Capital, Vol. II. 1992.
3. Lynn D. Managing a Modern Commercial Real Estate Portfolio. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://urbanland.uli.org/development-business/managing-modern-commercial-real-estate-portfolio> (дата обращения 01.06.2019).
4. Pearce J.M. Return on investment for open source scientific hardware development // Science and Public Policy. 2016. Vol. 43. Iss. 2. P. 192-195.
5. Harvey D. The New Imperialism. Oxford: Oxford University Press, 2003.
6. Toporowski J. The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism. Routledge, 2002.
7. Panfilova O., Okrepilov V., Kuzmina S. Globalization impact on consumptions and distribution in society // MATEC Web of Conferences, 2018. P. 01032.
8. Becker G.S. Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis. N.Y.: Columbia University Press for NBER, 1964.
9. Hodgson G. Economic theory and institutions: The Manifesto of modern institutional economic theory. M.: Business, 2003.
10. Kornai J. Resource-Constrained versus Demand-Constrained Systems // Econometrica. 1979. № 47 (4). P. 801-819.
11. Abalkin L. Economic theory to the concept of a long-term strategy // Problems of modern Russia. 2011. P. 39-47.
12. Панфилова О.В. Издержки прекращения инвестиционного проекта // Банковские услуги, 2012. № 6. С. 24-29.

Соловьев А.К.

**ПЕНСИОННАЯ РЕФОРМА: ПРОБЛЕМЫ ДОСТИЖЕНИЯ
ЦЕЛЕВЫХ ОРИЕНТИРОВ**

***Аннотация.** В статье обосновано, что для обеспечения эффективности пенсионной реформы законодательные нормы и весь комплекс реформаторских мер должны быть адаптированы и согласованы с конкретными макроэкономическими параметрами и другими условиями формирования пенсионных прав и реализации государственных пенсионных обязательств. Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.*

***Ключевые слова.** Пенсионная реформа, страховая пенсия, пенсионные права, условия формирования пенсионных прав, реализация государственных пенсионных обязательств.*

Soloviev A.C.

PENSION REFORM: CHALLENGES IN ACHIEVING TARGETS

***Abstract.** The article substantiates that, in order to ensure the effectiveness of pension reform, legislative norms and the whole range of reform measures must be adapted and coordinated with specific macroeconomic parameters and other conditions for the formation of pension rights and the implementation of state pension obligations. The article was prepared based on the results of research carried out at the expense of budget funds according to the state task of the Financial University under the Government of the Russian Federation.*

***Keywords.** Pension reform, insurance pension, pension rights, conditions for the formation of pension rights, the implementation of state pension obligations.*

Введение

Пенсионная реформа в России обусловлена объективными потребностями изменения условий формирования и реализации пенсионных прав всех категорий населения на материальное обеспечение в старости, инвалидности и в случае потери кормильца, т.е. при наступлении страхового случая, установленного законодательством. В нашей стране необходимость – и даже неизбежность – радикальной реформы пенсий обусловлена комплексом факторов: с одной стороны, «внешними» вызовами – глобальными демографическим и экономическим кризисами, а с другой стороны, возрастанием «внутренних» национальных рисков (институциональной трансформацией основ государственной пенсионной системы, сохранившей нерыночные механизмы пенсионных отношений работника с работодателем, а также негативной динамикой ее параметрических характеристик) [2].

ГРНТИ 06.52.17

© Соловьев А.К., 2019

Аркадий Константинович Соловьев – заслуженный экономист России, доктор экономических наук, профессор Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, начальник Департамента актуарных расчетов и стратегического планирования Пенсионного фонда Российской Федерации (г. Москва).

Контактные данные для связи с автором: 119991, г. Москва, ул. Шаболовка, 4 (Russia, Moscow, Shabolovka str., 4). Тел.: +7-495-987-81-45. E-mail: sol26@100.pfr.ru.

Статья поступила в редакцию 05.07.2019.

Целевые ориентиры пенсионной реформы

Пенсия является основным источником доходов пенсионеров, которые в зависимости от наличия и величины трудового стажа и заработка выплачиваются либо из системы обязательного пенсионного страхования (страховые и накопительные пенсии), либо из системы государственного пенсионного обеспечения. Пенсионная реформа, как и любая реформа, начинается с определением целей и формулирования конкретных задач для их достижения. Однако пенсионная реформа в нашей стране, растянувшаяся на три десятилетия и все еще незавершенная, до сих пор не имеет однозначно сформулированных непротиворечивых целевых ориентиров и нормативно установленных экономических механизмов их реализации.

Проблема в том, что государственная пенсионная система России представляет собой объективно сложную (многоукладную, многофакторную, многокомпонентную и многофункциональную) экономическую систему, которая должна одновременно обеспечивать: с одной стороны, финансирование накопленных за все предшествующие периоды обязательств перед работниками, достигшими пенсионного возраста, с другой стороны, формирование страховых пенсионных прав для трудоспособного населения – будущих пенсионеров. Должны быть сохранены в той или иной степени советские пенсионные программы (льготные условия выхода на пенсию для досрочных категорий работников, для целевых групп пенсионеров и др.).

Более того, в целях предотвращения падения уровня жизни в переходный период к рынку продолжается практика внедрения дополнительных льгот отдельным категориям населения (самозанятым гражданам, инновационным сферам деятельности и регионам и др.), которые не обеспечены адекватным объемом страховых пенсионных прав, что в страховой пенсионной системе в итоге приведет к недостатку их прав даже на минимальный уровень страховой пенсии. Другая объективная особенность отечественной пенсионной системы в условиях радикальной реформы заключается в том, что, учитывая продолжительность солидарно-страхового межпоколенческого цикла (период жизни как минимум двух поколений людей – 75-80 лет), пенсионные права застрахованных лиц формируются в одной пенсионной программе, а будут реализовываться – в другой. Надо учитывать, что на столь продолжительном стратегическом периоде резко возрастает негативное влияние на права пенсионеров внешних макроэкономических и демографических рисков, обусловленных глобализацией и цифровизацией рыночных трудовых отношений.

Борьба с бедностью пенсионеров – главная цель пенсионной реформы, основанной на страховых принципах рыночной экономики. Однако, достижение данной цели находится в противоречии с второй целью пенсионной реформы – долгосрочной финансовой устойчивостью, т.е. финансовой обеспеченностью выполнения государственных пенсионных обязательств. Обе указанные цели приняты в правительственной Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы (2012 г.) на период до 2030 года (далее – Стратегия) [3]. При этом для оценки эффективности пенсионной реформы определены количественные параметры, которые позволяют обеспечивать мониторинг уровня достижения целевых ориентиров пенсионной реформы.

Так, в частности, для оценки уровня развития пенсионной системы на основе страховых принципов установлен показатель – коэффициент замещения пенсией утраченного заработка, который определен как размер страховой пенсии в 40% от среднестатистического заработка застрахованного лица за нормативно-установленный период стажа. Расчет такого показателя в прогнозных макроэкономических и демографических условиях наглядно свидетельствует, что даже при полном выполнении данных условий (нормативном стаже и средней зарплате) целевой ориентир Стратегии вместо 40% будет варьировать всего лишь в диапазоне 30,4-32,0%.

Закономерно вытекает вывод, что цель Стратегии по сокращению бедности в прогнозируемых условиях социально-экономического развития страны потребует дополнительных мероприятий как в части совершенствования самой пенсионной системы, так и в части повышения уровня участия государственного бюджета по выполнению своей законодательной функции субсидиарной ответственности за реализацию государственных пенсионных обязательств как перед прошлыми, так и перед будущими пенсионерами в стране.

Для преодоления бедности пенсионеров в Стратегии установлен целевой ориентир пенсионной реформы – достижение к 2030 г. размера страховой пенсии 2,5-3,0 ПМП. Однако в прогнозируемых макроэкономических условиях при действующем пенсионном законодательстве средняя пенсия по

старости составит к заданному сроку, по оценкам, не выше 1,7 ПМП. Для решения поставленной задачи после бюджетно-финансового кризиса 2014-2016 гг. потребовались дополнительные меры как параметрического, так и институционального характера, которые должны были улучшить материальное обеспечение пенсионеров [4]. Ретроспективный анализ показывает, что в период 2000-2012 гг. численность населения с денежными доходами ниже регионального прожиточного минимума и уровень бедности в целом по стране снижались, достигнув в 2012 г. минимума – 15,4 млн чел., что составляет 10,7% всего населения (таблица 1).

Таблица 1

Численность населения с денежными доходами ниже величины прожиточного минимума

Год	Численность населения с денежными доходами ниже величины прожиточного минимума	
	млн чел	в % к общей численности населения
1999	41,6	28,4
2000	42,3	29,0
2001	40,0	27,5
2002	35,6	24,6
2003	29,3	20,3
2004	25,2	17,6
2005	25,4	17,8
2006	21,6	15,2
2007	18,8	13,3
2008	19,0	13,4
2009	18,4	13,0
2010	17,7	12,5
2011	17,9	12,7
2012	15,4	10,7
2013	15,5	10,8
2014	16,1	11,2
2015	19,5	13,3
2016	19,5	13,3
2017	19,4	13,2
2018	18,4	12,6

В расчетах использованы данные о величине прожиточного минимума, определенной на основе методических рекомендаций Минтруда России от 10 ноября 1992 г., а начиная с 2000 г. в расчетах использована величина прожиточного минимума, установленная Правительством Российской Федерации в соответствии с Федеральным законом «О прожиточном минимуме в Российской Федерации» от 24.10.1997 г. № 134-ФЗ. С 2003 г. показатель «Численность населения с денежными доходами ниже величины прожиточного минимума» рассчитывается для численности населения, пересчитанной с учетом итогов переписи 2010 г. В расчетах учтено, что с 2005 г. изменен состав потребительской корзины для определения величины прожиточного минимума, с 2013 г. изменен порядок расчета величины прожиточного минимума (Федеральный закон от 03.12.2012 г. № 233-ФЗ).

В результате, в период 2013-2016 гг. численность бедных и уровень бедности выросли до 19,5 млн чел. и 13,3%. Только в 2018 г. численность бедных относительно сократилась: до 18,9 млн чел. И 12,9% – по старой методике, до 18,4 млн чел. и 12,6% – по новой методике. Такая динамика обусловлена как экономической ситуацией, так и изменениями в методиках расчета показателей денежных доходов населения и прожиточного минимума, определяющих значение числителя формулы расчета уровня бедности, вследствие которых прожиточный минимум рос быстрее среднедушевых денежных доходов (таблица 2).

Следует обратить внимание, что Методика расчета прожиточного минимума (постановление Правительства РФ от 29.01.2013 г. № 560) учитывает нормативы Федеральных законов «О потребитель-

ской корзине в целом по Российской Федерации» (от 03.12.2012 г. № 227-ФЗ) и «О внесении изменений в Федеральный закон «О прожиточном минимуме в Российской Федерации» (от 03.12.2012 г. № 233-ФЗ) по изменению методологии определения потребительской корзины для основных социально-демографических групп населения в субъектах РФ, которая направлена на актуализацию норм потребления продуктов питания и методов оценки расходов на покупку непродовольственных товаров и оплату различных услуг.

Таблица 2

Динамика прожиточного минимума и среднедушевого денежного дохода в России (по данным Росстата)

Год	Среднедушевые денежные доходы населения, руб. / мес.	Прожиточный минимум всего населения, (IV кв. отчетного года), руб. / мес.	Темп роста, %		Разница между темпами роста (Тсдд-Тпм)	ИПЦ,%
			Среднедушевые денежные доходы	Прожиточный минимум		
2002	3 947	1 893				115,1
2003	5 167	2 143	130,9	113,2	17,7	112,0
2004	6 399	2 451	123,8	114,4	9,5	111,7
2005	8 088	3 060	126,4	124,8	1,5	110,9
2006	10 155	3 437	125,6	112,3	13,2	109,0
2007	12 540	4 005	123,5	116,5	7,0	111,9
2008	14 864	4 693	118,5	117,2	1,4	113,3
2009	16 895	5 144	113,7	109,6	4,1	108,8
2010	18 958	5 902	112,2	114,7	-2,5	108,8
2011	20 780	6 209	109,6	105,2	4,4	106,1
2012	23 221	6 705	111,7	108,0	3,8	106,6
2013	25 928	7 326	111,7	109,3	2,4	106,5
2014	27 766	8234	107,1	112,4	-5,3	111,4
2015	30 467	9 452	109,7	114,8	-5,1	112,9
2016	30 747	9 691	100,9	102,5	-1,6	105,4
2017	31 422	9 786	102,2	101,0	1,2	102,5
2018	33 010	10 213	105,1	104,4	0,7	104,3

Актуализированная методика расчета денежных доходов и расходов населения учитывает не только фонд оплаты труда, как это было ранее, но и доходы самозанятых, фермеров и других категорий работников, не охваченных статистической отчетностью организаций. Расчет показателей с использованием новой методики снижает долю ненаблюдаемых доходов. Практически вдвое выросло количество используемых источников информации о доходах населения (с 32 до 59), а число исходных показателей для оценки денежных доходов и расходов населения увеличилось более чем вдвое по всем периодам и уровням статистической разработки [5].

Учитывая, что материальное обеспечение пенсионеров в рыночной экономике отличается от других социально-демографических групп населения, для выработки эффективной политики преодоления бедности пенсионеров, исходным условием является всесторонний анализ причин их бедности и выявление факторов, которые на нее влияют. Также следует установить интегральный критерий и показатели, наиболее объективно характеризующие бедность данной категории населения. В нашей стране материальное обеспечение пенсионеров не ограничивается суммой страховой пенсии, поскольку большинство людей имеют право на дополнительные к страховым – нестраховые – выплаты (на иждивенцев, на условия проживания в неблагоприятных регионах, на оплату коммунальных и транспортных услуг и др.).

Проблема оценки эффективности пенсионной реформы

В российской статистике до сих пор не установлен адекватный показатель эффективности государственного пенсионного обеспечения, в той или иной степени учитывающий уровень бедности пенсионеров. Зачастую для этого используется соотношение среднестатистической пенсии и среднестатистического размера номинальной заработной платы. Очевидно, что в таком сочетании показатель практически не имеет экономического смысла, поскольку, как минимум, не учитывает специфику статучета пенсии и заработной платы в части сопоставимости и соизмеримости, а также не отражает требования для участников государственной системы обязательного пенсионного страхования (ОПС).

В России для оценки относительной бедности используется «солидарный коэффициент замещения», который рассчитывается как соотношение средней пенсии и средней заработной платы в экономике (так называемый солидарный коэффициент замещения) [6]. Рассчитывается данный показатель только для системы ОПС, в которой размер пенсий зависит от предыдущих заработков застрахованного лица. В настоящее время соотношение среднего размера страховой пенсии по старости со среднемесячной номинальной начисленной заработной платой в экономике составляет 35%, а к 2030 г. снижается до 28%. Расчет другой разновидности коэффициента замещения – «индивидуального», который используется как целевой ориентир Стратегии, до сих пор не обеспечен адекватной государственной статистической отчетностью.

Общая численность малоимущего населения (с доходами ниже ПМП РФ) в 2019 г. превысила 20,5 млн чел. (13,8% от численности населения), вернувшись к уровню глобального экономического кризиса 2008-2009 гг. По сравнению с наиболее благополучными 2012-2013 гг. она увеличилась на 4 млн чел. Лица, достигшие пенсионного возраста (мужчины 60 лет и старше, женщины 55 лет и старше), в численности малоимущего населения составляли, соответственно, 3,5% и 8,5%, т.е. 2,34 млн чел. Самый низкий удельный вес в численности малоимущих они составляли в 2013 г. – 2,7% и 7,4% (соответственно, мужчины и женщины).

В начале 2000-х годов численность малоимущего населения в России превышала 40 млн чел. при таком же, как в настоящее время, удельном весе в ней населения пенсионных возрастов. Именно бедность пожилых людей стала главным катализатором пенсионной реформы 2002 года. Но в первые годы реформы ситуация улучшалась крайне медленно. Дифференциация получателей страховых пенсий, численность которых составляет 91,5% от общего количества пенсионеров, состоящих на учете в ПФР, по уровню доходов на протяжении последнего десятилетия остается высокой и стабильной: на 20% самых бедных получателей страховых пенсий приходится 10,8% расходов, на 20% самых обеспеченных – 30,7%, на три средних группы приходится соответственно 16,2%, 19,6% и 22,7% расходов.

Актuarный анализ показывает, что, по причине разнонаправленных ограничений на формирование страховых пенсионных прав, весьма значительное расслоение работающего населения по уровню заработной платы не получает в страховых пенсиях адекватного отражения. Главный фактор нивелирования размеров страховых пенсий – сохранение (и даже увеличение) необоснованного солидарного перераспределения пенсионных прав, вводившиеся в разные годы в целях секвестирования роста финансово-пенсионных обязательств ограничения на объемы учитываемых пенсионных прав и уплачиваемых взносов (ограничение на верхнюю границу дохода, на который начисляются страховые взносы, учитываемые в пенсионных правах, ограничение предельной суммой баллов (работающих пенсионеров, при выборе отчислений на пенсионные накопления и др.), снижение уровня индексации и ее отмена для работающих пенсионеров и т.п.).

Пенсионеры по старости имеют, относительно общей продолжительности жизни, высокий стаж среди получателей страховых пенсий. Кроме того, они – единственная категория, для которой установлены требования по минимальному стажу и объемам пенсионных прав, необходимым для назначения пенсии. К пенсионерам по инвалидности и по случаю потери кормильца подобные требования не применяются. Поэтому уровень их пенсий по старости значительно выше, чем остальных видов страховых пенсий. Законодательство с 2010 г. предусматривает автоматический перевод пенсионеров по инвалидности по достижении пенсионного возраста в категорию по старости, что понизило статистику размеров страховых пенсий по старости.

Так, если средний размер страховой пенсии по старости составил 34,4% средней номинальной начисленной заработной платы в экономике, то 62% пенсионеров по старости получали пенсию в размере, не превышающем средний. При этом, медианный размер страховой пенсии по старости со-

ставляет 97% от среднестатистического. В то же время, у 5,5% пенсионеров по старости размер пенсии не превышает половины среднего размера. К числу таких крайне бедных получателей относятся лица с низким стажем и заработком, у которых размер страховой пенсии (т.е. части пенсии, зависящей от стажа и уплаченных взносов) близок к нулю, а основную часть пенсии составляет фиксированная выплата. Их удельный вес стал расти после снижения в 2002 г. до 5 лет минимального страхового стажа, необходимого для приобретения права на пенсию по старости в системе ОПС.

Федеральный закон «О страховых пенсиях», вступивший в силу с 2015 г., увеличил требования к стажу для назначения пенсии по старости (с постепенным переходом от 5 к 15 годам). Благодаря ему прирост контингента лиц, не заработавших достаточного объема пенсионных прав для получения пенсии по старости, постепенно должен быть остановлен. Уровень абсолютной бедности пенсионеров по старости, исчисленный по соотношению страховой пенсии по старости с ПМП РФ, последние три года снижается: с 14,79% в 2015 г., до 14,22% в 2016 г. и 13,07% в 2018 г. (таблица 3). Однако остается в 2,4 раза выше, чем в наиболее благополучном 2012 г. (5,56%).

Таблица 3

Распределение получателей страховых пенсий по старости по соотношению их пенсий с уровнем с ПМП в целом по России, %

Год	до 0,5	от 0,5 до 1	от 1 до 1,5	от 1,5 до 2	от 2 до 3	от 3
2010	0,00	7,13	15,92	76,95	0,00	0,00
2011	0,00	7,83	15,08	77,10	0,00	0,00
2012	0,00	5,56	11,32	41,71	41,42	0,00
2013	0,00	8,02	21,54	42,93	27,51	0,00
2014	0,00	6,16	16,64	38,01	39,19	0,00
2015	0,01	14,78	23,48	42,62	14,89	4,22
2018	0,01	13,06	33,77	27,95	25,22	0,00

Оценка на основе данных о ПМП. Источник данных – приложение б к форме № 94 (Пенсии)-Краткая.

По федеральным округам удельный вес получателей страховых пенсий по инвалидности с пенсией ниже ПМП региона варьировался на 2015 г. между 35,2% (в Северо-Кавказском федеральном округе) и 63,0% (в Дальневосточном федеральном округе). Размах вариации уровня абсолютной бедности при данном способе ее расчета составлял 27,8 пп. Таким образом, анализ показывает, что бедность получателей страховых пенсий характеризуется следующими показателями:

- пенсии по старости: уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по старости по критерию соотношения с ПМП РФ – 13,07%; уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по старости по критерию соотношения с ПМП региона – 10,7%; уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по старости по критерию соотношения ОСМО с ПМП региона – 8,5%;
- пенсии по инвалидности: уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по инвалидности по критерию соотношения с ПМП РФ – 58,07%; уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по инвалидности по критерию соотношения с ПМП региона – 52,4%; уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по инвалидности по критерию соотношения ОСМО с ПМП региона – 16,5%;
- пенсии по случаю потери кормильца: уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по случаю потери кормильца по критерию соотношения с ПМП РФ – 48,8%; уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по случаю потери кормильца по критерию соотношения с ПМП региона – 47,5%; уровень абсолютной бедности для страховых пенсий по случаю потери кормильца по критерию соотношения ОСМО с ПМП региона – 44,4%.

Относительная бедность получателей страховых пенсий характеризуется следующими показателями:

- солидарный коэффициент замещения по отношению к среднемесячной номинально начисленной заработной плате в экономике для страховых пенсий: по старости – 35,9% (брутто) и 41,2% (нетто); по инвалидности – 22,3% (брутто) и 25,6% (нетто); по случаю потери кормильца – 22,2% (брутто) и 25,6% (нетто);

- число регионов, в которых солидарный коэффициент замещения, рассчитанный по отношению к среднемесячной номинальной начисленной заработной плате в регионе, ниже 30%: для страховых пенсий по старости – в 6 субъектах федерации (гг. Москва и Санкт-Петербург, Ямало-Ненецкий и Чукотский автономные округа, Магаданская и Сахалинская области); для страховых пенсий по инвалидности – в 53; для страховых пенсий по случаю потери кормильца – в 44 субъектах федерации;
- индивидуальный коэффициент замещения для получателя страховой пенсии по старости при нормативном стаже (35 лет) и средней зарплате, равной среднемесячной номинально начисленной зарплате в экономике – 32% (брутто) и 36,8% (нетто). Индивидуальный коэффициент замещения для типового получателя в соответствии с нормами Конвенции МОТ № 102 «О минимальных нормах социального обеспечения»: по старости – 61% (брутто) и 70% (нетто); по инвалидности – 68% (брутто) и 78% (нетто); по случаю потери кормильца – 66% (брутто) и 76% (нетто).

Исследование позволило выявить основные причины бедности получателей страховых пенсий. Прежде всего, это – низкие зарплаты и/или низкий стаж, обусловленный снижением уровня официальной занятости в наиболее трудоспособных возрастах, и низкой продолжительностью занятости в течение года.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Соловьев А.К.* Особенности современного этапа реформирования пенсионной системы / В сб.: Сценарии развития социальной сферы в условиях новых вызовов. М., 2014. С. 264-266.
2. *Иванова М., Балаев А., Гурвич Е.* Повышение пенсионного возраста и рынок труда // Вопросы экономики. 2017. № 3. С. 22-39.
3. Распоряжение Правительства РФ от 25.12.2012 г. № 2524-р «Об утверждении Стратегии долгосрочного развития пенсионной системы Российской Федерации».
4. *Соловьев А.К.* Исследование влияния неформальной занятости на сбалансированность бюджета ПФР и формирование пенсионных прав работника // Проблемы теории и практики управления. 2017. № 10. С. 55-65.
5. Пенсионный возраст: актуарно-статистическое обоснование. М.: Прометей, 2018. 236 с.
6. *Соловьев А.К.* Эконометрический анализ условий повышения пенсионного возраста // Проблемы теории и практики управления. 2017. № 2. С. 47-57.

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ И СТИМУЛИРОВАНИЕ ВНУТРЕННЕГО ИНВЕСТОРА: МЕХАНИЗМ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ

Аннотация. В статье анализируются современные проблемы российского финансового рынка с точки зрения стимулирования внутреннего инвестора в интересах достижения финансовой стабильности и обеспечения экономического роста. Рассматриваются такие вопросы, как взаимосвязь проблем развития финансового рынка с проблемами развития национальной экономики, стратегии развития финансового рынка России с другими направлениями экономической политики. Раскрываются особенности институтов и различных сегментов современного финансового рынка России, вносятся предложения по стимулированию внутреннего инвестиционного спроса.

Ключевые слова. Финансовый рынок, финансовая доступность, банки, МФО.

Abramova M.A., Lunyakov O.V.

FINANCIAL MARKET OF RUSSIA AND PROMOTING A DOMESTIC INVESTOR: MECHANISM OF INTERACTION

Abstract. The article discusses the current problems of the Russian financial market in aspects of stimulating the domestic investor for achieving the financial stability and ensuring the economic growth. Such questions as the interrelation of the problems of financial market development with the problems of the national economy development, the strategy of the financial market development of Russia with other areas of economic policy are considered. The features of institutions and various segments of the modern financial market of Russia are revealed, proposals for stimulating domestic investment demand as well.

Keywords. Financial market, financial accessibility, banks, microfinance organizations.

Введение

В современных условиях макроэкономической и финансовой нестабильности в России, ограниченности или закрытия многих внешних источников финансирования, длительного режима санкций стало очевидным, что обеспечение экономического роста невозможно без доступа субъектов рынка всех отраслей экономики к инструментам российского финансового рынка, как к внутренним источникам финансирования, прежде всего, к инструментам долгового и долевого финансирования, так и к инструментам страхования рисков. Задача стимулирования внутреннего инвестора и создания благоприятных условий для его деятельности на российском финансовом рынке становится первоочередной. Решить указанную задачу без стимулирования развития и внедрения инноваций, как в сфере формирования продуктового ряда субъектов финансового рынка, реализации услуг,

ГРНТИ 06.73.45

© Абрамова М.А., Луняков О.В., 2019

Марина Александровна Абрамова – главный научный сотрудник Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений Финансового университета при Правительстве Российской Федерации (г. Москва).

Олег Владимирович Луняков – директор Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений Финансового университета при Правительстве Российской Федерации (г. Москва).

Контактные данные для связи с авторами (Луняков О.В.): 125993, Москва, Ленинградский пр., 49 (Russia, Moscow, Leningradsky av., 49). Тел.: +7 495 682 50 11. E-mail: OVLunyakov@fa.ru.

Статья поступила в редакцию 10.07.2019.

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета.

так и в области регуляторной деятельности, не представляется сегодня возможным. И это признается на всех уровнях.

Прежде всего, необходимо отметить прилагаемые усилия в решении указанной задачи со стороны государства. Из последних документов 2019 года – законопроект «О защите и поощрении капиталовложений и развитии инвестиционной деятельности в Российской Федерации» [1], который хотя однозначно и констатирует решающую роль капитальных вложений, определяющих развитие реального сектора экономики, но не оставляет без внимания и финансовые условия введения дифференцированных режимов (общий, проектный, территориальный) инвестиционной деятельности.

Свой вклад в поощрение внутренних инвестиций и развитие инноваций на финансовом рынке вносит и Банк России. В частности, действия Банка России, обозначенные в «Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов» [2], нацелены на решение этой задачи. Документ содержит описание конкретных механизмов достижения поставленных целей развития российского финансового рынка как важнейшего сегмента социально-экономической системы. Приоритетными направлениями справедливо определены: формирование доверительной среды, развитие конкуренции на финансовом рынке, поддержание финансовой стабильности, обеспечение доступности финансовых услуг и капитала. Очевидно, что эти направления развития рынка весьма актуальны, имеют стратегический долгосрочный характер и, безусловно, важны для формирования ликвидного, сбалансированного по секторам и эффективно действующего финансового рынка.

Вместе с тем, современное состояние российского финансового рынка, его «архитектура» не дают пока оснований утверждать, что его развитие нацелено на обеспечение реального экономического роста как следствие активной роли внутреннего инвестора. Такой вывод следует из полученных результатов исследования состояния как отдельных институтов, так и сегментов финансового рынка России.

Результаты исследования

Анализ статистических отчетов центральных банков разных стран [3; 4] и международных организаций, таких как Банк международных расчетов и Международный валютный фонд [5; 6], позволил констатировать, что российский финансовый рынок остается пока недостаточно развитым по сравнению с другими странами, даже с теми, которые относятся к группе стран с развивающимися рынками (прежде всего – Китай, Бразилия). На российском финансовом рынке обращается менее 1% глобальных финансовых ресурсов (0,8% – акции и 0,5% – долговые ценные бумаги) и это при том, что доля России в глобальном ВВП (по паритету покупательной способности) – 3,1% (данные за 2018 год) [7].

Следует отметить, что финансовый рынок является неотъемлемой частью национальной экономики как особой социально-экономической системы. Его состояние и развитие во многом определяется общими макроэкономическими факторами. Соответственно, если наблюдается стагнация экономики, выражающаяся в падении темпов роста ВВП (рост ВВП в 2018 году по сравнению с 2017 годом в ценах 2016 года составил немногим более 1%), снижении доли инвестиций в основной капитал в ВВП (2017 год – 21,5%, 2018 год – 20,7%) [8], то это негативно влияет на состояние финансового рынка. Вместе с тем, развитие финансового рынка, ориентированное на стимулирование внутреннего инвестора, может и должно стать драйвером экономического роста.

Справедливой и научно обоснованной считаем позицию Банка России относительно роли финансового рынка. Формируя важные условия для развития экономики, сам по себе он не может быть основным источником устойчивого повышения экономического потенциала. Отсюда следует важность координации разработанных Банком России основных направлений развития финансового рынка с видами государственной экономической политики: денежно-кредитной, бюджетной, налоговой, структурной политикой, нацеленной на решение структурных проблем в рамках согласованной системы государственного стратегического и оперативного планирования. Однако такая координация достигается не сразу.

В настоящее время объективно можно выделить следующие проблемы развития институтов и сегментов российского финансового рынка, которые негативно воздействуют на поведение внутреннего инвестора:

1. Начиная с 2013 года наблюдается стагнация на рынке акций (капитализация национальных компаний остается на уровне 600 млрд долл., что в 10 раз меньше, чем в Китае [7]). При этом, нет се-

резных оснований для формирования ожиданий роста. Сегодня можно констатировать фактически полное прекращение новых публичных выпусков акций (IPO/SPO). За 2018 г. не было ни одного IPO на российском рынке и малозначимый объем SPO;

2. В «Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов» [2] и «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов» [9], среди инструментов финансирования экономики особое внимание уделяется развитию долгового финансирования, а именно – корпоративным облигациям. С одной стороны, рынок корпоративных облигаций показывает восходящую динамику (за 10 лет с 2008 по 2018 гг. его объем вырос в 2,8 раза), однако, по сравнению с другими странами, он является недостаточно развитым (объем рынка долговых ценных бумаг в России в два раза меньше китайского [7]). Кроме того, выпуск облигаций и их дополнительная эмиссия являются довольно дорогой процедурой, доступной и успешно реализуемой лишь крупными публичными компаниями. В качестве исключения можно привести пример выхода на публичный рынок заимствований России Сибирской сети шаурмы «Дядя Дёнер» (в 2019 году компания запустила 50-летнюю программу облигаций для привлечения 300 миллионов рублей) [10];

3. В «Основных направлениях развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов» констатируется низкая активность населения на финансовом рынке при преобладании в структуре сбережений банковских депозитов. Данная взаимосвязь объясняется «исторически низким доверием к небанковским финансовым посредникам из-за деятельности теневых и недобросовестных участников рынка» [2]. Вместе с тем, по нашему мнению, главная причина все же заключается в сложившихся макроэкономических условиях. Реальные располагаемые доходы населения не позволяют их использовать в качестве источника внутренних инвестиций. Так, по данным Росстата, среднемесячная номинальная начисленная заработная плата работников по полному кругу организаций, в целом, по экономике Российской Федерации за первый квартал 2019 года составляет 43 944 руб. Причем средний уровень использования денежных доходов населения России, направляемых на сбережения, составляет около 8%, а основная часть доходов населения (74,9%) расходуется на оплату товаров и услуг текущего потребления [8]. И только 4,4% населения получают более 100 тыс. руб. в месяц [11]. Именно от них и можно ожидать вложений на финансовом рынке. Однако эта доля потенциальных инвесторов демонстрирует консерватизм и осторожность в вопросах диверсификации сбережений, что детерминируется невысоким уровнем доверия к государству в целом, его способности гарантировать сохранность сбережений. С другой стороны, население привыкло хранить свои сбережения в «твердой» валюте. Долларизация российской экономики хоть и снижается постепенно, но, вместе с тем, иностранная валюта остается действенным инструментом для страхования сбережений от возможной волатильности национальной валюты. При двукратном снижении курса рубля за последние 4 года (а за 10 лет – в три раза), эффективность вложений в рублевые финансовые инструменты остается низкой. И в данном случае вновь обостряются вопросы взаимосвязи финансового рынка и экономики, в целом, а также взаимосвязи развития финансового рынка и денежно-кредитной политики, управления государственными финансами. Считаем, что без обеспечения макроэкономической стабильности невозможно нормальное развитие финансового рынка;

4. Особое место в документах и мероприятиях Банка России в настоящее время занимают вопросы повышения финансовой грамотности и финансовой доступности. Отметим, что общее состояние финансовой грамотности и финансовой доступности в России можно охарактеризовать как удовлетворительное. По такому показателю финансовой доступности, как уровень владения счетами (доля взрослого населения в возрасте от 18 лет, имеющего банковские счета), составляет 79,5%. Россия превосходит средние показатели по развивающимся странам и странам с растущими экономиками Центральной Азии и Европы (51,4%), странам с высоким уровнем дохода, не входящим в Организацию экономического сотрудничества и развития (72,8%) [12]. Важным шагом для роста вовлеченности населения в операции на фондовом рынке стало распространение с 2015 года индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), но пока этот сегмент финансового рынка находится на этапе становления и не имеет характера пенсионных сбережений, что определяет его низкий уровень. В частности, только 0,24% взрослого населения имеют ИИСы. Формирование инвестиционных ресурсов, так называемых «длинных» денег, для экономики России невозможно без развития накопительного компонента

пенсионной системы. В этой связи введение и развитие индивидуального пенсионного капитала (ИПК), который является стандартным пенсионным продуктом, основанным на квазидобровольной накопительной компоненте, является обоснованным. В то же самое время, следует учитывать, что попытки развития таких продуктов предпринимались в России и ранее, но успеха не имели. Это обусловлено, в первую очередь, низким уровнем располагаемых доходов граждан, что отмечалось выше;

5. «Банкоцентричность» российского финансового рынка. Следует заметить, что в России на банки, включая Центральный банк, приходится 87% всех активов финансовых институтов. Доля активов банковского сектора в ВВП на 01.01.2019 г. составила 90,8% (92,5% на 01.01.2018г.) [13]. «Банкоцентричность» финансового рынка, первоначально рассматриваемая как его особенность, становится в последнее время проблемой его развития. Следует отметить, что, при абсолютном доминировании банков в структуре финансовых активов, вклад банковского сектора в 2018 году в развитие экономики оказался ниже результата предыдущего года, а вклад иных институтов финансового рынка России не демонстрирует восходящей динамики. Кроме этого, сами банки, в том числе, входящие в ТОП-5 в международных рейтингах, не являются лидерами. Так, ПАО «Сбербанк» в 2018 году в рейтинге GLOBAL-500 занимал 129 место, а по данным на 2019 год – 139 место [14].

Также не может не беспокоить и продолжающееся тенденция сокращения количества банков в России. В традиционных аналитических отчетах Банка России приводится динамика ключевых показателей деятельности участников финансового рынка. И, как правило, основной акцент в таких отчетах делается на сопоставлении достигнутых количественных показателей за прошедший год без должного выявления внутренних причин их изменений на качественном уровне. В частности, арифметическое сравнение фактически достигнутого результата с предшествующим наглядно представлено при рассмотрении причин роста/снижения, например, кредитов по отраслям экономики, видов кредитов, банковских ссуд в рублях и иностранной валюте, межбанковских кредитов, портфелю ценных бумаг и прибыли кредитных организаций. Все эти показатели обычно приводятся лишь в количественном измерении без должного качественного анализа.

Кроме того, полагаем, что для стимулирования инвестиций на финансовом рынке России в условиях доминирования банков необходимо уделять большее внимание кредитному каналу трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Причем, не только в контексте его взаимодействия с процентным каналом и достижением операционной цели денежно-кредитной политики. Хотя формирование предсказуемой динамики процентных ставок, как результат действий центрального банка, обеспечивает внутреннюю макроэкономическую стабильность и – прежде всего – сохранение стабильно низкой инфляции. Для повышения доступности фондирования для широкого круга субъектов экономики важным является не столько развитие рынка корпоративных облигаций, при всей важности и привлекательности данного сегмента, но и доступность кредита для различных секторов экономики, в том числе, для домохозяйств.

Следует отметить, что доля ссуд физическим лицам с просроченными платежами свыше 90 дней в общем объеме ссуд незначительна. С начала 2019 года она даже снизилась с 5,4% в январе 2019 года до 5,1% в мае 2019 г. [15]. Однако российский финансовый рынок в контексте его банкоцентричности, в целом, является недостаточно эффективным для решения структурных проблем развития реального сектора российской экономики. В частности, это касается проблемы наличия дисбаланса между растущей прибылью экономики и низким уровнем инвестиций в капитал и экономический рост. Растущие объемы прибыли банков не направляются в соответствующих пропорциях в инвестиции.

По данным Росстата, в среднем по России, лишь около 10% инвестиций в основной капитал финансируется за счет банковских кредитов [16]. И дело не только в процентной ставке, но и в отсутствии внутреннего стимула у банков для предоставления кредита, в том числе, вследствие жесткого регулирования со стороны Банка России. Политика Центрального банка оправдана тем, что в банковской системе сохраняются пока риски финансовой нестабильности. Доля кредитов, не приносящих доход за вычетом резервов на возможные потери по итогу 3 квартала 2018 года достигала 17% от величины регуляторного капитала. Это может указывать на наличие существенного источника нестабильности банковского сектора, потенциальные потери капитала. По-прежнему, остается тревожным высокий уровень проблемных ссуд.

В целом, деятельность коммерческих банков по кредитованию реального сектора экономики и политика Банка России в контексте ускорения экономического развития, доступности кредита, платности кредитных услуг, также остается без должного анализа и оценки. При сохранении реальных процентных ставок в положительной области в 2017 году наблюдалась достаточно высокая привлекательность рублевых вложений, а рост розничного кредитования (при взвешенном и осторожном подходе банков к выбору заемщиков и направлений кредитования) в значительной мере носил восстановительный характер и, в целом, соответствовал динамике доходов населения.

Отметим, что достижение условий по формированию инвестиционного спроса, достаточного для стимулирования экономического роста, связано с повышением значимости кредитного канала и имплементацией пропорционального регулирования в стимулирующих механизмах. Возможными критериями для введения рычагов и стимулов могут выступать качественные индикаторы, такие как применяемая бизнес-модель банка, размер принимаемых рисков, оцененные в национальных рейтингах. Тем самым, требуется расширение количественных показателей, связанных с размером капитала банка, за счет внедрения качественных индикаторов. Развитие качественного подхода, в частности, к банковскому регулированию, основанного на дифференциации банков в соответствии с профилем принимаемых ими рисков, позволит Центральному банку более эффективно реализовывать механизмы стимулирования, способствовать более активному участию банков в кредитовании экономики, что, в конечном итоге, окажет позитивное воздействие на формирование внутреннего инвестиционного спроса и достижение реального экономического роста.

Несмотря на высокий уровень кредитов, предоставленных кредитными организациями, в общем объеме кредитов экономике, следует отметить и развитие рынка микрофинансирования. Определенным драйвером расширения спроса со стороны малого бизнеса, населения на программы микрофинансирования можно рассматривать наличие упрощенной системы получения заемных средств. Однако уровень финансовой стабильности МФО в Российской Федерации, транспарентность их деятельности и стоимость оказываемых ими финансовых услуг не позволяют на высоком уровне удовлетворить спрос. По итогам 2018 года количество МФО в России сократилось на 269 единиц, на начало 2019 года в реестре Банка России их осталось 2002 единицы. При этом следует отметить, что из них только 1042 имеют опыт работы более трех лет. Вместе с тем, в условиях общего сокращения числа участников рынка микрофинансирования, портфель МФО за 2018 год увеличился на 33%, а объем выданных займов вырос на 20% [13].

Рост рынка микрофинансирования наблюдается во всех сегментах: это и микрозаймы «до зарплаты», и потребительские микрозаймы физическим лицам. Важным фактором для стимулирования внутреннего инвестора является развитие МФО предпринимательского финансирования, т.е. организаций, основным направлением деятельности которых является предоставление займов предприятиям малого и среднего бизнеса. Всего в начале 2018 года малым и средним предприятиям (МСП) займы выдавали 380 из 2271 МФО. Две трети участников микрофинансирования бизнеса составили фонды поддержки предпринимательства, оставшаяся треть – коммерческие МФО, выдающие займы предпринимателям [17].

Подчеркнем, что для стимулирования предпринимательского финансирования для МФО увеличен максимальный размер микрозаймов юридическим лицам до 3 млн руб. В том случае, если МФО специализируется на предоставлении финансовых услуг малому и среднему бизнесу, то при соответствии критериям, указанных в Программе стимулирования кредитования субъектов МСП, организация может получить кредит от уполномоченного банка или Корпорации для целей финансирования МСП. Минимальная сумма кредита – 3 миллиона рублей, ставка по кредиту для малых МФО – до 10,6%, для средних МФО – до 9,6%. Однако это пока не решает проблему развития МФО предпринимательского финансирования. Необходимы льготы в части формирования резервов на возможные потери по займам, введение адекватной оценки кредитоспособности заемщика. В ином случае микрозаймы будут оставаться в зоне факторов риска для финансовой стабильности. Так, за 2018 год объем просроченной задолженности увеличился более чем на 14 млрд руб. Только за январь 2019 года просроченная задолженность на рынке микрофинансирования увеличилась на почти 500 млн руб. [13].

В условиях происходящей диджитализации экономики нельзя не затронуть и вопрос влияния финтех на состояние и перспективы развития финансового рынка России. Диджитализация предполагает

глубокую трансформацию бизнеса на финансовом рынке, подразумевающую использование цифровых технологий для оптимизации бизнес-процессов, повышение качества финансовых услуг, улучшение каналов коммуникации с клиентами. В результате диджитализации изменяющиеся потребности клиентов удовлетворяются на более качественном уровне. Финансовые услуги становятся для экономических агентов более привлекательными, гибкими и удобными, а для бизнеса упрощаются внутренние и внешние коммуникации, происходит автоматизация производства и других внутренних процессов компании. Кроме этого, в настоящее время активно ведутся разработки моделей адаптации к использованию на российском финансовом рынке новейших финансовых технологий (прежде всего, технологии блокчейн, оборота криптовалют, ICO, смарт-контракты и пр.) на основе критического анализа зарубежного опыта их внедрения и практического применения.

В результате, как предполагается, институты финансового рынка будут адаптироваться к новым условиям. Речь идет о полностью цифровых банках, работающих через сеть Интернет без физических отделений, о замещении персонала роботами. Так, Мосбиржа подписала меморандум о создании цифровой платформы «Маркетплейс» с 21 представителем финансового рынка. Платформа должна связать участников рынка и дать возможность удаленно заключать и исполнять договора по различным услугам [18]. Все это, несомненно, меняет архитектуру финансового рынка, но, вместе с тем, и продуцирует дополнительные риски. Прежде всего, повышаются киберугрозы и риски уязвимости в информационной безопасности финансовых организаций, каналов предоставления услуг, которые Банком России рассматриваются в составе операционных рисков. Предполагаем, что эффективное управление такого рода рисками заключается в их выделении в отдельный объект регулирования.

Выводы

Проведенное исследование показывает, что в настоящее время финансовый рынок в России не отличается разнообразием номенклатуры используемых инструментов. Банки, занимая преобладающую долю в финансовых активах на рынке, не демонстрируют должной готовности к реализации своего потенциала на финансовом рынке. Поэтому банковский сектор пока не может характеризоваться как триггер роста экономики, но и не является сдерживающим этот рост сегментом национальной экономики. В нем заложен значительный потенциал экономического развития. Банку России, как мегарегулятору финансового рынка, необходимо корректно и объективно его оценивать, а в регуляторной деятельности способствовать более эффективному и потенциально более безопасному его функционированию.

ЛИТЕРАТУРА

1. О защите и поощрении капиталовложений и развитии инвестиционной деятельности. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://government.ru/news/36139> (дата обращения 25.06.2019).
2. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/finmarket/development/develop/main_directions (дата обращения 25.06.2019).
3. World Federation of Exchanges Database. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics> (дата обращения 25.06.2019).
4. The Global Competitiveness Report 2018. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www3.weforum.org/docs/GCR2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2018.pdf> (дата обращения 25.06.2019).
5. Bank of International Settlements Statistics. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.bis.org> (дата обращения 25.06.2019).
6. IMF World Economic Outlook Database, April 2019.
7. World Federation of Exchanges database. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org> (дата обращения 25.06.2019).
8. Росстат. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://docviewer.yandex.ru/view/19437326> (дата обращения 25.06.2019).
9. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 г. и период 2020 и 2021 годов. [Электронный ресурс]. Режим доступа: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2019\(2020-2021\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2019(2020-2021).pdf) (дата обращения 25.06.2019).
10. Сеть шаурмы из Сибири выпустила облигации на 300 миллионов рублей. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://snob.ru/news/159564> (дата обращения 25.06.2019).

11. РИА «Рейтинг». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://riarating.ru/infografika/20181203/630113417.html> (дата обращения 25.06.2019).
12. Стратегия повышения финансовой доступности в России на период 2018-2020 годов. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/finmarket/development/development_affor/strategy (дата обращения 29.06.2019).
13. Годовой отчет Банка России за 2018 год. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.cbr.ru/publ/god> (дата обращения 29.06.2019).
14. Brand Finance Global 500 2018. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://brandirectory.com/rankings/global-500-2018> (дата обращения 29.06.2019).
15. Информация о рисках кредитования физических лиц в 2019 году. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=bank_system/risk_19.htm&pid=pdko_sub&sid=ITM_60627 (дата обращения 29.06.2019).
16. Абрамова М.А., Игонина Л.Л. Денежно-кредитные факторы активизации внутреннего инвестиционного спроса в российской экономике // Финансы: теория и практика. 2018. Том 22, № 1. С. 128-143.
17. Центробанк узнал у МФО о проблемах при финансировании предпринимателей. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.banki.ru/news/lenta/?id=10565324> (дата обращения 29.06.2019).
18. Мосбиржа создает «Маркетплейс» для удаленного заключения сделок. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cnews.ru/news/top/2018-10-19_mosbirzha_sozdaet_marketplejs_dlya_udalennogo (дата обращения 29.06.2019).

Орлова О.Ю., Котова А.В.

ПРОТИВОДЕЙСТВИЕ НЕЗАКОННОМУ ВЫВОДУ КАПИТАЛА ЗА РУБЕЖ И ОТМЫВАНИЮ ДОХОДОВ, ПОЛУЧЕННЫХ ПРЕСТУПНЫМ ПУТЁМ

Аннотация. В статье приводится краткий анализ проблем оттока капитала и делаются выводы о необходимости принятия мер по предотвращению его бегства. Проанализированы основные способы вывода капитала из России при проведении внешнеэкономической деятельности. Предложены меры по совершенствованию функционирующей сегодня законодательной системы в сфере борьбы с противозаконным выводом капитала из РФ.

Ключевые слова. Отток капитала, экономическая безопасность, теневая экономика, оффшор, вывод капитала за рубеж, незаконное обогащение.

Orlova O.Yu., Kotova A.V.

COUNTERING ILLEGAL WITHDRAWAL OF CAPITAL ABROAD AND LAUNDERING INCOME OBTAINED BY CRIMINAL WAY

Abstract. The article provides a brief analysis of capital flight and comes to a conclusion that the state should undertake measures to restrain this outflow. The article analyses the major ways of capital withdrawal from Russia in the foreign economic activities. The authors suggest taking steps to improve the active legislation regarding the counteraction of illegal export of capital from Russia.

Keywords. Capital flight, economic security, shadow economy, offshore, the withdrawal of capital abroad, illegal enrichment.

Рекомендации Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ) предполагают использование в области борьбы с легализацией (отмыванием) доходов, которые получены преступным путем, и финансовым обеспечением террористической деятельности риск-ориентированного подхода, который, в свою очередь, предполагает осуществление оценки рисков совершения операций (сделок) и дальнейшее размещение ресурсов с учетом результатов такой оценки. При последней оценке рисков совершения операций (сделок) специалисты Группы разработки ФАТФ выявили ряд ключевых и существенных рисков проведения операций (сделок) в кредитно-финансовой области:

- а) реализация фиктивной финансово-экономической деятельности;
- б) реализация переводов безналичных денежных средств в теневой наличный оборот;
- в) противозаконное выведение денежных средств и прочих активов за рубеж;
- г) проведение руководством и специалистами кредитно-финансовых предприятий противоправной деятельности, которая ориентирована на борьбу с интересами таких предприятий и их клиентов, включая организацию сопутствующих факторов для легализации (отмывания) доходов, которые были получены преступным путем.

ГРНТИ 06.56.71

© Орлова О.Ю., Котова А.В., 2019

Ольга Юрьевна Орлова – доктор экономических наук, профессор кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Анна Викторовна Котова – аспирант кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с авторами (Котова А.В.): 194362, Санкт-Петербург, п. Парголово, Заречная ул., 25 (Russia, St. Petersburg, Pargolovo, Zarechnaya str., 25). Тел.: +7 921 747-38-26. E-mail: enotikmy@rambler.ru.

Статья поступила в редакцию 20.07.2019.

В таких условиях основной целью национальной системы борьбы с легализацией (отмыванием) доходов, которые были приобретены преступным путем, и финансовым обеспечением терроризма, выступает рост продуктивности ее функционирования до уровня, где заметно станет обеспечиваться и поддерживаться оперативная уничтожение обнаруженных рисков при совершении операций (сделок). Среди основных факторов, вызывающих отток капитала из РФ, по нашему мнению, следует назвать отсутствие стабильности в экономике и политике, в том числе ухудшающиеся отношения с другими странами-конкурентами (США, Великобритания и т.д.), из которых идет достаточно существенный поток инвестиций.

Действующие санкции и риск наложения новых вынуждают инвесторов выводить свои активы из российских государственных облигаций, способствует этому и дорожающий доллар США. В 2008 году банковская система оказалась в кризисе и многие инвесторы, предприниматели и физлица потеряли в банках огромные денежные средства, что подорвало доверие к российской банковской системе. Сложная налоговая система, бюрократия и слабая правовая защищенность предприятий создают большое давление на бизнес. Предпринимателям проще уйти в «серую» экономику, чем работать в «белой».

Основные последствия вывода денежных средств – это, прежде всего, уменьшение поступления денежных средств в бюджет России. Отсутствие инвестиций извне, а также вывоз денежной массы отечественными бизнесменами приводят к закрытию предприятий, сокращению налоговых поступлений, росту безработицы и уменьшению ассигнований из бюджета, в результате всего этого, на социальные нужды.

Анализу материалов (статистических данных) Банка России показал, что авансовые платежи за импортируемые товары увеличились в 2018 г. на 8% по сравнению с 2017 г., на 1% выросли оплаты за импорт услуг, в то же время наблюдается значительное сокращение переводов по сделкам с ценными бумагами – на 6.1% и по исполнительным документам (ФССП) – на 9% [8]. Произошло это благодаря тесному взаимодействию между ФТС России, ФНС России, Банком России и Росфинмониторингом. Однако, такое сокращение, по нашему мнению, вызвало «переток» финансовых средств в небанковский сектор, что отразилось на росте транзитных операций повышенного риска по безналичной компенсации наличной выручки.

С учетом стремительно выросшего уровня передвижения капиталов и высокого уровня цифровизации финансовых рынков, особенно остро сегодня стоит вопрос аккумуляции и оперативного перетока «горячих денег». Оффшорам отводится наиважнейшее значение в качестве связующих звеньев и мест концентрации «горячих денег». За счет оффшорных зон, у держателей активов есть возможность минимизировать налоговые издержки, следовательно, они могут вкладывать капитал в более рискованные и менее прибыльные проекты [1]. Соответственно расширяется спектр возможностей выбора сфер применения капитала.

Многие эксперты, работающие в сфере экономики, расценивают оффшоры, в первую очередь, в качестве определенной схемы, которая обеспечивает возможности и способы для того, чтобы легализовать (отмыть) так называемые «грязные деньги», а также в качестве средства, помогающего избежать уплаты налогов, другими словами оффшоры – это своего рода «черные дыры экономики» [6]. Можно отметить ряд факторов, которые привлекают предприятия использовать подобные схемы с целью реализации своих преступных целей:

1) конфиденциальность. Сведения о том, кто в результате получает доход в оффшорной организации, урегулированы жесткими нормативно-правовыми актами, предусматривающими в себе пункты о конфиденциальности и банковской тайне. В случае распространения данных, которые содержат в себе банковскую либо коммерческую тайну, в обязательном порядке предполагается наказание в виде уголовной ответственности;

2) финансовая тайна. Ненарушение финансово-экономической тайны поддерживается за счет предоставления гарантий с позиции института номинальных держателей. Другими словами, выявление лица, которое является владельцем фирмы, либо выступает в роли лица, получающего прибыль, не предоставляется возможным, несмотря на возможный процесс судебного расследования или уголовного разбирательства. Это обуславливается тем, что в зонах оффшора существует крайне строгий порядок по защите банковской и коммерческой тайны. В случаях, где наблюдается очевидное несо-

блюдение собственных ограничений секретности и есть весьма ощутимое нарушение законодательной системы иностранного государства, оффшорные компании прекращают свою работу;

3) система валютного контроля. В обязательном порядке в каждой оффшорной зоне должна присутствовать система двойного валютного контроля. Система двойного валютного контроля сформирована на основании отличительных аспектов резидентов в сравнении с нерезидентами, национальной валюты по отношению к иностранной. Существует единое правило, которое заключается в том, что резиденты, в отличие от нерезидентов, испытывают на себе валютный контроль. Тем не менее, важно учитывать, что на нерезидентов распространяется контроль относительно местной валюты. Иностранцы наделены рядом возможностей для организации фирмы в оффшорном государстве для того, чтобы вести бизнес-деятельность. При наличии подобной ситуации, предприятие не испытывает на себе валютный контроль в зоне оффшора;

4) защита собственности от вероятного судебного преследования со стороны кредиторов, родственников, властей и прочих заинтересованных лиц. Так, предприятие, которое зарегистрировано на территории РФ, получив статус неплатежеспособного, прежде всего, станет удовлетворять претензии, которые были предъявлены со стороны кредиторов. Как правило, именно законодательная система выступает гарантом в том, что на оффшорном предприятии будет организована защита собственности от судебного преследования;

5) возможность использовать иностранную банковскую систему. Возможность обращаться к оффшорным компаниям способствует тому, что допускается размещение активов в твердой валюте, в наиболее безопасных банковских структурах, а также в безопасном государстве. Крупные корпорации имеют в своем арсенале ряд связей и могут предоставлять собственным клиентам возможности для открытия счетов в высококлассных банковских структурах за пределами России;

6) к положительным сторонам также относятся облегченные правила регистрации оффшорных предприятий. Для открытия оффшора сегодня нет необходимости в личном присутствии заинтересованного в этом лица. Для того, чтобы совершить процедуру регистрации, можно обратиться к помощи Интернет-сети; в дальнейшем, соответствующий комплект документов на оффшор будет отправлен международной экспресс-почтой вне зависимости от местоположения адресата [5].

На сегодняшний день в России уже образовался достаточно большой альянс бизнесменов, которые при ведении своей деятельности применяют оффшорные схемы. Можно отметить, что данная коммерческая деятельность в итоге выглядит следующим образом – достаточно активно осуществляется размещение валюты (как правило, эти средства получены криминальным путем) на собственные оффшорные счета за пределами РФ посредством заключения поддельных импортных или же экспортных договоров. На сегодняшний день сотрудники таможенной службы выделяют три основные схемы вывода денежных средств:

1. Использование подложных документов – деклараций, товарно-транспортных накладных, внешнеторговых контрактов – по сделкам, которые в реальности никогда не заключались. Раньше серьезной проблемой было получение от участников ВЭД уполномоченными банками поддельных деклараций, но эта проблема была урегулирована (банки стали получать декларации напрямую из ФТС). Взаимодействие с мегарегулятором постоянно совершенствуется, и сейчас информация обо всех сомнительных операциях, в том числе с использованием деклараций на товары, передается через ЦБ в уполномоченные банки по закрытым электронным каналам. Эти же сведения уходят в Росфинмониторинг, который тоже следит за валютными сделками, при этом возможность подачи недостоверной декларации почти ликвидирована;

2. Схема «карусель». Это когда один и тот же товар неоднократно перемещается через таможенную границу. Сначала нерезидент продает его российской компании, которая потом уступает права на него другой фирме. Эта фирма снова вывозит покупку за границу и передает первоначальному поставщику. Так товар может «ездить» туда и обратно несколько раз, и всякий раз за него платят деньги. Схема фиксируется таможней благодаря системе управления рисками, путем досмотра, оценки, экспертизы перемещаемого товара. О подозрительной сделке таможенные органы информируют ЦБ;

3. Создание фирм-однодневок под конкретный контракт. Такая фирма заключает с поставщиком договор и переводит аванс, а потом исчезает. При обнаружении такой схемы участники внешнеэкономической деятельности привлекаются к административной и уголовной ответственности – в зави-

симости от ущерба. Сейчас таможенные органы сначала фиксируют неисполнение обязательств по контракту и только потом могут применять меры к нарушителю. Срок исполнения обязательств по контракту может составлять 5-10 лет, поэтому суммы задолженности по штрафам перед федеральным бюджетом колоссальные. За совершенное нарушение штраф равен 75-100 процентам от суммы выведенных средств, но фирма-однодневка, как правило, не оплачивает его.

Оффшорные схемы, по своей сути, представляют из себя способ легального планирования и минимизации налогообложения организации. Данные схемы созданы на основании сопоставления разных налоговых законодательных систем в мире, обращение к ним дает возможности для существенной экономии средств, позволяет выступать на «переднем крае» международной экономики. Проведенные исследования по оффшорной бизнес-деятельности указывают на то, что большая часть отечественных предпринимателей задается целью создать условия максимальной безопасности для своих активов за счет того, что они размещаются в высоколиквидных зарубежных авуарах, которые способствуют получению регулярной прибыли.

Производя вложения валютных средств в экономику России, эти предприниматели начинают выступать уже в статусе нерезидента, что, в свою очередь, позволяет этой категории представителей бизнеса обращаться ко всем существующим на сегодня преимущественным правам национальной валютной законодательной системы [7]. Ведь оффшорные компании могут вести в России бизнес, используя все возможности, которые предоставляет российское налоговое законодательство иностранным юридическим лицам (более льготный порядок исчисления и уплаты налога на прибыль; льготный порядок исчисления налогооблагаемой базы доходов от аренды имущества; льготы, вытекающие из двусторонних соглашений по устранению двойного налогообложения) [2].

Будущее оффшорного бизнеса и в России, и в мире зависит от баланса интересов тех, кто поддерживает его развитие, и тех, кто выступает против. Получающие налоговые и прочие льготы фирмы, очевидно, заинтересованы в существовании оффшорных зон, благодаря которым они могут более эффективно использовать финансовые ресурсы. Слабые в экономическом отношении регионы, не имеющие выраженных сравнительных преимуществ, обеспечивающих благоприятный инвестиционный климат и, соответственно, приток инвестиций, без сомнения, являются сторонниками развития оффшорного бизнеса и создания оффшорных зон, поскольку это позволяет им аккумулировать финансовые ресурсы.

В поддержку оффшорного бизнеса выступают и небольшие страны, для которых оффшорные услуги являются сферой специализации в мировой экономике. Теряют же от оффшорного бизнеса, прежде всего, те страны и регионы, на территории которых функционируют фирмы, чьи налоговые выплаты концентрируются в оффшорных зонах. Причем зачастую это фирмы богатых стран, с избыточным количеством капитала. Именно они сейчас наиболее активно противодействуют развитию оффшорного бизнеса в мире. Но глобализация как объективный процесс постоянно воспроизводит благоприятные условия для развития оффшорного бизнеса, и рынок оффшорных услуг, по-видимому, будет и в ближайшем будущем играть важную роль в мировой экономике [3].

Основными задачами по противодействию незаконному выводу капитала из РФ и понижению уровня преступной деятельности, которая тесно взаимосвязана с отмыванием доходов, образованных за счет преступных действий, по нашему мнению, на современном этапе выступают:

а) расширение и совершенствование методов определения, тщательного разбирательства и раскрытия преступных деяний, которые имеют непосредственное отношение к легализации (отмыванию) доходов, которые были приобретены за счет преступных действий, посредством коррупции и финансового обеспечения террористической деятельности;

б) модернизация механизмов конфискации и прочих форм изъятия доходов, которые были приобретены преступным путем, у преступников, включая в данную задачу возмещение вреда и урона, которые были причинены противозаконными действиями предприятиям, обществу и государству в целом;

в) развитие и улучшение правоприменительной деятельности по оперативному определению и блокированию (замораживанию) капиталов;

г) развитие и модернизация работы органов, которые несут ответственность за исполнений полномочий в сфере предоставления международной нормативно-правовой помощи по уголовным делам,

работе в условиях международного взаимодействия по предупреждению, пресечению и расследованию преступных деяний в экономической области, включая возврат противозаконных переводов активов из зарубежных стран.

Анализируя сложившуюся ситуацию в российской экономике, мы можем наблюдать всё ещё высокой процент вывода капитала из РФ в связи с привлекательностью использования оффшорных компаний для достижения бизнесом преступных целей. Прежде всего, это связано с их конфиденциальностью, финансовой секретностью, льготным налогообложением и защищённостью. В нашей статье мы рассмотрели наиболее часто используемые преступные схемы при осуществлении внешнеэкономической деятельности, такие как: использование фирм-однодневок, подложных документов и карусельной схемы перемещения товаров через таможенную границу РФ.

Развитие методик выявления, расследования и раскрытия преступлений, связанных с отмытием доходов, полученных преступным путем, по нашему мнению, может дать ощутимый результат в будущем. К сожалению, вовлеченность некоторых специалистов кредитно-финансовых организаций затрудняет выявление новых схем, поскольку изобретаются ещё более хитроумные и хорошо завуалированные транзитные цепочки. Только благодаря тесному взаимодействию между такими структурами власти, как ФТС России, ФНС России, Банк России и Росфинмониторинг, можно наладить эффективный механизм противодействия незаконному выводу капитала за рубеж и отмытию доходов, полученных преступным путём. Обмен информацией, использование современных аналитических систем отслеживания платежей и контрагентов с привлечением «искусственного интеллекта», высокий уровень подготовки кадров может создать действенный заслон на пути к незаконному выводу капитала из РФ.

ЛИТЕРАТУРА

1. Самбурова Е.Н. Оффшорный бизнес в России: черная дыра экономики или инструмент развития // Россия и современный мир. 2000. № 3. С. 65-71.
2. Десять оффшоров подпишут соглашение об обмене данными по налогам // Налоги и бизнес. 2009. № 12 (515).
3. Гуров А.И. Профессиональная преступность: прошлое и современность. М.: Юридическая литература, 2005. 40 с.
4. ФТС России: в 2018 году выявлены нарушения в сфере валютного регулирования на 420 млрд руб. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.customs.ru> (дата обращения 18.04.2019).
5. Хейфец Б. Оффшорные финансовые сети российского бизнеса // Вопросы экономики. 2009. № 1. С. 52-67.
6. Бахарева А.Ю. Влияние статуса оффшорных компаний на нелегальный вывоз капитала из России // Вестник ОГУ. 2010. № 8.
7. Чернявский С.П. Международный оффшорный бизнес и банки. М.: Финансы и статистика, 2002.
8. Структура сомнительных операций в банковском секторе в 2018 г. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://cbr.ru/Collection/Collection/File/15756/2018.pdf> (дата обращения 20.03.2018).

Львова Н.А., Абрамишвили Н.Р.

**ГИПОТЕЗА О ВЛИЯНИИ ОТРАСЛЕВЫХ ЦИКЛОВ
НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ**

***Аннотация.** В статье формулируется и анализируется гипотеза о влиянии отраслевых циклов на инвестиционную активность российских предприятий. Показано, что выдвинутая гипотеза представляет интерес для дальнейших исследований. Однако взятые за ее основу допущения подтверждаются не в полной мере даже на примере пилотной выборки публичных компаний. Таким образом, необходимо уточнение принятых допущений с учетом отраслевой структуры российской экономики и характера инвестиционных процессов.*

***Ключевые слова.** Инвестиционная активность, российские предприятия, отраслевые циклы, секторная ротация.*

Lvova N.A., Abramishvili N.R.

**HYPOTHYSING THE IMPACT OF INDUSTRY CYCLES
ON THE INVESTMENT ACTIVITY OF RUSSIAN ENTERPRISES**

***Abstract.** The article formulates and analyses the hypothesis of the industry cycles influence on the investment activity of Russian enterprises. The proposed hypothesis shows to be of interest for further research. However, the assumptions taken as its basis are not fully confirmed even by the pilot sample of public companies. Therefore, accepted assumptions require clarification regarding the industrial structure of the Russian economy and the character of investment processes.*

***Keywords.** Investment activity, Russian enterprises, industry cycles, sector rotation.*

Введение

Проблема дефицита инвестиций в российской экономике, усиливаемая «инвестиционной близорукостью» бизнеса, не теряет актуальности [7], приобретая в последние годы характер критического вызова. В рамках поиска эффективных механизмов ее преодоления мы обращаемся к отраслевому срезу, формулируя и анализируя гипотезу о влиянии отраслевых циклов на инвестиционную активность российских предприятий. Главной предпосылкой исследования является допущение о наличии экономических циклов, динамика которых зависит от сроков эксплуатации инфраструктуры, производственных или товарно-материальных запасов (долгосрочные циклы Кондратьева, среднесрочные циклы Жюглара, краткосрочные циклы Китчина, соответственно). Несмотря на критику этого традицион-

ГРНТИ 06.73.35

© Львова Н.А., Абрамишвили Н.Р., 2019

Надежда Алексеевна Львова – доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета.

Нели Руслановна Абрамишвили – кандидат экономических наук, доцент кафедры теории кредита и финансового менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета.

Контактные данные для связи с авторами (Львова Н.А.): 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9 (Russia, St. Petersburg, Universitetskaya emb., 7/9). Тел.: +7 812 363-67-76. E-mail: n.lvova@spbu.ru.

Статья поступила в редакцию 28.07.2019.

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 19-010-00198.

ного допущения [5, с. 139-140], эмпирические исследования подтверждают присутствие среднесрочных деловых циклов (англ. – business cycles) средней продолжительностью 6,5 лет [6, с. 69], которые мы и рассмотрим подробнее во взаимосвязи с отраслевыми циклами.

Структура делового цикла может быть представлена по-разному. В российской литературе вслед за Г. Хаберлером [8] принято говорить о четырех фазах: двух для экспансии и двух для рецессии [6, с. 68]. Однако мы будем отталкиваться от пятичастной структуры, которая чаще берется за основу инвестиционного анализа. В этом случае экспансия подразделяется на три фазы, рецессия – на две [12, р. 32]. Таким образом (как и в реальной практике), предполагается, что экономический подъем занимает более длительное время, чем спад. Выявлено, что фазы делового цикла по-разному отражаются на инвестиционной привлекательности компаний из разных отраслей. Поэтому следующей ключевой предпосылкой нашего исследования выступает концепция секторной ротации (sector rotation), позволяющая управлять инвестиционным портфелем с учетом так называемых «отраслевых циклов», которые в данном контексте понимаются как циклические метаморфозы инвестиционной привлекательности отраслей на фоне движения экономики по кривой делового цикла. Стратегия ротации портфеля с учетом отраслевых циклов имеет неоднозначные оценки [12; 13], но ее отдельные положения стали, пожалуй, общепринятыми. К примеру, в теории и практике инвестиционного анализа не вызывает противоречий факт наличия «циклических» и «защитных» отраслей, для которых характерны относительно высокие или низкие бета-коэффициенты [3, с. 284-285].

В целом следует признать, что отраслевая специфика в контексте делового цикла действительно имеет значение в инвестиционном анализе. Однако к этому вопросу принято подходить исключительно с позиции оценки инвестиционной привлекательности: компании каких отраслей привлекательны на тех или иных этапах деловой активности? В нашем исследовании мы попробуем подойти с другой стороны, рассуждая следующим образом: неблагоприятная экономическая конъюнктура для отрасли, которая соответствует фазе спада отраслевого цикла, проявляется в сокращении притока инвестиций (прежде всего, внешних, что наиболее критично для отраслей, компании которых существенно зависят от внешнего финансирования). В этой ситуации компании отрасли начинают испытывать ухудшение финансовой конъюнктуры: временная ценность денежных средств для них повышается, что сокращает доступные инвестиционные возможности.

Гипотеза исследования будет заключаться в том, что отраслевая составляющая инвестиционной активности компаний, определяемая фазой делового цикла, оказывает значимое влияние на динамику инвестиционной активности. В целях уточнения выдвинутой гипотезы в статье мы рассмотрим отраслевые особенности инвестиционной активности в РФ в целом (Раздел 1), отдельно проанализируем инвестиционную активность публичных компаний отдельных отраслей, применяя положения концепции секторной ротации (Раздел 2), а также зададимся вопросом о каналах влияния отраслевых циклов на инвестиционную активность бизнеса (Раздел 3).

1. Отраслевые особенности инвестиционной активности в РФ

Анализ инвестиционной активности российских компаний за период с 2010 по 2016 гг., основанный на анализе данных сборника Росстата «Инвестиции в России – 2017» [4], демонстрирует совокупный номинальный рост инвестиций на 59,96%. При этом инфляция нарастающим итогом за этот же период составила 59,50%. Следовательно, инвестиционная активность в России в целом носит номинальный характер, ограничивая развитие бизнеса. Если анализировать динамику инвестиций по годам, можно отметить, что темпы роста инвестиций на протяжении анализируемого периода почти всегда были положительными, но, если до 2013 г. они составляли от 7% до 21% (причем наблюдалась тенденция к замедлению), то с 2015 г. – снизились до уровня 0,04-5%. В отраслевом разрезе основная доля инвестиций в основные фонды приходится на две отрасли: «Транспорт и связь» (причем доля связи незначительна) и «Операции с недвижимым имуществом» – в среднем она составляет 23% и 18%, соответственно; далее следуют «Добыча полезных ископаемых» (15,6%) и «Обрабатывающие производства» (14%). Таким образом, на четыре отрасли в России приходится более 70% всех инвестиций, что говорит о стагнации инвестиционных процессов в большинстве отраслей.

Динамика инвестиций по отраслям также представляется достаточно интересной. В отрасли «Здравоохранение и предоставление социальных услуг» можно наблюдать отрицательную динамику – величина инвестиций за анализируемый период снизилась более чем на 7%. Значительно ниже сред-

него темп роста инвестиций в таких отраслях как «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды», «Предоставление коммунальных услуг» и «Транспорт и связь» (15%, 16% и 17%, соответственно). Таким образом, можно видеть, что в числе аутсайдеров по темпам роста инвестиций в основной капитал представлены социально значимые отрасли, что, вероятно, объясняется сложившимися приоритетами экономического развития и ставит под сомнение выдвинутую гипотезу. Во всяком случае следует задаться принципиальным вопросом о возможности ее проверки на основе существующих исследований с учетом инвестиционных характеристик и отраслевой структуры российской экономики. Так, традиционная характеристика отраслей, используемая в иностранных работах о секторной ротации (см., например, табл. 1), может потребовать переработки в связи с незначительным экономическим вкладом или хронической инвестиционной непривлекательностью ряда отраслей.

Таблица 1

Характеристика отраслей в контексте делового цикла

Фазы делового цикла	Инвестиционно-привлекательные отрасли
Ранняя экспансия	Технологические отрасли: компьютерное программное обеспечение, измерительное и контрольное оборудование, производство компьютеров, электронное оборудование. Транспорт: основные виды транспорта, транспортировка контейнеров
«Средняя» экспансия	Производство основных материалов: добыча драгоценных металлов, химическая промышленность, сталелитейная промышленность, добыча прочих металлов. Основные товары: товары фабричного производства, оборонная отрасль, машиностроение, оборудование для судов и железной дороги, аэростроение, электронное оборудование. Услуги: услуги для бизнеса, услуги населению
Поздняя экспансия	Потребительские продукты: сельское хозяйство, производство пива и ликеров, конфеты и газированные напитки, пищевые продукты, здравоохранение, медицинское оборудование, фармацевтическая отрасль, табачная промышленность. Энергетика: угольная промышленность, бензин и природный газ
Ранняя рецессия	Коммунальные услуги: газ и электричество, телекоммуникационные услуги
Поздняя рецессия	Потребительские циклические отрасли: производство одежды, производство автомобилей и грузовиков, товары для бизнеса, строительство, потребительские товары, развлечения, типографии и издательства, рекреационная отрасль, рестораны, гостиницы и мотели, розничная торговля, резиновые и пластиковые изделия, текстиль, оптовая торговля. Финансовые услуги: банковские услуги, страховые компании, управление недвижимостью, брокерские услуги

Примечание: в исследовании [12] отрасли сгруппированы по первым двум цифрам классификационных кодов американской системы SIC (Standard Industrial Classification), объединены в соответствующие секторы и распределены по фазам делового цикла с учетом инвестиционной привлекательности, которая определяется динамикой отраслевых циклов.

Составлено авторами по [12, p. 29].

Если применение традиционных для развитых стран подходов к анализу отраслевой структуры российской экономики ограничено, актуален поиск альтернатив, которые могут апеллировать к финансовому профилю бизнеса. Например, в качестве предикторов инвестиционной активности, отражающих отраслевую специфику бизнеса, уместно использовать уровень операционного риска (в качестве прокси для него – средний удельный вес амортизируемых активов), а также добавленную рентабельность [11].

В целом уточнение выдвинутой гипотезы требует распределения российских предприятий в четырех «измерениях» (во-первых, по группам инвестиционной привлекательности / активности; во-вторых, в контексте делового / отраслевого цикла), представляя значительный интерес для дальнейших исследований. В первом приближении к решению этого вопроса можно подойти на примере публичных компаний, что в большей степени соответствует концепции секторной ротации, основная сфера применения которой связана с рынком акций. Можно предположить, что, если гипотеза работоспособна для публичных компаний, есть смысл продолжать ее корректировку и тестирование для других субъектов хозяйствования.

2. Инвестиционная активность публичных российских компаний

Проанализируем динамику инвестиционной активности 124 российских публичных компаний за период с 2009 по 2018 гг. Для группировки анализируемых компаний обратимся к традиционной характеристике отраслей в контексте делового цикла (табл. 1). В качестве индикатора инвестиционной активности используем темпы прироста капитальных вложений (Сарех). Разделим компании выборки на 7 групп, предполагая, что пик инвестиционной активности в этих группах будет приходиться на одну из пяти фаз делового цикла (табл. 2).

Таблица 2

Характеристика анализируемой выборки

Номер группы	Отрасль	Количество компаний	Предполагаемый период повышенной инвестиционной активности*
1	Транспорт	7	Ранняя экспансия
2	Машиностроение	18	«Средняя» экспансия
3.1	Нефтегазовая отрасль	18	Поздняя экспансия
3.2	Агропромышленный комплекс (АПК)	10	
4.1	Телекоммуникации	7	Ранняя рецессия
4.2	Электроэнергетика	54	
5	Торговля	10	Поздняя рецессия

*Фаза делового цикла, рекомендуемая для инвестиций в компании отрасли.
Составлено авторами по данным [9].

Динамика инвестиционной активности компаний в исследуемом периоде была, в основном, положительной во всех анализируемых группах. Наиболее резкие инвестиционные всплески наблюдались в группах транспорта, машиностроения и АПК. Преобладающая доля инвестиций приходилась на нефтегазовую отрасль (от 77% до 94% в разные периоды) – капиталовложения за период в данной группе выросли в 6,6 раза (табл. 3).

Таблица 3

Темп прироста капиталовложений по группам компаний по отдельным отраслям, %, 2009-2018 гг.

Номер группы	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	-62	1310	-39	230	-51	5	-25	-1	35	30
2	н/д	н/д	н/д	477	-79	1493	75	-54	129	-2
3.1	24	40	39	24	-48	122	13	7	-1	7
3.2	-45	-56	2965	77	-25	-18	45	-21	94	-26
4.1	27	-31	75	228	-25	6	15	-15	-5	7
4.2	-54	60	116	24	-10	53	33	1	8	5
5	546	26	272	63	64	2	30	16	-3	188

Составлено авторами по данным [9].

Полученные результаты подтверждают, что отраслевая специфика влияет на тренды инвестиционной активности. Так, темпы прироста капиталовложений для разных групп компаний явно неоднородны. Однако гипотеза исследования требует уточнения, поскольку выявленная динамика не в полной мере соответствует ожидаемой последовательности всплесков инвестиционной активности. Для группы компаний транспортной отрасли такой всплеск носит наиболее ожидаемый характер, поскольку приходится на 2010 г., которому соответствует начало подъема экономики. В 2011 г., исходя из выдвинутой гипотезы, следовало бы ожидать всплеска инвестиционной активности в машиностроении, который происходит в условиях бума в 2012 г. и усиливается на волне спада в 2014 г. Одновременно наблюдается оживление инвестиционной активности в нефтегазовой отрасли, что также не соответствует ожиданиям. Резкий прирост капиталовложений в компаниях АПК в 2011 г. несколько

опережает ожидания, как и для компаний телекоммуникационной отрасли в 2012 г. и тем более для электроэнергетических компаний в 2011 г. Инвестиционная активность для компаний ожидаемо повышается в 2008 г. и неожиданно в 2011 г. Любопытно также, что в 2013 г. падают объемы капиталовложений во всех группах компаний выборки, кроме торговли.

Представляется, что дальнейшая корректировка и проверка гипотезы должна осуществляться по четырем направлениям:

- более детального внимания требует структура делового цикла, которая не всегда является полной и оценивается скорее не в годовом, а в квартальном исчислении [1]. Это, в свою очередь, накладывает ограничения на выбор индикаторов инвестиционной активности;
- отдельное обоснование необходимо в отношении оценки инвестиционной активности, которая, очевидно, не ограничивается анализом динамики капиталовложений и может, к примеру, осуществляться на основе агрегированного показателя (индекса инвестиционной активности);
- наряду с основной гипотезой, следует рассмотреть вопрос о запаздывании инвестиционной активности на фоне ожидаемого притока инвестиций, причем лаг запаздывания, вероятно, может зависеть от отрасли;
- для российского рынка акций, который характеризуется повышенной концентрацией, необходима информация о группах компаний, сформированных согласно концепции секторной ротации, ограничена, с чем авторы столкнулись уже на этапе пилотного исследования. Информационные ограничения такого рода должны учитываться при формировании выборки, структура которой, скорее всего, будет не в полной мере соответствовать всем пяти фазам делового цикла. Необходим адаптированный подход, позволяющий получить репрезентативные группы компаний, динамика инвестиционной активности которых должна демонстрировать явные различия как минимум для фаз экспансии и рецессии (например, компании, представляющие циклические и защитные отрасли).

3. Каналы влияния отраслевых циклов на инвестиционную активность предприятий

Анализируя гипотезу влияния отраслевых циклов на инвестиционную активность предприятий, уместно поставить вопрос о каналах данного влияния. По мнению авторов, можно говорить минимум о двух основных каналах, что позволяет сформулировать вспомогательные гипотезы.

Первый канал связан с характерным для отраслевого спада предпочтением ликвидности, которое закономерно сдерживает инвестиционную активность бизнеса. Другими словами, вспомогательная гипотеза исследования может звучать так: значимым фактором инвестиционного поведения компаний является предпочтение ликвидности, которое на определенных этапах делового цикла определяется их отраслевой принадлежностью. Подобная характеристика мезоэкономического кризиса (фаза спада для отрасли) корреспондирует с представлениями о макро- и микроэкономических кризисах.

Так, в кейнсианской и неоклассической литературе макроэкономический кризис ассоциируется с сокращением инвестиций в связи с предпочтением ликвидности, в то же время, дефицит денежных средств является одним из признаков финансового кризиса компании, что коррелирует с повышением стоимости финансирования бизнеса. М. Шоулз объясняет взаимосвязь между предпочтением ликвидности и стоимостью денег следующим образом: ликвидность – это «принятие более низких процентных ставок за безотлагательность», отмечая, что «премией за ликвидность является более высокая доходность для тех, кто готов пожертвовать безотлагательностью» [2, с. 118].

Можно сказать, что кризисная компания не готова пожертвовать безотлагательностью. Если мы согласны с этим утверждением, стоит задаться следующим вопросом о драйверах инвестиционной активности бизнеса с учетом финансовых аспектов жизненного цикла организаций (ЖЦО). Это приводит нас ко второму каналу влияния отраслевых циклов на инвестиционную активность предприятий, который, по-видимому, связан с «возрастной» структурой отраслей.

В этом контексте термин «отраслевой цикл» предстает в несколько ином значении, чем использовалось ранее, – не по отношению к деловому циклу, а в контексте ЖЦО. Идея допущения о данном канале влияния заключается в том, что в отдельных отраслях преобладают более молодые, зрелые или старые компании. Признавая, что для разных этапов жизненного цикла организаций характерен разный уровень инвестиционной активности [10], приходим ко второй вспомогательной гипотезе о том, что отраслевая принадлежность определяет данный уровень благодаря инвестиционному поведению, характерному для компаний заданного корпоративного возраста.

Заключение

Исследование показало, что гипотеза о влиянии отраслевых циклов на инвестиционную активность российских предприятий имеет потенциал для дальнейших исследований. На первоначальном этапе тестирование выдвинутой гипотезы должно быть сосредоточено на публичных компаниях, что в большей степени соответствует концепции секторной ротации, которая была положена в ее основу. Пилотное исследование публичных компаний показало, что вопросы формирования выборки и выбора анализируемых показателей требуют дальнейшей проработки. Отдельное внимание необходимо к допущениям о структуре делового цикла и группировке компаний. Для России формирование выборки компаний для проверки гипотезы проблематично ввиду характерных информационных ограничений. В частности, выборка, структурированная по традиционным для иностранных исследований подходам, является недостаточно репрезентативной. Уместен упрощенный подход, который позволит тестировать гипотезу по укрупненным группам компаний, демонстрирующим явные различия инвестиционной активности для фаз экспансии и рецессии.

При наличии положительных результатов для публичных компаний имеет смысл переходить к тестированию гипотезы по данным о более широкой выборке российских организаций. Предполагается, что уточнение гипотезы потребует распределения анализируемых субъектов в четырех «измерениях»: по группам инвестиционной привлекательности и активности, а также в контексте делового и отраслевого циклов. В дополнение к основной гипотезе, в статье сформулировано две вспомогательные, связанные с феноменом предпочтения ликвидности и возрастной структурой отраслей. Вспомогательные гипотезы ориентированы на выявление каналов влияния отраслевых циклов на инвестиционную активность, коррелируя с концепциями экономических кризисов и жизненного цикла организаций. Таким образом, в данном исследовании мы руководствовались стремлением объединить представления о деловых, отраслевых и корпоративных циклах в единую взаимосвязанную картину, что позволило внести определенный вклад в преодоление разрыва между макро- и микроэкономическими взглядами на природу инвестиционной активности российских предприятий.

ЛИТЕРАТУРА

1. Антонова Д.В., Вымятина Ю.В. Выявление и прогнозирование кредитных циклов в России // Финансы и бизнес. 2017. № 3. С. 3-19.
2. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: эволюция. М.: Альпина Паблишер, 2015. 247 с.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер, 2016. 1316 с.
4. Инвестиции в России 2017. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/regl/b17_56/main.htm (дата обращения 25.03.2019).
5. Ореховский П.А. Реальность: классическая интерпретация (о книге В.Т. Рязанова «(Не)реальный капитализм») // Вопросы теоретической экономики. 2018. № 1. С. 138-145.
6. Покидченко М.Г. Существует ли экономический цикл? // Вопросы теоретической экономики. 2017. № 1. Т. 1. С. 66-73.
7. Розмаинский И. «Инвестиционная близорукость» в посткейнсианской теории и в российской экономике // Вопросы экономики. 2006. № 9. С. 71-82.
8. Хаберлер Г. Процветание и депрессия: теоретический анализ циклических колебаний. Челябинск: Социум, 2005. 474 с.
9. Bloomberg Terminal. Bloomberg, 2019.
10. Ivanov V.V., Lvova N.A., Pokrovskaia N.V. Naumenkova S.V. Determinants of tax incentives for investment activity of enterprises // Journal of Tax Reform. 2018. Vol. 4 (2). P. 125-141.
11. Lvova N., Pokrovskaia N., Abramishvili N., Ivanov V. Developing methodology of monitoring companies' financial stability: abnormal profitability evaluation // Proceedings of the 28th International Business Information Management Association Conference – Vision 2020: Innovation Management, Development Sustainability, and Competitive Economic Growth. IBIMA, 2016. P. 681-688.
12. Stangl J., Jacobsen B., Visaltanachoti N. Sector rotation over business-cycles. Presented at the 20th Australasian Finance and Banking Conference, The University of South Wales, December 13, 2007. P. 1-34.
13. Wyatt J., Kee J. The importance of sector constraints // Journal of Asset Management. 2014. Vol. 15 (1). P. 1-6.

ОЦЕНКА В СИСТЕМЕ БУХГАЛТЕРСКОГО УЧЕТА

Аннотация. В статье рассматриваются факторы, влияющие на современное развитие системы учета. Особое внимание уделено учетной оценке. Сформулированы направления развития теории и практики учета в условиях совершенствования финансовой и нефинансовой отчетности.

Ключевые слова. Нефинансовая отчетность, оценка, система учета, теория учета, финансовая отчетность.

Abdalova E.B.

MEASUREMENT IN ACCOUNTING SYSTEM

Abstract. The article discusses the factors affecting the modern development of the accounting system. Particular attention is paid to accounting measurement. The directions of development of the theory and practice of accounting are formulated taking into account the improvement of financial and non-financial reporting.

Keywords. Non-financial reporting, measurement, accounting system, accounting theory, financial reporting.

Бухгалтерский учет как информационная система обладает многими признаками двойственности, такими как двойная запись, дебет-кредит, актив-пассив и т.д. Двойственность бухгалтерского учета находится в постоянном развитии. Учитывая то, что бухгалтерский учет должен информационно обеспечивать принятие управленческих решений, а среда и условия функционирования хозяйствующих субъектов постоянно изменяются, диалектику совершенствования бухгалтерского учета можно охарактеризовать как параллельное и взаимосвязанное развитие с эволюционирующей экономикой.

Сегодня большое внимание уделяется вопросам цифровой экономики. Необходимо отметить, что именно бухгалтерский учет один из первых «ушел в цифру». Автоматизация отдельных участков учетной работы переросла в создание глобальных комплексных информационных систем для управления деятельностью организации и продолжает развиваться с целью интеграции данных с внешней средой контроля и создания профессионально-общественных доступных информационных ресурсов. Система бухгалтерского учета получает новое развитие своей двойственности. Во-первых, она продолжает развиваться в рамках организации, во-вторых, она строится с учетом развития не только внутренних управленческих систем, но и внешних хозяйственных и государственных систем (налоговый мониторинг, блокчейн и т.д.). Взаимодействие внутренней и внешней среды функционирования компаний является драйвером развития теории и практики учета.

Информация о деятельности хозяйствующих субъектов формируется в основном на основе системных данных бухгалтерского учета. Следовательно, достоверность и прозрачность этих данных во многом определяет качество учетной и отчетной информации, а качество информации является индикатором правильности принятия управленческих решений. Качество информации в учете обеспечива-

ГРНТИ 06.35.35

© Абдалова Е.Б., 2019

Елена Борисовна Абдалова – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры бухгалтерского учета и анализа Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, ул. Садовая, 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: +7 911 766-53-27. E-mail: abdalova.e@unecon.ru.

Статья поступила в редакцию 01.09.2019.

ется соблюдением принципов и критериев признания. Критерии признания можно разделить на две группы.

К первой группе следует отнести признаки «идентификация» и «классификация», а вторую группу составят оценки фактов хозяйственной жизни. Оценка фактов хозяйственной жизни является основным элементом бухгалтерского учета, позволяющим провести квантификацию всех учетных объектов с целью применения к ним универсального измерителя – денежных средств. Я.В. Соколов пишет: «Вне денежной оценки нет и не может быть системы бухгалтерского учета. Благодаря оценке бухгалтеры добиваются невозможного: они складывают деньги, материалы, лицензии, иностранную валюту, основные средства, долги, растраты, хищения, недостачи в одну общую сумму – актив и работают с ней; и все это благодаря единому измерителю: условному и безусловному одновременно» [1, с. 198].

Учет начинался с оценки по фактической стоимости (себестоимость, первоначальная стоимость, историческая стоимость), но очень скоро теоретики и практики осознали, что прошлое не равняется настоящему и будущему. Было создано поле оценок, которое продолжает активно развиваться. Поле оценок бухгалтерского учета включает такие элементы, как справедливая стоимость, амортизируемая стоимость, текущая стоимость, восстановительная стоимость, рыночная стоимость, чистая стоимость реализации, дисконтированная стоимость, ликвидационная стоимость, возмещаемая стоимость и т.д.

Исследованиями вопроса оценки в бухгалтерском учете активно занимались и занимаются ученые и практики в России и за рубежом. Изучение влияния оценки на результаты деятельности хозяйствующего субъекта и финансовые показатели проводятся как в рамках нормативного поля, так и выходят за рамки нормативного поля с целью моделирования дополнительных информационных данных. Необходимо отметить, что учетная оценка, как и любая другая оценка, всегда является субъективной. Субъективность оценки, определяемой в рамках нормативного поля, нивелируется установленными правилами системы нормативного регулирования бухгалтерского учета. Субъективность оценки, определяемой вне рамок нормативного поля, должна быть теоретически обоснована, должна быть доказана ее полезность для принятия управленческих решений.

Следовательно, исследования учетных оценок можно охарактеризовать как разнонаправленные, но общая цель данных исследований состоит в поиске механизмов и видов оценки, позволяющих формировать (создавать) в бухгалтерском учете полезную информацию для различных пользователей с учетом бихеовиристического подхода. Надо понимать, что полезность информации связана с ее понятностью. Информация является понятной тогда, когда ее используют заинтересованные и профессионально подготовленные пользователи.

При исследованиях учетной оценки применяются различные экономические теории, учитываются практики, цели и потребности пользователей учетной информации. Например, К.Н. Лебедев предлагает при развитии методик бухгалтерского учета исходить из экономического принципа А. Смита «максимизация прибыли при минимизации издержек», а не из «идеи точного исчисления стоимости имущества предприятия в бухгалтерском учете или отражения в нем деятельности подразделений предприятия» [3, с. 36], а также полагает, что «методология конкретного вида экономического исследования, в частности счетоведения, не может развиваться путем интроспекции или саморефлексии соответствующей группы исследователей, она может развиваться только как неотъемлемая часть общей методологии научного и практического экономического исследования, основы которой формируются экономической теорией – фундаментальной экономической наукой» [4, с. 442].

Х. Нэш (H. Nash) в книге «Учет будущего» (AFTF, Accounting for the Future: a disciplined approach to a value-added accounting) предлагает модель оценки на основе применения дисконтированной стоимости и изменения в отчетном периоде по данным измерениям [10]. Особый интерес представляют исследования временных матриц учетных оценок Э.О. Эдвардс (E.O. Edwards) и Ф.В. Белл (P.W. Bell) в работе «The Theory and Measurement of Business Income» [9], а также российских ученых Я.В. Соколова и В.Я. Соколова [5-7], содержание этих разработок и их значение для дальнейшего развития теории и практики учета было рассмотрено в совместной статье со С.Н. Карельской «Accounting measurement matrices: subject and values» [8].

Е.А. Гончар, С.С. Скрипачева, на основе риск-ориентированного подхода, для обеспечения инвестиционной привлекательности предлагают методику построения двухмерной финансовой отчетности на основе применения двух оценок: номинальной и справедливой стоимости [1]. Э.С. Дружиловская обобщила и систематизировала направления научных исследований в области учетной оценки и вы-

деляет следующие группы проблем бухгалтерской оценки активов: теоретические проблемы оценки активов в бухгалтерском учете; методические проблемы бухгалтерской оценки активов; практические вопросы оценки активов в бухгалтерском учете; проблемы оценки различных активов в бухгалтерском учете; проблемы определения и использования в бухгалтерском учете различных видов и способов оценки; вопросы формирования оценки активов при их принятии к учету и в последующем учете; история развития требований к оценке активов в бухгалтерском учете; проблемы оценки активов в учете различных организаций; вопросы оценки активов в бухгалтерском учете разных стран; другие вопросы бухгалтерской оценки [2].

На основе сформулированных современных направлений исследований, Э.С. Дружиловской выделены основные области бухгалтерской оценки, как в целом всех активов, так и отдельных: внеоборотных активов; нефинансовых активов; немонетарных активов; материальных активов; нематериальных активов; деловой репутации; как в целом основных средств, так и отдельных их групп (автотранспортные средства, земля и т.д.); материально-производственных запасов (незавершенное производство, материалы, экологически опасные материальные запасы, минерально-сырьевые запасы); готовой продукции; финансовых вложений, дебиторской задолженности; биологических активов; долгосрочных активов, предназначенных для продажи; инвестиционной недвижимости; активов по операционной и финансовой аренде; отложенных налоговых активов; активов с ненаблюдаемыми данными [2]. Сформулированные Э.С. Дружиловской направления и области исследования учетной оценки демонстрируют потенциал научных исследований в финансовом учете.

Всплеск исследований в области учетной оценки в последнее десятилетие был связан с очередным экономическим кризисом и активным развитием и внедрением нефинансовой отчетности. Экономический кризис породил дискуссию о состоятельности применения в финансовой отчетности такой оценки, как справедливая стоимость. Итогом дискуссии явилось принятие отдельного Международного стандарта финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости», надо отметить, что это единственный вид оценки, которому посвящен отдельный стандарт.

В нашей стране с 2000 года под эгидой Российского союза промышленников и предпринимателей ведется работа по стимулированию формирования хозяйствующими субъектами корпоративной нефинансовой отчетности. Российский союз промышленников и предпринимателей ведет Национальный регистр и Библиотеку корпоративной нефинансовой отчетности. Корпоративные нефинансовые отчеты состоят из экологических отчетов, социальных отчетов, отчетов о деятельности в области устойчивого развития, интегрированных и отраслевых отчетов. Развитие корпоративной нефинансовой отчетности является современным мировым трендом.

Два года назад было принято распоряжение Правительства РФ от 5 мая 2017 г. № 876-р «О Концепции развития публичной нефинансовой отчетности и плане мероприятий по ее реализации». Концепция определяет, что формирование нефинансовой отчетности осуществляется корпорациями на добровольной основе и может включать такие отчеты, как отчеты о деятельности в области устойчивого развития, годовые и интегрированные отчеты. Каждый отчет адресован определенным пользователям и призван обеспечить их информационные потребности (как всех групп пользователей, так и отдельных, таких как акционеры, инвесторы). Добровольный порядок формирования нефинансовой отчетности в ближайшее время может быть изменен на обязательный при принятии закона «О публичной нефинансовой отчетности», текст которого сегодня находится на обсуждении.

Развитие форм нефинансовой отчетности приводит к необходимости развития учета, создания новых отчетных показателей, методологии их идентификации и оценки, системы внутреннего и внешнего контроля качества подготовки нефинансовой отчетности, что создаст дополнительные условия для развития теории учетных оценок как финансовой, так и нефинансовой информации. Новое поле исследований оценки, связанное с формированием нефинансовой отчетности, дополняет существующие проблемные области в изучении учетной оценки финансовой отчетности.

Таким образом, изменяющаяся экономика диктует необходимость модификации информационного обеспечения принятия управленческих решений во внутренней и внешней среде функционирования хозяйствующего субъекта. Информационное обеспечение формируется в результате учетной работы в пределах нормативного регулирования и создания учетно-отчетной информации, выходящей за пределы нормативного регулирования с целью удовлетворения информационных потребностей различных групп пользователей.

Следовательно, современная система учета может быть определена как учетно-информационная система взаимодействия хозяйствующего субъекта с внутренней и внешней средой функционирования, а оценка как количественное и качественное измерение экономических выгод в процессе управления в результате взаимодействия хозяйствующего субъекта с внешней и внутренней средой функционирования. Новизна этого определения состоит в том, что предложено ввести не только количественные (денежные), но и качественные измерители, например, рейтинговые, которые сегодня применяются для сопоставления деятельности отдельных хозяйствующих субъектов.

Для дальнейшего развития теории и практики учетной оценки, учитывая ее значение при создании отчетной информации (финансовой и нефинансовой), а также необходимость обобщения и систематизации накопленных знаний, предлагается создать отдельное направление под названием «оценковедение». Оценковедение можно определить, как область знаний об измерении фактов хозяйственной жизни и показателей финансовой и нефинансовой отчетности. Оценковедение будет накапливать и развивать терминологический аппарат, изучать взаимосвязь учетных принципов и категории оценки, исследовать виды оценки, выделять классификационные признаки и группы оценки, совершенствовать матрицы учетной оценки, моделировать новые виды оценки, строить информационные пирамиды оценки и факторные модели, влияющие на величину оценки, и т.д.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гончар Е.А., Скрипачева С.С. Оценка активов, обязательств и капитала в системе формирования двухмерной финансовой отчетности на основе риск-ориентированного подхода // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». 2018. Т. 12, № 2. С. 114-122.
2. Дружиловская Э.С. Проблемы бухгалтерской оценки активов в трудах современных ученых // Международный бухгалтерский учет. 2015. № 48 (390). С. 36-56.
3. Лебедев К.Н. В какую сторону движется стоимость и экономический принцип в деятельности по бухгалтерскому учету // Международный бухгалтерский учет. 2016. № 20. С. 24-40.
4. Лебедев К.Н. «Белые пятна» методологии экономического исследования: метод счетоведения – изгой теории бухгалтерского учета // Международный бухгалтерский учет. 2017. № 20, вып. 8. С. 432-445.
5. Соколов В.Я. Оценки: их виды и значение // Бухгалтерский учет. 1996. № 12. С. 55-59.
6. Соколов Я.В. Основы теории бухгалтерского учета. М.: Финансы и статистика, 2000. 496 с.
7. Соколов Я.В. Бухгалтерский учет как сумма фактов хозяйственной жизни. М.: Магистр; ИНФРА-М, 2010. 224 с.
8. Abdalova E., Karelskaya S. Accounting measurement matrices: subject and values // Proceedings of the 5th International Conference on Accounting, Auditing, and Taxation (ICAAT 2016), p. 1-7.
9. Edwards E.O., Bell P.W. The theory and measurement of business income. New York and London: Garland Publishing, 1995. 131 p.
10. Nash H. AFTF, Accounting for the Future: a disciplined approach to a value-added accounting, 1998. 230 p.

ИНИЦИАТИВНОЕ БЮДЖЕТИРОВАНИЕ НА МЕСТНОМ УРОВНЕ НА ПРИМЕРЕ МУНИЦИПАЛИТЕТОВ САНКТ-ПЕТЕРБУРГА

Аннотация. Особенности организации местного самоуправления в городах федерального значения хорошо известны, в основном они выражаются в весьма ограниченных полномочиях муниципалитетов. Как показывает зарубежный опыт, инициативное бюджетирование на местном уровне призвано стать перспективным направлением для развития местного самоуправления. В статье раскрываются проблемы внедрения инициативного бюджетирования и показаны пути их решения на местном уровне применительно к Санкт-Петербургу. Предложенная модель может быть применена к иным городам-мегаполисам и будет способствовать эффективному информационному и политическому обмену «государство-население», повышению эффективности бюджетных расходов. Статья подготовлена по результатам выполнения магистерской диссертации в рамках конкурса «Студенты-городу».

Ключевые слова. Инициативное бюджетирование, местное самоуправление, общественное участие граждан, бюджетный процесс, города федерального значения.

Evdokimova N.V., Morgunova G.V.

INITIATIVE BUDGETING AT LOCAL LEVEL ON THE EXAMPLE OF ST. PETERSBURG MUNICIPALITIES

Abstract. The features of the organization of local self-government in cities of federal significance are well known, mainly they are expressed in very limited powers of municipalities. As international experience shows, initiative budgeting at the local level is intended to become a promising direction for the development of local self-government. The article reveals the problems of introducing initiative budgeting and shows ways to solve them at the local level in relation to St. Petersburg. The proposed model can be applied to other megacities and will contribute to an effective informational and political exchange "state-population", increasing the efficiency of budget spending. The article was prepared based on the results of the master's thesis in the framework of the contest "Students-City".

Keywords. Initiative budgeting, local self-government, public participation of citizens, budget process, cities of Federal importance.

Местное самоуправление в городах федерального значения имеет ряд особенностей – оно осуществляется на внутригородских территориях, перечень вопросов местного значения определяется законами городов федерального значения [1, ст. 79] и он весьма ограничен (в основном, вопросами благоустройства). Следует заметить, что состав муниципального имущества также определяется законами субъектов РФ. Таким образом, при закрепленном в ст. 5 Конституции РФ [2] равенстве субъектов РФ, на практике наблюдаются существенные различия в реализации местного самоуправления в городах-

ГРНТИ 06.73.15

© Евдокимова Н.В., Морунова Г.В., 2019

Надежда Васильевна Евдокимова – казначей отдела казначейского сопровождения УФК по Санкт-Петербургу.

Галина Владимировна Морунова – кандидат экономических наук, доцент кафедры государственных и муниципальных финансов Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с авторами (Морунова Г.В.): 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: +7 904 637 38 84. E-mail: morunova2009@unecon.ru.

Статья поступила в редакцию 10.07.2019.

мегаполисах и иных субъектах РФ. По существу, в рассматриваемых субъектах РФ имеет место переплетение функций государства и местного самоуправления.

Большие надежды на укрепление местного самоуправления связаны с инициативным бюджетированием. Очевидно, что условия для внедрения инициативного бюджетирования в крупных городах существенно отличаются от небольших поселений, где жители друг друга знают, и местное сообщество имеет понятные структуру и состав. В мегаполисах люди живут в одном муниципальном образовании, работают в другом, детей учат в третьем и т.д., иначе говоря, очень высок «эффект перелива», в связи с чем складывается впечатление о мегаполисе как об едином городском сообществе. Это дает повод говорить о необходимости централизации управления этим единым сообществом на основе реализации принципа единства городского хозяйства, об укрупнении муниципальных образований, оптимизации затрат на содержание органов местного самоуправления (т.к. это – основная доля расходов в муниципалитетах мегаполисов). При этом, на наш взгляд, упускается очень важный вопрос: как обеспечить при этом реальную доступность власти для населения, и, соответственно, насколько эффективно будет происходить информационный (политический) обмен «государство – население».

Инициативное бюджетирование стремительно развивается во многих регионах России уже более 10 лет, а первая практика инициативного бюджетирования в мире была реализована в городе Порту-Алегри в Бразилии в 1989 году [3]. В рамках выполнения работы по конкурсу «Студенты – городу», организованному Комитетом по науке и высшей школе Санкт-Петербурга, по заказу Комитета финансов Санкт-Петербурга нами были изучены лучшие зарубежные и отечественные практики инициативного бюджетирования, определены проблемы внедрения инициативного бюджетирования в мегаполисах и пути их решения, а также предложена модель организации инициативного бюджетирования на местном уровне в Санкт-Петербурге.

Следует отметить, прежде всего, что инициативное бюджетирование является одной из форм общественного участия граждан в решении вопросов местного значения и бюджетном процессе, и таких форм немало (см. таблицу), но не все механизмы их реализации отработаны, нет их четкого регулирования на государственном уровне. По нашему мнению, в широком смысле общественное участие граждан в бюджетном процессе – это вовлечение граждан в решение социально-экономических проблем развития муниципалитета при реализации муниципальных программ путём их участия в управлении местным бюджетом [4].

Общественное участие граждан в бюджетном процессе можно условно разделить на два вида:

- пассивное участие – повышение бюджетной информированности граждан, в том числе о бюджете, муниципальных программах, услугах и т.д. Пассивное участие лежит в основе активного участия, следует предположить, что открытость бюджетных данных способствовала развитию инициативного бюджетирования в России;
- активное участие, когда гражданин непосредственно участвует в некотором проекте либо голосованием по распределению бюджетных средств (общественные слушания, краудсорсинг и т.д.), либо участвует своими средствами – краудфандинг и др. Ключевым фактором здесь является проявление инициативы граждан, отсюда и название – инициативное бюджетирование.

Исходя из конституционно-правового статуса, местное самоуправление является именно тем уровнем, где непосредственно происходит информационный (политический) обмен. Следовательно, развивая местное самоуправление в городах федерального значения и управление муниципальными финансами, как его экономическую основу, государство способствует более эффективному политическому обмену, в результате повышается удовлетворенность населения властью (лояльность). Можно привести много примеров из практики, когда реализуются городские проекты без учета мнения населения, это вызывает недовольство, неудовлетворенность со стороны граждан, в результате – бюджетные деньги израсходованы, а результат гражданам непонятен и не поддерживается ими.

Очевидно, что факторы, которые препятствуют развитию местного самоуправления в городах федерального значения, также являются «вызовами» для внедрения инициативного бюджетирования на муниципальном уровне. К ним относятся: большая территория; многочисленное население; фрагментарность и разнородность сообществ; индивидуализм и низкая мотивированность жителей (трудно организовать обсуждение); ограниченность местных бюджетов; нехватка кадров в муниципалитетах. Наряду с этим, есть и преимущества городов такого масштаба, которые следует использовать как для

развития местного самоуправления, так и для инициативного бюджетирования: экспертные ресурсы (в том числе, высшие учебные заведения); общественные организации и волонтеры; высокая цифровизация и т.д. [9].

Таблица

Сравнение форм общественного участия граждан в решении вопросов местного значения [5-8]

<i>Критерии / формы</i>	<i>Публичные слушания</i>	<i>Самообложение граждан</i>
Направление деятельности	Учет мнения граждан по проектам бюджета муниципального образования	Неналоговые доходы в местные бюджеты, разовый (исключительный) платеж на решение конкретных задач
Внедрение	Обязательно к исполнению	2017 г. – 1687 муниципальных образований, объем – 240 млн руб.
Нормативное правовое регулирование	Федеральный закон от 06.10.2003 № 131-ФЗ (ст. 28)	Бюджетный кодекс РФ. Федеральный закон от 06.10.2003 № 131-ФЗ (ст. 56)
Результат общественного участия граждан	Предложения граждан носят рекомендательный характер	Реализация разового, конкретного проекта
Условия финансирования	Местный бюджет	Средства граждан
Реализация в Санкт-Петербурге	Да	Нет
<i>Критерии / формы</i>	<i>Программа поддержки местных инициатив</i>	<i>Инициативное бюджетирование</i>
Направление деятельности	Реализация приоритетных проектов населения за счет финансирования из бюджетов субъектов РФ, муниципальных бюджетов, софинансирования граждан и бизнеса	Процесс разработки, утверждения и распределения части бюджетных средств муниципального образования в рамках проектного подхода
Внедрение	2017 г. – 9 субъектов РФ	57 субъектов РФ. Более 15 000 проектов. Объем – 14,5 млрд руб.
Нормативное правовое регулирование	Программа Минфина России «Развитие инициативного бюджетирования в Российской Федерации в 2016-2018 годах»	Проект изменений в Бюджетный кодекс РФ
Результат общественного участия граждан	Реализация проекта в результате проведенного конкурса	Реализация проектов граждан, набравших наибольшее количество голосов
Условия финансирования	Региональный, местный бюджет, софинансирование граждан и бизнеса	Региональный и/или местный бюджет, в некоторых случаях – софинансирование граждан
Реализация в Санкт-Петербурге	Нет	Да

В Санкт-Петербурге на внутригородском уровне полномочия органов местного самоуправления слабы (что характерно для городов федерального значения, как было сказано ранее), т.к. в основном исполнительную власть реализуют администрации районов, которые входят в состав городской власти. Видимо, это стало одной из причин того, что в городах федерального значения инициативное бюджетирование развивается «сверху», т.е. сначала на уровне города, а только затем с поддержкой городской власти на муниципальном уровне.

В Санкт-Петербурге с 2016 года реализуется проект инициативного бюджетирования в рамках государственной программы «Создание условий для обеспечения общественного согласия в Санкт-Петербурге». Данный проект, который получил название «Твой бюджет», нацелен на генерирование новых идей по развитию благоустройства территории, открытость и прозрачность бюджета, повышение уровня доверия к власти, увеличение эффективности расходов городского бюджета, повышение качества жизни населения и достижение общественного согласия.

Отметим, что данный проект является примером положительного опыта выделения доли средств бюджета с учетом инициатив граждан и при их прямом участии в принятии решения относительно

выбора объектов расходования средств и последующего контроля за осуществлением принятых решений. Из года в год количество заявок на участие в проекте «Твой бюджет» увеличивается, достигнув в 2019 году рекордной отметки – 7 646. Увеличилась также сумма финансирования проектов в районах: если в предыдущие годы выделялось по 10 млн рублей на район, то в текущем году 6 районов-победителей получают по 15 млн рублей [10]. Однако есть некоторые проблемы, на которые необходимо обратить внимание:

- инициативное бюджетирование осуществляется пока только на уровне города и за счет городского бюджета;
- в силу объективных причин местные бюджеты не софинансируют инициативные проекты, хотя есть положительный опыт других регионов в привлечении средств муниципалитетов от 1% (Сахалинская область) до 10% (Ярославская область);
- нет практики вовлечения средств граждан и бизнеса в инициативное бюджетирование;
- необходимо принятие нормативных актов, закрепляющих инициативное бюджетирование на муниципальном уровне в Санкт-Петербурге;

Еще один важный вопрос – зачастую у муниципалитета нет денег на то, чтобы содержать в дальнейшем созданный в рамках инициативного бюджетирования объект. Тем не менее, считаем, что надо активно вовлекать муниципальные образования города (а их 111) в инициативное бюджетирование. На первом этапе необходима поддержка города, поэтому считаем целесообразным включить муниципалитеты в проект «Твой бюджет» с предоставлением субсидий из регионального бюджета муниципалитетам на реализацию проектных инициатив граждан. Доля софинансирования муниципалитетов при этом должна быть минимальной, или нулевой (что следует закрепить законодательно).

Далее, с развитием практики инициативного бюджетирования, отработкой механизмов на муниципальном уровне, возможно развитие самостоятельных проектов на муниципальном уровне, с привлечением средств граждан и бизнеса. Важно закрепление нормы о том, что муниципальная программа в обязательном порядке должна включать общественное участие граждан в бюджетном процессе, что позволит повысить эффективность управления общественными финансами на муниципальном уровне. Представляется, что в Санкт-Петербурге для развития инициативного бюджетирования на муниципальном уровне необходимо использовать ресурсы, которыми обладают высшие учебные заведения города: коллектив высококвалифицированных специалистов; студенты – волонтеры; инфраструктура для подготовки и переподготовки кадров по инициативному бюджетированию и т.д.

Так, на базе Санкт-Петербургского государственного экономического университета создан Учебно-методический центр по повышению финансовой грамотности и развитию инициативного бюджетирования (далее – УМЦ ФГиРИБ), который, используя научный, методический и творческий потенциал, информационные ресурсы университета, призван стать не только площадкой для повышения финансовой и бюджетной грамотности населения, но и центром по развитию инициативного бюджетирования в регионе.

В целях развития инициативного бюджетирования на муниципальном уровне в Санкт-Петербурге авторами был предложен алгоритм, где все этапы реализации проекта «Твой бюджет» на муниципальном уровне поделены по сферам ответственности между УМЦ ФГиРИБ, администрациями муниципалитетов и Комитетом финансов Санкт-Петербурга (см. рис.). В рамках предлагаемой модели на базе УМЦ ФГиРИБ для распространения практики инициативного бюджетирования на муниципальном уровне предлагаем: организовать повышение квалификации сотрудников органов местного самоуправления по основам инициативного бюджетирования; оказывать консультационную помощь администрациям муниципальных образований в организации инициативного бюджетирования на муниципальном уровне.

При этом необходимо наладить взаимодействие органов местного самоуправления с УМЦ ФГиРИБ: организация граждан – администрация муниципалитетов, обучение и сопровождение – УМЦ ФГиРИБ. Университет также сможет подготовить студентов-волонтеров, которые будут разъяснять информацию гражданам об основах инициативного бюджетирования: как войти в проект; примеры лучшей практики и т.п. Они окажут помощь в сборе идей граждан и оформлении конкурсного предложения.

Ожидаемые результаты от внедрения инициативного бюджетирования на муниципальном уровне в Санкт-Петербурге, как показала зарубежная и отечественная практика многих регионов, это – зна-

чительное повышение доверия граждан к власти (лояльность), при этом улучшается информационный обмен «государство-население», выявляются и решаются социальные проблемы, бюджетные расходы направляются на решение насущных задач, происходит формирование позитивного настроения граждан [11].

В заключение следует отметить, что разработанная нами модель инициативного бюджетирования на местном уровне на примере Санкт-Петербурга имеет универсальный характер и может быть применена в других городах федерального значения – Москве и Севастополе, где также идет поиск лучших моделей инициативного бюджетирования.



Рис. Алгоритм реализации инициативного бюджетирования на муниципальном уровне в Санкт-Петербурге

ЛИТЕРАТУРА

1. Федеральный закон от 6 октября 2003 г. № 131-ФЗ «Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации».
2. Конституция Российской Федерации (принята всенародным голосованием 12.12.1993).
3. Федосов В.А. Общественное участие в бюджетном процессе: зарубежный опыт и российская практика: монография. СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2017. 143 с.
4. Морунова Г.В. Теория, законодательство и практика организации муниципальных финансов в трансформационной экономике. СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2016.
5. Партиципаторное бюджетирование: как привлечь граждан к управлению городом. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://openbudget.sakhmfin.ru/upload/docs/PB_booklet_e.pdf (дата обращения 05.03.2019).
6. Сивинцева О.В., Будник К.В. Партиципаторные инструменты в субъектах РФ: самообложение граждан и инициативное бюджетирование // Финансы. 2018. № 1. С. 96-127.
7. Управление государственными и муниципальными финансами: теория и современная практика / под ред. Н.Г. Ивановой. СПб: Изд-во СПбГЭУ, 2018.
8. Шульга И., Сухова А. Программа поддержки местных инициатив в России: пример лучшей практики инициативного бюджетирования // Муниципальная власть. 2016. № 2-3. С. 8-19.
9. Официальный сайт «Форум общественного участия», 2019. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://iprf.ru> (дата обращения 01.06.2019).
10. Официальный сайт Комитета финансов Санкт-Петербурга. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://fincom.gov.spb.ru> (дата обращения 01.05.2019).
11. Morunova G.V. Participatory budget – a tool for the optimization of municipal costs // New Challenges of Economic and Business Development – 2017: Digital Economy. Abstract of Reports. 2017. P. 357-367.

ОГРАНИЧЕННЫЙ ОБЗОР КАК АЛЬТЕРНАТИВА АУДИТУ ОРГАНИЗАЦИЙ МАЛОГО БИЗНЕСА

Аннотация. Статья посвящена рассмотрению вопроса о необходимости проведения проверок в организациях малого бизнеса и характера таких проверок. В статье рассмотрен ограниченный обзор, его отличия от аудита и сделан вывод о возможности его применения в качестве альтернативы аудиту организаций малого бизнеса. Рассмотрен вопрос разработки единых международных стандартов для проведения проверок в организациях малого бизнеса.

Ключевые слова. Малый бизнес, ограниченный обзор, аудит.

Feneva E.A.

LIMITED REVIEW AS AN ALTERNATIVE TO THE AUDIT OF SMALL ENTITIES

Abstract. The article is considering the question of the need for inspections of small entities and the nature of such inspections. The article discusses the limited review, its differences from the audit and concluded that it can be used as an alternative to audit of small entities. The question of the development of uniform international standards for conducting inspections of small entities was considered.

Keywords. Small business, limited review, audit.

Малые и средние предприятия (МСП) составляют финансовую отчетность по причине требований налоговых органов, необходимости принятия внутренних управленческих решений на ее основе, а также требований иных контрагентов (например, банков) [5, с. 28-29, 37]. В связи с этим, появляется потребность в верификации финансовой отчетности, которая решается посредством проведения аудита. По отношению к пользователям выделяют внутренний и внешний аудит. Последний, в свою очередь, разделяют по отношению к требованиям законодательства на обязательный и инициативный аудит [2, с. 38-39].

МСП отличаются от крупного бизнеса не только размером, но и структурой собственности [6, с. 119-142]. Потребность в аудите в крупных компаниях основана на необходимости получения акционерами независимого мнения относительно результатов деятельности директоров при управлении бизнесом от их имени. В малом бизнесе редко происходит разделение функций руководства и контроля [3, с. 1, 10, 19-22]. Опрос зарубежных МСП говорит о том, что 63% организаций будут продолжать прибегать к услугам аудитора, даже если обязательный аудит будет для них отменен, так как по мнению руководства, выгоды от аудита преобладают над затратами на его проведение. Кроме того, спрос на внешний аудит может быть связан с необходимостью руководства проверить внутренний контроль, чтобы уменьшить вероятность существенной ошибки.

В небольших компаниях вероятность возникновения существенного искажения может быть высокой. В порядке статистической значимости, основными факторами, которые прогнозируют спрос на добровольный аудит, являются: повышение качества информации и обеспечение проверки внутренних записей; образование владельца или руководителя, его профессиональная квалификация; размер

ГРНТИ 06.35.31

© Фенева Е.А., 2019

Екатерина Андреевна Фенева – ассистент кафедры бухгалтерского учета и анализа Санкт-Петербургского государственного экономического университета; консультант ООО «ЭЛПРОС».

Контактные данные для связи с автором: 191024, Санкт-Петербург, Тележная ул., д. 22 (Russia, St. Petersburg, Telezhnaya str., 22). Тел.: 8 (812) 407-18-36. E-mail: if131@ Rambler.ru.

Статья поступила в редакцию 10.07.2019.

оборотов организации; взаимоотношения между владельцами, если компания не является полностью семейным бизнесом [там же].

Проверка организаций малого бизнеса (ОМБ) должна быть соразмерна масштабам бизнеса, поэтому актуальным может быть проведение ограниченного обзора с выражением отрицательного мнения. Практика составления ограниченных обзоров существует в ряде стран, в качестве примера можно привести французскую модель. Институт присяжных бухгалтеров (L'Ordre des experts-comptables, ОЕС) [10] указывает на возможность проведения различных проверок в зависимости от размеров и потребностей организации: аудита, аудита МСП и ограниченного обзора финансовой отчетности (d'examen limité des comptes annuels) (см. табл.).

Таблица

Различия в типах проверок

Тип проверки	Какими организация-ми может применяться	Регулирование	Уровень уверенности	Вид мнения
Аудит финансовой отчетности	Всеми	МСА	Высокий	Положительная форма
Аудит МСП	МСП	МСА	Высокий	Положительная форма
Ограниченный обзор (d'examen limité des comptes annuels)	МСП	Требуется разработка стандарта, основанного на МСА	Средний	Отрицательная форма

Цель ограниченного обзора состоит в том, чтобы позволить аудитору провести в отношении проверяемого объекта не все необходимые для аудита процедуры, а выразить ограниченную уверенность в отношении подтверждаемой годовой (промежуточной или консолидированной) отчетности, составленной по указанным в этой отчетности правилам. Уровень уверенности – меньше, чем уровень уверенности в аудите [11].

При проведении аудита обязательно проведение всех аудиторских процедур для получения надлежащих доказательств. При проведении ограниченного обзора проводятся в основном только аналитические процедуры проверки по существу и опросы, в результате чего «невозможно оценить риск неэффективности внутреннего контроля, инвентаризацию осязаемых активов, получить подтверждение документов, детализированных по операциям, или проверить их. По мнению аудиторов, аналитические процедуры позволяют выявить 27,1% ошибок, прогнозирование и дискуссии – 18,5% ошибок, но при этом аналитические процедуры обходятся дешевле, чем более детализированные процедуры, ориентированные на документы» [1, с. 122-124]. Исходя из указанных цифр, при проведении ограниченного обзора возможно выявить 45,6% всех возможных ошибок.

ОЕС предлагает использование разработанных профессиональных стандартов, основанных на Международных стандартах аудита (МСА, International Standards on Auditing, ISA) при проведении ограниченного обзора. Вопрос с разработкой стандартов, применяемых при аудите ОМБ и ограниченном обзоре, вызывает споры в профессиональном сообществе [12]. Крупные аудиторские фирмы выступают за единый набор стандартов аудита, это означает, что МСА должны использоваться для аудита всех организаций, в том числе и ОМБ. Это позволяет быть уверенным в качестве аудита, повышает уверенность в надежности финансовой отчетности, снижает затраты аудиторских фирм, оказывающих услуги малому и крупному бизнесу из-за отсутствия необходимости разработки двойных методологий и обучения.

С другой стороны, требования к документации становятся более обширными и возникает вопрос, будет ли объективным применение «соразмерного» подхода к аудиту ОМБ и их документации при оценке мнения, высказанного в ходе проведения аудита [4, с. 298-309]. Аудитор, проводящий проверку ОМБ, должен в той же степени разбираться в стандартах, как и аудитор, проводящий проверку крупной организации. Знание стандартов аудита в сочетании с опытом составления правильного профессионального суждения имеет важное значение для эффективности аудита ОМБ. Кроме того, ОМБ готовы платить не только за аудит, но и за бизнес-консультации [13].

Поэтому идея об отдельном наборе аудиторских стандартов для аудита ОМБ регулярно выносится на обсуждение.

В 2015 году Федерацией бухгалтеров Северной Европы (Nordic Federation of Public Accountants, NRF) [8] был предложен проект стандарта аудита малых организаций (standard of audits of smaller entities, SASE). Стандарт аудита малых организаций сопоставим с МСА, но не полностью соответствует ему, в нем используются те же основные принципы аудита [7]. Целью разработки стандарта аудита малых организаций было создание высококачественного, основанного на принципах, отдельного стандарта аудита, специально предназначенного для аудита ОМБ. Стандарт аудита малых организаций построен с использованием основных принципов аудита (получение знаний об аудируемом объекте, выявление аудиторского риска (включая внутренний контроль), определение существенности, сбор достаточных соответствующих аудиторских доказательств и разумной уверенности).

Требования к аудиторской документации в стандарте носят более обобщающий характер, в сравнении с МСА, что не отменяет получения достаточных и надлежащих доказательств, которые должны лечь в основу аудиторского заключения. Стандарт аудита малых организаций делает упор на использование профессионального суждения: аудитор должен учитывать определенные конкретные обстоятельства при разработке аудиторских процедур, а не выполнять набор обязательных процедур. Примеры областей, в которых этот стандарт придает большее значение использованию профессионального суждения: посещаемость при инвентаризации (аудитор самостоятельно определяет, требуется ли его присутствие при инвентаризации или нет); письмо-представление руководства (аудитор оценивает необходимость получения письма-представления для подтверждения определенных вопросов или для подтверждения других аудиторских доказательств, имеющих отношение к финансовой отчетности); признание выручки (вместо этого аудитор должен оценить наличие фактов мошенничества, связанных с признанием выручки).

Стандарт аудита малых организаций предназначен для аудита ОМБ и поэтому не имеет конкретных требований, которые считаются не относящимися к таким организациям [14]. Комитет по международным стандартам аудита и подтверждения достоверности информации (The International Auditing and Assurance Standards Board, IAASB) рассмотрел проект и в ответном письме Федерации бухгалтеров Северной Европы отметил, что предлагаемый проект стандарта аудита малых организаций сильно отличается от МСА, что негативно скажется на качестве аудита, так как проект представляет собой очень краткое изложение требований МСА. Хотя стандарт аудита малых организаций может быть полезным руководством при проведении аудита в малом и среднем бизнесе, он не пригоден к ситуациям, выходящим за рамки базового сценария, и его может даже не хватить для некоторых базовых сценариев.

Это особенно важно в отношении оценки риска и проверок по существу: МСА содержат множество требований, тогда как в проекте стандарта аудита малых организаций это освещается менее чем на двух страницах и в значительной степени рассчитано на использование профессионального суждения [9]. Кроме того, введение нового стандарта аудита, отличного от МСА, и других связанных с ним правил приведет к увеличению затрат и сложности операций практикующих специалистов [7], а также увеличивает неопределенность на рынке, клиенты перестанут понимать, что это за стандарт и для чего он нужен.

Затраты на аудит в ОМБ должны быть сопоставимы с масштабами деятельности организации, поэтому ограниченный обзор может быть адекватной альтернативой аудиту. Проведение ограниченного обзора позволяет владельцу бизнеса получить заключение о том, что нет оснований полагать, что показатели финансовой отчетности имеют существенные искажения. В то же время, проведение ограниченного обзора в сравнении с аудитом, хотя и в некоторой степени снижает достоверность, позволяет сэкономить на затратах на проведение проверки. С этой точки зрения проведение ограниченного обзора может быть интересно не только ОМБ, но также и аудиторским организациям: снижение стоимости услуг может привлечь новых клиентов, проведение полноценного аудита для которых является слишком дорогим и избыточным для их потребностей.

В случае, если в России будет принят проект Федерального закона № 273179-7 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части наделения Банка России полномочиями в сфере аудиторской деятельности)», устанавливающий новые пороговые значения для проведения обязательного аудита, у аудиторских компаний появится недостаток в клиентах. Его мож-

но компенсировать, предложив ОМБ более привлекательную по стоимости услугу ограниченного обзора, как альтернативу аудиту.

Дальнейшие направления исследований по данной тематике могут быть сфокусированы на вопросах практики проведения ограниченного обзора, его достоинствах и недостатках, а также разработке и унификации стандартов, на которых будет основано проведение ограниченного обзора.

ЛИТЕРАТУРА

1. Робертсон Дж. Аудит. М.: KPMG, Аудиторская фирма «Контакт», 1993. 496 с.
2. Шеремет А.Д., Сүйүц В.П. Аудит. М.: Инфра-М, 2017. 375 с.
3. Collis J., Jarvis R., Skerratt L. The demand for the audit in small companies in the UK // Accounting and business research. 2004. № 34 (2). P. 87-100.
4. Fraser P.N. A single set of worldwide auditing standards: The road is long... // International Journal of Disclosure and Governance. 2010. № 7 (4). P. 298-309.
5. Lavigne B. Contribution à l'étude de la genèse des états financiers des PME // Comptabilité-Contrôle-Audit. 2002. № 8 (1). P. 25-44.
6. Pigé B. La gouvernance d'entreprise dans les PME: l'adaptation du profil du dirigeant aux besoins de l'entreprise // Revue internationale PME: Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise. 2002. № 15 (2). P. 119-142.
7. Audit standards for SMEs. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://economia.icaew.com/features/november-2015/audit-standards-for-smes> (дата обращения 10.02.2019).
8. Finnish Section of the Nordic Federation of Public Administration (NAF). [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.nafnet.fi/en> (дата обращения 02.02.2019).
9. IAASB Comments on Nordic Federation of Public Accountants' Proposed Standards on Audits of Small Entities. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.ifac.org/publications-resources/iaasb-comments-nordic-federation-public-accountants-proposed-standards-audits> (дата обращения 10.01.2019).
10. L'Ordre des experts-comptables. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.experts-comptables.fr> (дата обращения 15.02.2019).
11. Mission de présentation des comptes annuels. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://s177724879.online-home.fr/Telechargement/planetepformance/GuideMissionPresentation.pdf> (дата обращения 15.02.2019).
12. Mission d'examen limité des comptes. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.audit-experts.eu/expert-comptable-ce/guide-mission-examen-limite.pdf> (дата обращения 15.02.2019).
13. Référentiel normatif de l'Ordre des experts-comptables. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.paysdeloire.experts-comptables.fr/wp-content/uploads/2017/07/referentiel-normatif-2016-2017.pdf> (дата обращения 15.02.2019).
14. SME Audits: Challenges and Insights. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.ifac.org/global-knowledge-gateway/audit-assurance/discussion/sme-audits-challenges-and-insights> (дата обращения 01.02.2019).
15. Standard for audits of small entities. Draft – June 4th 2015. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.suomentilintarkastajat.fi/content/download/1991/28251/version/1/file/NRF+SASE+Draft+Standard_in+english.pdf (дата обращения 10.01.2019).

Воронов В.С., Давыдов В.Д.

**ГИБРИДНАЯ БАЙЕСОВСКАЯ МОДЕЛЬ ИНЕРЦИОННОГО
ПОРТФЕЛЯ ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫХ АКТИВОВ**

Аннотация. Работа посвящена исследованию проблем риска портфелей интеллектуальных активов. Впервые анализируется эффект инерционности портфелей подобного класса. Показаны перспективы дальнейшего исследования с использованием разработанной авторами байесовской сетевой модели.

Ключевые слова. Байесовская сеть доверия (БСД); инерционное инвестирование интеллектуальный актив; портфель; риск.

Voronov V.S., Davydov V.D.

**HYBRID BAYESIAN MODEL FOR THE MOMENTUM PORTFOLIO
OF INTELLECTUAL ASSETS**

Abstract. The article studies the problems of risk, inherent to the intellectual assets portfolios. The momentum effect in portfolios of comparable class is analyzed at first time. It is shown the prospects of further studies based on Bayesian network model developed by authors.

Keywords. Bayesian network model (BNM); intellectual asset; momentum investments, portfolio; risk.

Риски, связанные с интеллектуальными активами, принципиально являются самыми высокими в экономике. Это объясняется их творческой природой, широким разнообразием и принадлежностью к различным видам деятельности, бизнеса, жанров искусств. В данной работе мы продолжаем исследование проблем финансового риска портфелей интеллектуальных активов, в частности, портфелей цифровых изображений. Портфели подобного типа значительно превышают по объему обычные портфели ценных бумаг. Это связано с особенностями рыночной модели посреднических компаний нового поколения, так называемых агрегаторов интеллектуальных активов. Хорошее представление о таком портфеле дает пример крупной компании-агрегатора Shutterstock Inc., база цифровых изображений которой в середине 2019 г. превысила 270 млн единиц.

В предыдущих работах мы анализировали, во-первых, организационно-финансовые особенности таких компаний, оперирующих активами авторского права, включая модель фотостоков (микрофото-стоков). Во-вторых, для анализа рисков авторского портфеля цифровых изображений нами впервые была применена методология VaR (EaR) [3]. Риск-метрики, разработанные в рамках этой модельной концепции, широко используются для оценки максимальных сумм убытка или дохода по портфелям

ГРНТИ 06.81.23

© Воронов В.С., Давыдов В.Д., 2019

Виктор Степанович Воронов – доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Василий Денисович Давыдов – аспирант кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с авторами (Воронов В.С.): 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: 8 (812) 458-97-30. E-mail: voronov.v@unecon.ru.

Статья поступила в редакцию 10.07.2019.

ценных бумаг. Однако наши исследования показали, что эта методология не позволяет в полной мере учесть специфику экономического оборота интеллектуальных активов. Сложная внутренняя структура портфелей, по сути, не отражается на результатах оценок.

Причина в том, что методология разрабатывалась с учетом специфических рисков финансового рынка и традиционных подходов к оценке стоимости и доходности портфелей финансовых активов, однако доход по портфелю интеллектуальных активов подвержен влиянию совершенно иных факторов риска. Эти факторы являются, безусловно, рыночными, но речь идет о рынке интеллектуальной собственности. Например, спрос на цифровые изображения зависит от их тематики в разрезе категорий портфеля, сезонных колебаний, моды в современном веб-дизайне, издательском и рекламном деле, и даже меняющегося отношения потребителей к фотостокам.

Торговля активами данного класса на сетевых платформах (точнее, продажа лицензий на их использование) также имеет принципиально иной по сравнению с ценными бумагами механизм. Его важнейшей особенностью является то, что один и тот же актив может продаваться многократно, при этом доход от каждой продажи зависит от ряда параметров, связанных с выбором покупателя (например, вид лицензии, размер изображения и др.). Для исследуемого портфеля цифровых изображений этот процесс схематично представлен воронкой продаж на рис. 1. Диаграмма наглядно показывает, что совокупный доход по портфелю формируется, по сути, двумя нижними группами активов, составляющими (с учетом активов, не проданных ни разу) всего около 6% портфеля.

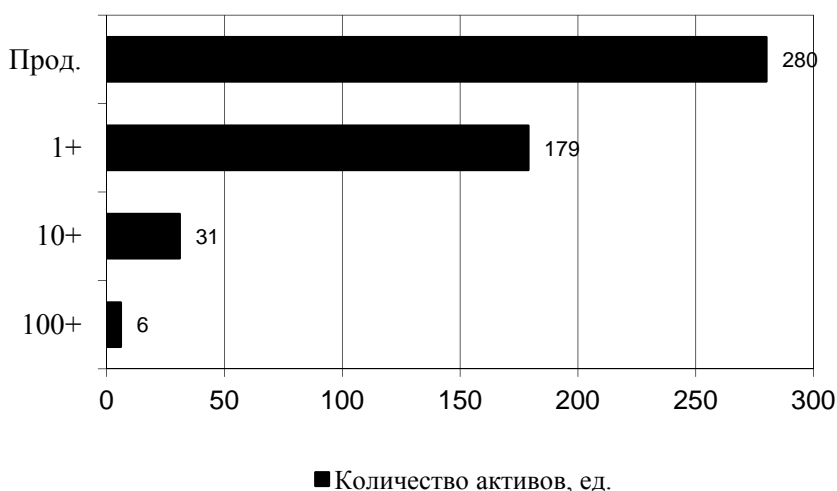


Рис. 1. Количество активов, проданных хотя бы один раз, в т.ч. более одного раза (1+), более десяти раз (10+) и более ста раз (100+) в исследуемом портфеле цифровых изображений (диаграмма построена по результатам исследования авторов [2])

Главным фактором волатильности дохода при таком механизме продажи является не плавающая рыночная котировка цены, а количество продаж каждого актива. Таким образом, доход зависит от спроса, но спрос отражается не на рыночной цене, а на количестве продаж.

Байесовскими сетевыми моделями, или байесовскими сетями доверия (БСД) в математике называют направленные ациклические графы, в которых узлы могут представлять неопределенные переменные любой природы, а направленные связи между узлами указывают на причинно-следственные зависимости между соответствующими переменными. С каждым узлом такой сети соотносится таблица вероятностей, моделирующая связь с так называемыми родительскими узлами с учетом всех неопределенностей, присутствующих в этих связях.

Теория БСД сочетает элементы теории вероятности Байеса и понятие (допущение) условной независимости в представлении связей между переменными [5; 7]. К настоящему времени аппарат БСД успешно применяется при решении множества практических задач, связанных с количественными оценками неопределенностей и рисков для целей медицинской диагностики, оценки надежности сложных технических устройств и сооружений, оценки рисков финансовых институтов. Ключевой задачей конструирования БСД является декомпозиция предметной области с целью выявления при-

чинно-следственных или условных связей между переменными. Далее требуется смоделировать таблицы вероятностей для узлов всех переменных сети.

Для этого могут использоваться как исторические наблюдения, так и экспертные оценки (субъективные вероятности). В идеале такие оценки должны базироваться на опыте и знаниях, хотя теоретически доказано и подтверждено практикой, что в процессе обучения БСД способны адаптировать любые гипотезы. В нашем подходе к декомпозиции факторов риска портфеля каждая продажа актива рассматривается как единичный положительный денежный поток. Все продажи за фиксированный период времени отсортированы в пять групп, ранжированных по частоте продаж. Таким образом, активы, попадающие в одну и ту же группу, имеют примерно одинаковый спрос, т.е., они подвержены воздействию сходных факторов риска [3].

Отличие от чисто финансовых задач, где главные факторы риска связаны с ценовой волатильностью финансовых инструментов, в предлагаемой логико-вероятностной модели в качестве основных факторов риска рассматриваются:

- 1) творческая производительность автора, влияющая на количественный состав портфеля в целом. Этот фактор является внутренним и зависит от времени;
- 2) рыночный спрос на изображения, влияющий на количество продаж как событий за период времени. Спрос является внешним фактором, зависимым от текущих рыночных трендов, моды, рыночных позиций фотостока и т.д.

В самой простой версии нашей БСД узел портфеля представлен переменной S (Sales), отображающей продажи активов с определенной частотой (рис. 2). Со стороны родительского узла, связанного с первым фактором риска, на него воздействует творческая производительность автора PR (Productivity). Второй родительский узел отображает воздействие рыночного спроса D (Demand). Собственно получение дохода представлено узлом E (Earnings) и напрямую зависит только от наличия событий продаж изображений [2]. Для оценки величины дохода R необходимо найти распределение совместной вероятности, соответствующее данной модели БСД. Поскольку каждый узел представляет собой случайную переменную, описываемую распределением вероятности, обусловленным связями с родительскими узлами, то совместное распределение и будет моделировать зависимость между переменными в соответствии с графом.

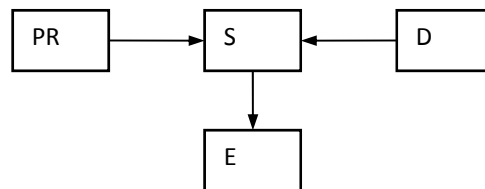


Рис. 2. Упрощенная структура БСД портфеля

Именно такая модель портфеля как «черного ящика» дает на выходе интегрированный доход, оцениваемый показателем совокупного риска по методологии VaR (EaR). Попытки выделить какие-либо компоненты в этом показателе не продуктивны до тех пор, пока весь портфель рассматривается как единственный узел БСД. Однако большим преимуществом байесовских моделей является возможность их достройки и детализации на любом этапе работы.

Аспекты, связанные с творческой производительностью автора очень важны, т.к. они непосредственно влияют на наполнение портфеля активами. Этот процесс не является стабильным и ему присущи свои неопределенности, зависящие от стратегии автора. Кроме того, наши исследования показали, что портфели такого типа обладают свойством инерционности. Оно заключается в том, что портфель, впервые выставленный на продажу, после рыночной адаптации начинает приносить доход независимо от того, продолжается его пополнение новыми активами или нет.

Понятие инерционности экономических процессов используется в научном обороте достаточно давно [4]. Также используются производные понятия, связанные с более узкими предметными областями, такими как рынки, инвестиции, финансовые инструменты. В общем случае, при этом инерционность определяется как свойство сохранять устойчивое функционирование и длительное воспроиз-

ведение достигнутых показателей, например, таких как доходность финансовых активов. В некоторых случаях также используется понятие структурной инерционности как способности системы длительное время сохранять выстроенные причинно-следственные связи.

Для исследуемой области близким является понятие инерционности инвестиций, как свойство, присущее некоторым классам финансовых инструментов [1, с. 112]. Последние используются для реализации долгосрочных инвестиционных стратегий, ориентированных на получение выгоды от длительного следования за рыночными трендами [6]. Понятие инерционного инвестирования является наиболее близким к выявленному нами свойству инерционности портфелей интеллектуальных активов.

В начальный момент времени владелец портфеля активов такого класса не имеет никаких частотно-вероятностных характеристик (продажи, доходность и т.д.), необходимых для оценки риска. Т.е., у него нет параметров, которыми привычно оперируют владельцы (управляющие) портфелями ценных бумаг и подобных им активов. Эта неопределенность сопровождает портфель интеллектуальных активов до тех пор, пока в нём остаются активы, не проданные хотя бы один раз. Как было показано нами, такие активы образуют особую «группу ожидания» (Group of Suspense), которая оказывает существенное влияние на инерционность всего портфеля [2].

В нашей модели эта группа играет роль своеобразного накопителя, который отвечает на воздействие рыночного спроса событиями первой продажи активов. Именно эти события являются теми первичными возмущениями, которые перемещают активы в следующую по порядку группу первой продажи. Затем, при повторных и последующих продажах активы перемещаются в следующие по порядку группы, но именно с первой продажи начинается информационный поток, отображающий, с одной стороны, прирост совокупного дохода по портфелю, а с другой стороны – уменьшение неопределенности. Отметим, что в соответствии с концепцией стоимости информации этот поток можно рассматривать, в том числе, и с точки зрения стоимости неопределенности [8].

Предположим, что у портфеля, впервые выставленного на продажу, априорная стоимость неопределенности пропорциональна количеству единиц активов n . В таком случае каждая первая продажа каждого актива будет уменьшать эту стоимость на величину, пропорциональную $1/n$. Например, если на конкретную дату 226 активов из 506 имеющихся в портфеле не были проданы ни разу, то стоимость неопределенности можно оценить величиной вероятности $226/506$. Поскольку в силу неопределенности мы не знаем, какие из этих активов будут проданы, когда это произойдет и произойдет ли вообще, то эту величину вполне допустимо использовать для определения вероятности неполучения дохода для данного портфеля.

Можно сконструировать и другие абсолютные или относительные показатели неопределенности, однако, как было отмечено выше, существует проблема управления портфелем, которая существенно усложняет алгоритм оценки риска. Эта проблема заключается в том, что автор (владелец) портфеля может выставить его на продажу единовременно и далее не предпринимать никаких действий, например, не пополнять его новыми активами. При такой стратегии, в силу уже отмеченной инерционности, неопределенность будет снижаться постепенно, в процессе формирования группы первой продажи и дальнейшего перетекания активов в направлении группы рекордсменов.

Принципиально по-другому портфель работает, когда автор непрерывно (например – ежедневно) пополняет его новыми активами. При этом существенно снизить неопределенность невозможно, т.к. каждая новая работа ее увеличивает, а продажи, в силу инерционности, могут произойти значительно позже или не произойти совсем.

Наконец, автор, руководствуясь собственными стратегическими мотивами, может подгружать новые серии работ с большими временными интервалами, или наоборот, непрерывно пополняя портфель, периодически делать продолжительные перерывы. Таким образом, возможность выбора стратегии управления портфелем делает почти бесполезным использование простых вероятностных показателей неопределенности. Тем не менее, наблюдая за процессом продаж длительное время, мы можем с уверенностью утверждать, что количественное увеличение группы ожидания всегда положительно отражается на доходности таких портфелей, а свойство инерционности позволяет существенно уменьшить отрицательное воздействие перерывов в пополнении новыми активами. Более того, портфель, выведенный на некоторый уровень дохода, в силу инерционности может продолжать генерировать его в течение продолжительного времени практически без участия автора. Эти наблюдения гово-

рят нам о том, что фактор творческой производительности автора не является критическим с точки зрения риска неполучения дохода, но с точки зрения объема портфеля он влияет на достижение требуемого уровня дохода.

На рис. 3 (а) представлена БСД, построенная авторами в программной среде Netica [9], в которой состояние узлов визуализируется горизонтальными стержневыми диаграммами вероятностей (Belief Bars). Для учета эффекта инерционности априорные вероятности на диаграмме родительского узла производительности заданы в соотношении 50/50. Управление таким узлом позволяет моделировать как пополняемый портфель, так и работу по инерции без пополнения. Вероятности в узле дохода заданы реальным распределением, экспериментально полученным нами в одной из предыдущих работ [3], поэтому данная модель является гибридной.

Каждый интервал на диаграмме этого узла соответствует одному из вероятностных состояний моделируемой переменной. Такое распределение позволило нам апробировать гипотезу о том, что при прогностическом вероятностном выводе продвижение свидетельства в узле дохода в направлении от меньшего дохода к большему должно сопровождаться ростом вероятностей в узле продаж и (как минимум) в узле спроса. Подбором вариантов значений в таблицах условных вероятностей узлов такую зависимость действительно удалось получить. Собственно, после этого модель заработала, и стали возможными прямые, обратные и смешанные вероятностные выводы с ее использованием.

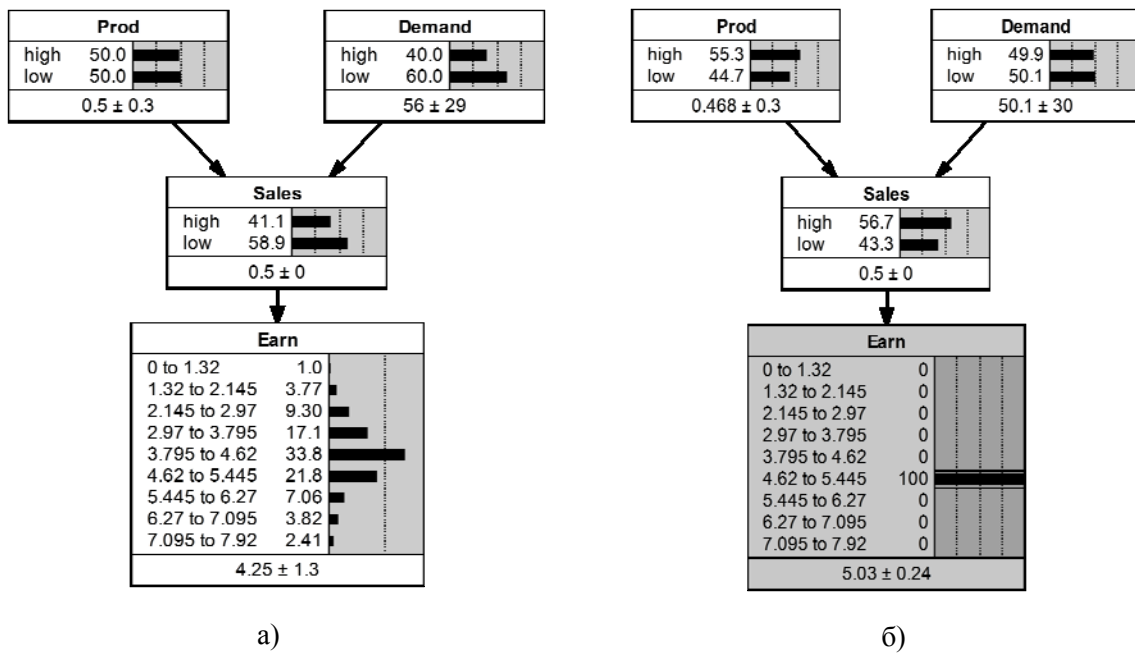


Рис. 3. Исходная БСД (а) и одно из состояний прогностического вывода (б)

Сеть, правильно скомпилированная в данной программной среде, становится интерактивной, например, клик курсором по конкретному стержню диаграммы любого узла устанавливает свидетельство в соответствующее состояние. При этом система автоматически пересчитывает все вероятности и выводит их на диаграммы всех зависимых узлов. Таким образом, модель позволяет исследовать любые сценарии поведения сети при выборе различных вероятностных состояний узлов по принципу «что, если?». Кроме того, вероятностные выводы возможны как в направлениях от причин к следствиям (диагностика), так и от следствий к причинам (прогнозирование).

Возможны и смешанные выводы, позволяющие исследовать состояния промежуточных узлов при заданных вероятностных состояниях причин и следствий. Пример реакции нашей сети на ввод свидетельства о том, что уровень совокупного дохода по портфелю превысил среднее значение, показан на рис. 3 (б). Изменившиеся диаграммы родительских узлов говорят о том, что с большей вероятностью такой доход обеспечивается как производительностью автора (вероятность увеличилась на 5%),

так и увеличением спроса (увеличение с 40% до 50%). Можно видеть, что вероятность роста продаж при этом выросла еще более значительно – с 41% до 57%.

Моделирование эффекта инерционности портфеля программируется сценарием, в котором узел производительности автора переводится в состояние низкой вероятности (low 100%). Фактически это означает, что узел не воздействует на состояние продаж. Если при этом узел спроса переводится в состояние высокой вероятности (high 100%), то даже при уровне дохода, соответствующем матожиданию (33,8%), сеть выдает достаточно высокую вероятность продолжения продаж (high 61,4%). При этом продвижение свидетельства в узле дохода в сторону максимума продолжает увеличивать вероятность продаж. И наоборот, переключение узла спроса в противоположное состояние low 100% дает в узле продаж вероятность low 98,9%, что говорит об их полном прекращении, независимо от продвижения свидетельства в узле дохода в сторону максимума.

Приведенные примеры демонстрируют широкие возможности обучения сети в ходе моделирования различных вероятностных состояний исследуемого портфеля. Несмотря на начальный уровень конструирования, на котором пока не учтена выявленная нами неоднородность портфеля по группам продаж, данная БСД позволяет анализировать десятки вероятностных состояний модели. В частности, это достигается благодаря тому, что переменная в ключевом узле совокупного дохода задана многоуровневым вероятностным распределением, полученным нами на предыдущем этапе работы по исследованию риска портфелей цифровых изображений.

В следующей версии нашей модели портфель будет более реалистично представлен совокупностью взаимосвязанных узлов, отображающих вероятностные состояния групп продаж. Такая модель позволяет не только визуализировать механизм воздействия факторов риска, но и выделить самый проблемный сектор портфеля, подверженный наибольшей неопределенности. В модели с учетом эффекта инерционности портфеля фактор производительности связан напрямую только с группой ожидания, фактически не являющейся группой продаж. Напомним, что к этой группе отнесены все активы до первой продажи. События первой продажи не определены во времени и носят случайный характер. По этой причине группа ожидания является группой наибольшего риска.

Авторы берут на себя смелость утверждать, что наличие такой группы характерно для портфелей интеллектуальных активов различных классов и радикально меняет подход как к оценке рисков, так и в целом к управлению такими портфелями.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Аюпов А.А.* Конструирование и реализация инновационных финансовых инструментов. М.: Nota Bene, 2007.
2. *Воронов В.С., Давыдов В.Д.* Обоснование структуры байесовской сетевой модели портфеля интеллектуальных активов // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. 2018. № 12. С. 30.
3. *Воронов В.С., Дарушин И.А.* Финансовый риск портфеля интеллектуальных активов с позиций методологии VaR (EaR) // Проблемы анализа риска. 2017. Том 14. № 3. С. 54-63.
4. *Сиднина В.Л.* Инерционность экономической системы // Общество и экономика. 2002. № 2. С. 114-130.
5. *Тулупьев А.Л., Николенко С.И., Сироткин А.В.* Байесовские сети: Логико-вероятностный подход. СПб.: Наука, 2006.
6. Aptus Behavioral Momentum ETF (BEMO). [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.aptusetsfs.com/funds/bemo> (дата обращения 25.06.2019).
7. *Mittal A., Kassim A.* Bayesian network technologies: application and graphical models. NY: IGI Publishing, 2007.
8. *Morris W.T.* Management science: a Bayesian introduction. N.J.: Prentice Hall, 1968.
9. Norsys Software Corp. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://norsys.com/netica.html> (дата обращения 25.06.2019).

ИССЛЕДОВАНИЕ МНОГОФАКТОРНОЙ МОДЕЛИ РЫНОЧНОЙ АРЕНДНОЙ СТАВКИ НА ПРИМЕРЕ ТОРГОВОГО ЦЕНТРА

Аннотация. Статья посвящена исследованию факторов, влияющих на арендную ставку торговой недвижимости, разработке многофакторной модели рыночной арендной ставки торгового центра и подтверждению гипотезы о влиянии расположения торговой площади внутри центра на ее арендную ставку.

Ключевые слова. Оценка стоимости недвижимости, арендная ставка коммерческой недвижимости, арендная ставка торгового центра.

Puzynya N.Y., Sigova Y.I.

STUDY OF MULTI-FACTOR MODEL RENTAL RATES ON THE EXAMPLE OF THE TRADE CENTER

Abstract. This article contains the research of factors which influence the commercial property rental rate, developing a multi-factor model of a shopping center rate and confirming the hypothesis about the influence of the location of the commercial space inside the center on its rental rate.

Keywords. Property valuation, commercial property rental rate, shopping center rental rate.

Оценка коммерческой недвижимости представляет собой наиболее распространенный вид оценки, который включает в себя широкий спектр недвижимого имущества [1]. Значительное место в данном имуществе занимают торговые центры. Как объект оценки они вызывают высокий интерес в связи с огромными площадями и особенностью, которая состоит в возможности совмещать в одном месте торговые площади, общепит, развлекательные услуги и др.

Основное отличие коммерческой недвижимости – получение прибыли в процессе эксплуатации. Объектом нашего анализа были торговые центры Санкт-Петербурга. По данным компании Colliers International, в Санкт-Петербурге имеется 115 торговых центров с общей площадью 2 994 тыс. кв. м, уровень вакантности в торговых центрах 6,5%. Санкт-Петербург находится на первом месте в России по уровню обеспеченности качественными торговыми площадями. Несмотря на то, что активность девелоперов снижается, крупные проекты продолжают анонсироваться, благодаря чему можно говорить о перспективе развития данного рынка.

Оценить рыночную стоимость торгового центра можно традиционно тремя подходами: затратным, сравнительным (рыночным) и доходным. Однако, поскольку основное отличие коммерческой недвижимости проявляется в способности генерировать доход, на что указывалось выше, преимущественным подходом в оценке будет доходный. Основной доход торговых центров складывается из сдачи в аренду имеющихся площадей и определяется арендной ставкой, которая может измеряться либо в рублях за 1 кв. м площади, либо в виде процента (доли) от товарооборота [3].

ГРНТИ 06.71.15

© Пузыня Н.Ю., Сигова Я.И., 2019

Наталья Юрьевна Пузыня – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Яна Игоревна Сигова – оценщик Управляющей компании «Магистр» (г. Санкт-Петербург).

Контактные данные для связи с авторами (Пузыня Н.Ю.): 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: 8 (812) 458-97-30. E-mail: puzynya.n@unecon.ru.

Статья поступила в редакцию 05.06.2019.

На расчет арендной ставки для помещений в торговых центрах оказывают влияние:

- класс и расположение торгового центра; самые низкие ставка характерны для торговых центров «эконом-класса» в пригородах, наиболее высокие – для торговой недвижимости класса «элит» в центральных районах;
- формат и зона охвата торгового центра; в качестве примера можно привести активно применяемую на практике классификацию торговых центров, разработанную Urban Land Institute (США). В ней представлены семь видов торговых центров в зависимости от их формата и количества посетителей в сутки;
- транспортная доступность; такие факторы, как близкое расположение относительно станций метрополитена или крупных транспортных развязок, будут повышать уровень арендной ставки в торговом центре;
- площадь помещения; чем больше площадь, тем меньше арендная ставка, для якорных арендаторов устанавливаются самые низкие арендные ставки;
- этаж; первый этаж характеризуется самыми высокими ставками, с каждым последующим этажом ставки снижаются;
- расположение помещения внутри торгового центра; арендная ставка зависит от расположения на этаже в зависимости от проходимости.

При оценке необходимо учитывать и внешние макроэкономические показатели, такие как инфляция, уровень доходов населения, уровень безработицы, доступность потребительского кредитования. При использовании доходного подхода важное значение играют существующие или прогнозируемые доходы. К дополнительным поступлениям торгового центра можно отнести рекламу, плату за парковку, телекоммуникационные услуги и др., но основной статьей доходов остается, как и отмечалось ранее, арендная плата за торговые помещения.

В торговых центрах, как правило, не могут сдаваться все помещения одновременно. В связи с этим, помимо прогнозирования арендных ставок, особое внимание уделяется прогнозированию коэффициента незаполняемости, то есть доли помещений, которые не будут сданы в аренду в любой момент времени. Вне зависимости от спроса, нельзя ожидать полной заполняемости, ведь даже на тех рынках, где спрос превышает предложение, будут периоды, когда торговые площади нельзя сдавать в аренду, что и обуславливает долю незанятых площадей. Что касается новых зданий, необходимо учитывать время, которое потребуется вначале, чтобы арендаторы заняли помещения.

При построении многофакторной модели определения арендной ставки помещений в торговых центрах использовалась арендная ставка в виде твердой суммы платежей, вносимых периодически, то есть арендная плата в рублях за квадратный метр в единицу времени. С этой целью был проанализирован конкретный торговый центр, имеющий 99 арендаторов, что, по мнению авторов, достаточно для того, чтобы рассчитать модель с наиболее вероятным погашением случайных величин. Данные по арендным ставкам были ранжированы по площади помещений и этажам расположения.

В качестве существенных факторов, которые оказывают влияние на величину арендной ставки, из перечисленных выше, в ходе исследования выбраны следующие:

1. Площадь помещения. Использование данного фактора обуславливается тем, что по мере увеличения размера помещения, стоимость одного квадратного метра снижается. Это означает невозможность использования удельного показателя стоимости. Кроме того, фактор площади является один из основных ценообразующих факторов при оценке любого типа недвижимости.

2. Тип арендатора (якорный/нет). Якорные арендаторы предполагаются как более крупные, известные и популярные, способные создавать потоки покупателей для торгового центра. В связи с чем, логично выделить тип арендаторов, как фактор, способный внести существенный вклад в расчет арендной платы.

3. Этаж расположения. Размер арендной ставки для магазина может быть различным в зависимости от этажа, на котором он находится, а также от непосредственного расположения на этаже – в зависимости от проходимости. В рамках данного исследования данный фактор был разделен на две составляющие.

Выдвинув предположение, что расположение внутри торгового центра относительно пешеходных потоков покупателей влияет на арендную ставку, все торговые помещения можно разделить в зависи-

мости от расположения на потоках разного уровня значимости. В качестве конечной точки выступал якорный арендатор, как наиболее привлекательный для покупателей. Начальной точкой потока первого уровня, то есть преимущественного потока потребителей, был определен центральный вход, который ближе всего расположен к метро, второго уровня – вход, который располагается вблизи остановки наземного общественного транспорта, третьего – вход с обратной стороны торгового центра. Помещения, которые находятся в так называемой «слепой зоне», где нет ни одного входа, были отнесены к потоку четвертого уровня.

В ходе исследования была выявлена зависимость только при выделении двух уровней, где первый – это торговые помещения, которые расположены в непосредственной близости к потокам, проходящим от главных входов до основного магазина-якоря, а второй – остальные помещения, которые находятся не в таком выгодном положении. Этот фактор мы и будем в дальнейшем использовать в своем исследовании при построении многофакторной модели.

Целью исследования явилось построение многофакторной модели арендной ставки арендаторов в торговом центре и выявление влияния местоположения помещения внутри торгового центра в качестве ценообразующего фактора. В рамках работы использовались такие методы исследования, как теоретический анализ литературных источников, изучение методологии оценки, анализ показателей динамики рынка, графические методы исследования, формализация уровней потоков внутри торгового комплекса, сбор и обобщение рыночных данных, экономико-математическое моделирование арендной ставки [2], проверка модели экспериментальным путем, сравнение полученных результатов с фактическими и логическое заключение по результатам сравнения.

При определении стоимости торгового центра доходным подходом, один из основных этапов – расчет арендных выплат. Но если говорить об открывающихся новых объектах, невозможно использовать документы с фактическими договорами аренды за неимением еще таких. Данную проблему может решить предлагаемая многофакторная модель рыночной арендной ставки торговых помещений в торговом центре. После структурирования рыночных данных, определения ценообразующих факторов и их кодировки, была выведена модель расчета арендной ставки для арендаторов различных торговых площадей в одном торговом центре (приведена в таблице), где a_0 – базовая ставка для отдельно взятого торгового центра. (Расчет данной многофакторной модели был выполнен в рамках выпускной квалификационной работы Сиговой Я.И., выполненной под научным руководством Пузыня Н.Ю.)

Таблица

Зависимость рыночной арендной платы торговых площадей торгового центра от основных ценообразующих факторов

Арендная плата, руб./мес.			
$Y = e^{a_0 - 0,0014X_1^2 + 1,2Ln(X_2) + 3,8X_3 - 0,05\sqrt{X_4}}$			
Площадь	X_1	$-29,19Ln(S) + 197,77$	
Потоки	X_2	1	11,003
		2	9,231
Якорный арендатор	X_3	да	1,075
		нет	0,8
Этаж*	X_4	Первые этажи (1-е)	27,5
		Средние этажи (С)	12,9
		Последние этажи (П)	-12,8

* Если торговый центр состоит из следующего количества этажей: 1 этажа – 0,1-(1-е); 2 этажей – 0,1-(1-е), 2-(С); 3 этажей – 0,1-(1-е), 2-(С), 3-(П); 4 этажей – 0,1,2-(1-е), 3-(С), 4-(П); 5 этажей – 0,1,2-(1-е), 3-(Ср), 4,5-(П); X этажей – 0,1,2-(1-е), ...-(С), последние 2 – (П).

В рамках данной модели был получен коэффициент детерминации (R^2) на уровне 0,8, что говорит о значимости модели. Средняя ошибка аппроксимации составила 2,29%, она демонстрирует среднюю величину отклонения расчетных значений от фактических, данное значение говорит об удовлетворительности требованиям, модель можно считать хорошо подобранной, когда показатель менее 15%.

Из всех 99 наблюдений наибольшее значение отклонения составило 8%, что является незначительным и можно считать несущественным. Таким образом, можно сделать вывод, что данная модель хорошо описывает расчет арендной ставки торговых центров.

По итогам исследования проводился анализ на значимость коэффициентов и регрессии для того, чтобы окончательно убедиться в обоснованности использования рассчитанной модели. На рисунке представлены результаты регрессионного анализа.

Регрессионная статистика								
Множественный R	0,9							
R-квадрат	0,8							
Нормированный R-квадрат	0,8							
Стандартная ошибка	0,4							
Наблюдения	99							
Дисперсионный анализ								
	df	SS	MS	F	Знач F			
Регрессия	4	46,34	11,58	75,79	1,42E-28			
Остаток	94	14,37	0,15					
Итого	98	60,70						
	Коэфф	Станд.ошиб	t-стат	P-Знач	ижние 95%	ерхние 95%	ижние 95%	ерхние 95,0%
LnY	7,58	1,05	7,25	0,000	5,506884	9,662523	5,506884	9,662523
x1^2	-0,00014	0,00	-10,96	0,000	-0,00016	-0,00011	-0,00016	-0,00011
Lnх2	1,2	0,36	3,35	0,001	0,490287	1,917151	0,490287	1,917151
X3	3,8	0,51	7,40	0,000	2,786901	4,831305	2,786901	4,831305
x4^1/3	-0,05	0,03	-2,03	0,045	-0,10458	-0,00109	-0,10458	-0,00109

Рис. Результаты регрессионного анализа многофакторной модели арендной ставки помещений арендаторов в торговом центре

Поскольку значение F меньше заданного табличного значения, можно сделать вывод, что уравнение регрессии значимо. Чтобы коэффициент был значим, необходимо чтобы он был по абсолютному значению больше стандартной ошибки, а также P-значение было бы меньше заданного уровня в 5%: $7,58 > 1,05$; $0,00014 > 0,00001$; $1,2 > 0,36$; $3,8 > 0,51$; $0,05 > 0,03$. Все коэффициенты уравнения прошли проверку. А также P-значения у всех меньше 0,05, то есть они являются значимыми.

Убедившись в значимости данной модели и произведя дополнительные практические расчеты на четырех других торговых центрах, авторы пришли к выводам: данная модель хорошо описывает расчет арендной ставки, позволяет достаточно точно рассчитать величину арендной ставки для каждого помещения в торговом центре; уравнение регрессии и все коэффициенты значимы.

Изучение социально-экономических факторов Санкт-Петербурга показало привлекательность регионального рынка торговых площадей и дальнейшие перспективы его развития. В городе регулярно строятся торговые центры, данная модель позволит упростить определение величины арендных ставок отдельных помещений, как для владельцев торговых центров, так и для специалистов в области оценки для определения величины доходов комплекса.

ЛИТЕРАТУРА

1. Федеральный стандарт оценки № 7 «Оценка недвижимости» от 25.09.2014 г.
2. Грибовский С.В. Математические методы оценки стоимости недвижимого имущества. М.: Финансы и статистика, 2008.
3. Ценообразование. М.: Юрайт, 2015.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ КРИТЕРИЕВ ВЫБОРА ФИНАНСОВО-АНАЛИТИЧЕСКОЙ ПРОГРАММЫ

Аннотация. В статье раскрывается принцип работы в финансово-аналитических программах, рассматривается классификация по различным критериям, в частности по направлению проводимого анализа, технологии построения, стоимости компьютерной программы, в разрезе крупного, среднего и малого бизнеса, а также аргументируется тот или иной выбор финансово-аналитической программы для конкретного предприятия.

Ключевые слова. Финансово-аналитические программы, системы анализа хозяйственной деятельности, системы анализа инвестиционных проектов, анализ финансового состояния организации, бизнес-план, технология построения финансово-аналитических программ.

Voronova I.V.

THE SELECTION CRITERIA OF FINANCIAL ANALYSIS PROGRAMME

Abstract. The article reveals the principle of work in financial and analytical programs, considers the classification according to various criteria, in the direction of the analysis, construction technology, the cost of a computer program, in the context of large, medium and small businesses, and also argues for a particular choice of financial and analytical programs for a particular enterprise.

Keywords. Financial and analytical programs, systems of analysis of economic activity, systems of analysis of investment projects, analysis of the financial condition of the organization, business plan, technology of construction of financial and analytical programs.

Сегодня практически все аналитические вычисления не обходятся без применения специальных программных продуктов. В отличие от бухгалтерских автоматизированных программ, класс программ, обеспечивающих расчеты финансово-аналитических показателей, сформировался как отдельные программы сравнительно недавно. Несомненно, к преимуществам использования компьютерных программ для проведения анализа финансового состояния предприятия можно отнести сокращение сроков проведения самого анализа, полное использование информации, а также точность расчетов.

Однозначного определения этого класса программ не существует. Все, кто столкнулся в работе с данными программами, понимают основной принцип работы: на основании бухгалтерской финансовой отчетности и данных текущего бухгалтерского и производственного учета производится расчет финансово-хозяйственных показателей с большей или меньшей детализацией, а на основании проведенных расчетов формируется вывод (отчет) о финансовом положении, который является основанием для принятия менеджментом, инвесторами и другими заинтересованными лицами решений. Для данного класса программ, в отличие от бухгалтерских, нет четко проработанных классификаций. Большинство авторов выделяют два направления или подкласса: системы анализа хозяйственной деятельности и системы для работы с инвестиционными проектами [1, с. 82-89]. Каждый из этих подклассов

ГРНТИ 06.35.35

© Воронова И.В., 2019

Ирина Владимировна Воронова – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры бухгалтерского учета и анализа Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 197110, Санкт-Петербург, ул. Пионерская, 63 (Russia, St. Petersburg, Pionerskay str., 63). Тел.: +7 911 755-47-94. E-mail: eva_my@inbox.ru.

Статья поступила в редакцию 11.07.2019.

отличается функционалом, заложенным в программу, и кругом пользователей, которым необходима та или иная программа.

Система анализа хозяйственной деятельности включает в себя расчет ретроспективных показателей оценки производственно-финансового состояния объекта по различным методикам, анализ финансовой деятельности организации, анализ финансового состояния организации, отчетности и финансовых результатов, а также определения оптимального пути для эффективного развития и роста прибыли. Пользователями таких систем могут быть все без исключения организации, которые используют аналитические показатели в оценке деятельности и развития.

Системы для работы с инвестиционными проектами отличаются своим функционалом и включают в себя расчет сроков окупаемости того или иного проекта, размеров прогнозируемой прибыли, а также сумм расходов, финансовой эффективности нового проекта и других показателей, связанных с разработкой бизнес-планов компании. Данные системы необходимы, прежде всего, для банковской и биржевой сферы, поскольку позволяют просчитать различные варианты использования собственнoго и привлекаемого капитала и устранить негативные последствия того или иного варианта проекта.

Если рассматривать класс финансово-аналитических программ с точки зрения технологии их построения, то можно выделить два принципиально отличных направления создания данных программ. Первое направление – это специальный модуль или встроенный механизм, входящий в комплексную или интегрированную систему бухгалтерского учета с функциями анализа и планирования. Например, во всем известной программе 1С: Бухгалтерия 8 с определенного периода существует встроенный механизм финансового анализа организации, в котором можно провести анализ отчетности, рассчитать коэффициенты текущей, быстрой и абсолютной ликвидности, коэффициент наличия собственных средств и сформировать вероятностные оценки риска банкротства организации, а также оценку кредитоспособности. По итогам проведенного анализа можно сформировать отчет [13].

По такому же принципу сформирована аналитическая часть в бесплатной комплексной системе для малого бизнеса БЭСТ-ОФИС (FreeWare), где аналитическая система «Директор» позволяет анализировать сводные результаты деятельности организации в режиме реального времени [11]. В интегрированной системе Галактика ERP в контуре «Планирование и управление финансами» есть отдельный модуль «Финансовый анализ», который предназначен для оценки и анализа финансового состояния предприятия по настраиваемым методикам. В этом модуле можно проводить анализ отчетности, сформированный в различных стандартах (РСБУ, МСФО, US GAAP), а также в специализированных отраслевых формах отчетности.

Ряд других приложений, таких как Галактика АММ (Advanced Manufacturing Management), имеют встроенный механизм многомерного анализа бизнес-процессов. В Галактика СРМ (Corporate Performance Management) заложены оценка эффективности проектов и программ и ряд других возможностей, таких как анализ информации о кадровых ресурсах, анализ клиентов и поставщиков, управление взаиморасчетами, анализ и прогнозирование задолженности, управление ликвидностью и платежеспособностью [12].

Другое направление развития финансово-аналитических систем – это разработка информационно-аналитического программного обеспечения. В этом направлении на российском рынке работают такие фирмы, как ООО «ИНЭК-ИТ», ООО «Эксперт Системс», ООО «Альт-Инвест» и другие. Каждая из перечисленных компаний создала свои продукты в области финансового анализа, которые пользуются большим спросом.

Если говорить о разработке информационно-аналитических программ, то все программы можно условно разделить на платные и бесплатные. К бесплатным программам можно отнести приложения по финансовому анализу на основе Excel. На сайте barfin.ru есть бесплатные программы по финансовому анализу от Попова, Зайковского, Малахова, Репина, Маслова [2]. На сайте afdanalyse.ru производится поддержка программы анализа финансового состояния предприятия 126_Finanaliz2.xlsx, которая также создана на базе Excel и включает в себя: анализ структуры активов и пассивов, анализ финансовой устойчивости, анализ ликвидности, деловой активности, анализ финансовых результатов деятельности, оценку несостоятельности и факторный анализ [3].

На этом же сайте можно бесплатно скачать Программу финансового экспресс-анализа предприятия, где можно провести анализ структуры бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах, рассчитать 18 основных коэффициентов ликвидности, финансовой устойчивости, деловой актив-

ности, рентабельности [4]. На основе данных бухгалтерской финансовой отчетности в таких программах автоматически рассчитываются аналитические показатели, строятся диаграммы и графики, но формулировать выводы по результатам анализа и по данным отчета в таких программах придется самостоятельно, и качество этих выводов будет напрямую зависеть от квалификации конкретного аналитика.

Далее рассмотрим платные финансово-аналитические программы. Каждая фирма, которая специализируется на этом софте, предлагает линейку своих продуктов на собственном официальном сайте. Для того, чтобы определиться с выбором и возможностями той или иной программы, необходимо провести огромную предварительную работу, в частности ознакомиться со всем спектром предлагаемого функционала. Практически все производители данного класса программ обязательно разделяют программы, которые включают в себя показатели финансового анализа и показатели анализа инвестиционных проектов, и выпускают данные продукты под разными названиями.

К одной из самых полных в части функционального наполнения аналитических программ можно отнести программу «Финансовый аналитик» компании ООО «ИНЭК-ИТ». Данный программный комплекс предназначен для проведения анализа финансового состояния предприятий всех видов деятельности на основе данных внешней бухгалтерской отчетности: баланс, отчет о финансовых результатах, отчет о движении денежных средств и собственных исходных форм. Программа может использоваться организациями, находящимися на любой системе налогообложения, имеющими собственную отраслевую и хозяйственную специфику. Данный комплекс предлагает широкие возможности от создания универсальных произвольных таблиц до реализации собственной методики финансового анализа. Конечно, реализация таких возможностей в программе увеличивает и ее стоимость, которая складывается из стоимости приобретения и стоимости сопровождения [5].

К этому же направлению можно отнести и программу Audit Expert фирмы ООО «Эксперт Системс», которая выпускается в версиях Standard и Professional. Программа характеризуется как аналитическая система диагностики, оценки и мониторинга финансового состояния одного или группы предприятий [6]. Функционал здесь достаточно широк и включает в себя экспресс-анализ финансового состояния предприятия, коэффициентный анализ, реализацию собственных методик финансового анализа и – самое главное – автоматические экспертные заключения и настраиваемые отчеты, чего нет в бесплатных финансово-аналитических программах. Вообще в линейке продуктов этой фирмы существует сегодня 6 программ, которые позволяют не только анализировать финансово-экономическую деятельность с различным наполнением в части коэффициентов, но и разрабатывать бизнес-планы и оценивать инвестиционные проекты. К программам по анализу инвестиционных проектов относятся: Project Expert, FinModel Expert и Prime Expert [7].

Программой такого же уровня, как Audit Expert 4 Professional, можно назвать и Альт-Финансы 3 компании ООО «Альт-Инвест». Круг вопросов, решаемых в данной программе, фактически такой же, как и в перечисленных программах, плюс дополнительно можно провести анализ себестоимости, куда входят анализ структуры и видов затрат и анализ прибыльности продуктов. Пользователи программы отмечают «открытость программы», быстроту расчетов, большой набор показателей и профессиональную поддержку специалистов компании. Компании, которые приобретают данный продукт, получают бесплатную техническую и методическую поддержку сроком на 3 года, что, несомненно, может явиться преимуществом в выборе именно этого продукта.

Эта же компания предлагает для оценки инвестиционных проектов, планирования развития бизнеса и подготовки бизнес-планов средних и крупных компаний программу Альт-Инвест, а для анализа деятельности группы компаний – Альт-Инвест Сумм, в которой, помимо основного функционала, добавляется ряд возможностей, таких как разделение работы между несколькими аналитиками; анализ портфеля из множества проектов; исключение внутрихолдинговых оборотов и анализ разницы между денежными потоками разных вариантов проекта [8].

Несомненно, перечисленные программные продукты могут приобрести довольно крупные организации. Для среднего и малого бизнеса такой вариант не подходит, поскольку он довольно дорогостоящий и включает широкий функционал, который в условиях малого и среднего бизнеса не будет в полном виде востребован. Еще один фактор, который не позволяет малому и среднему бизнесу приобрести продукт данного класса, это то, что, несмотря на автоматическое формирование большинства расчетов и самого отчета, необходим высокий профессиональный уровень знаний аналитика, компе-

тентного в вопросах проведения инвестиционного и финансового анализа, способного проанализировать изменения коэффициентов, исключить из них случайные данные, провести оценку соответствия, определить достаточное число коэффициентов для качественного анализа и др.

Для малого и среднего бизнеса существуют более дешевые финансово-аналитические программы, в частности ФинЭкАнализ 2019, который разработало ООО «Южная аналитическая компания» (г. Краснодар). Эта программа существует на рынке около 20 лет и постоянно совершенствуется. Относительно недавнее расширение функционала программы связано с появлением таких аналитических блоков (методик), как выявление искажений финансовой отчетности в аудите; расчет уровня существенности в аудите; расчет абсолютной и относительной финансовой устойчивости; прогнозирование по среднему темпу роста; прогнозирование по среднему абсолютному приросту. При необходимости разработчики могут создать новый аналитический блок по заявке пользователя. Программа имеет простой, понятный интерфейс и невысокую цену. По мнению автора статьи, данный продукт является оптимальным по соотношению цена-качество [9].

К этой же категории программ можно отнести программу «Ваш финансовый аналитик», которую распространяет ООО «ПРОФСОФТ». Принцип работы такой же, как и в других программах, но разработчики утверждают, что именно в их программе пользователю не так важно иметь аналитические знания. Объясняется это тем, что разработчики являются высококвалифицированными специалистами, и они постарались сделать функционал программы таким образом, что от пользователя требуется только ввести данные из отчетов, а дальше программа сама «все сделает» и выдаст «полноценный финансовый отчет, по точности превосходящий результат усердной работы «живого» финансового аналитика» [10]. Стоимость данной программы колеблется в зависимости от наполнения и вариантов пользования. Пользователи отмечают возможность работы с программой без предварительного обучения, простоту интерфейса, оперативную техническую поддержку программы и низкую стоимость при достаточно большом наполнении функционала программы.

Несмотря на то, что данный класс программ сравнительно небольшой, в отличие от бухгалтерских программ, тем не менее, при необходимости выбора аналитической программы пользователи сталкиваются со множеством проблем. Имея возможность бесплатного пользования аналитическими программами, многие выбирают именно такой вариант. При этом не учитывая, что по результатам проведенного анализа необходимо будет сформировать корректный отчет, опираясь на собственные знания в этой области, и что от этой оценки финансово-хозяйственной деятельности организации напрямую зависит, собственно, само положение организации, что неправильно принятые решения на основе выводов могут привести к довольно печальному результату. Поэтому, опираясь только на финансовую составляющую при выборе аналитических программ, пользователи будут иметь определенные риски, связанные с корректными выводами по сделанному отчету.

Изучив различные варианты финансово-аналитических программ, можно сделать вывод, что выбор аналитической программы будет зависеть от следующих критериев: (1) масштаба организации; (2) целей анализа; (3) финансовых возможностей организации. Определив масштаб предприятия, (крупное, среднее, малое) пользователь отбирает именно те продукты, которые предназначены для таких организации, и уже в этой выборке определяется с предоставленным функционалом программ. И только потом подыскиваются и выбираются те варианты, которые финансово удовлетворительны.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Шеремет А.Д.* Теория экономического анализа. М., 2011. 352 с.
2. Бесплатные программы по финансовому анализу в Excel. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://barfin.ru/user/natali/post/2251> (дата обращения 18.06.2019).
3. Анализ финансового состояния предприятия в Excel (новый баланс). [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://afdanalyse.ru/load/1/analiz_finansovogo_sostojanija_predprijatija_v_excel_novyj_balans/1-1-0-126 (дата обращения 15.06.2019).
4. Экспресс-анализ финансового состояния предприятия в Excel. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://afdanalyse.ru/load/1/finansovyy_ekspress_analiz_predprijatija_v_excel/1-1-0-109 (дата обращения 17.06.2019).
5. Программный комплекс «Финансовый аналитик». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://inec.ru/it/automated-analysis/fa> (дата обращения 17.06.2019).

6. Программа Audit Expert. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.expert-systems.com/financial> (дата обращения 17.06.2019).
7. Продукты Эксперт-Системс. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.expert-systems.com/financial> (дата обращения 18.06.2019).
8. Программа Альт-Финансы. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.alt-invest.ru/index.php/ru/programmy/opisaniya/alt-finansy> (дата обращения 19.06.2019).
9. Программа ФинЭкАнализ. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://1-fin.ru/?id=131> (дата обращения 18.06.2019).
10. Программа «Ваш финансовый аналитик». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.audit-it.ru/finanaliz> (дата обращения 18.06.2019).
11. Программа «БЭСТ-ОФИС». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://bestnet.ru/programs/best-office> (дата обращения 17.06.2019).
12. Программы компании «Галактика». [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://www.galaktika.ru> (дата обращения 18.06.2019).
13. Финансовый анализ для своей организации: одним кликом с помощью 1С. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://buh.ru/articles/documents/49420> (дата обращения 18.06.2019).

Островская О.Л.

ВОПРОСЫ УЧЁТА ОПЕРАЦИЙ АУТСОРСИНГА РАБОТ В СТРОИТЕЛЬСТВЕ НА ПРИМЕРЕ РОССИИ И РЕСПУБЛИКИ ИРАК

***Аннотация.** Статья посвящена изучению проблематики учёта операций аутсорсинга работ в строительном производстве на примере национальных учётных практик Российской Федерации и Республики Ирак. По итогам исследования предложены меры методологического и организационного характера по совершенствованию бухгалтерского и управленческого учёта операций аутсорсинга в строительстве в целях повышения качества информационного обеспечения управления такими операциями.*

***Ключевые слова.** Учёт операций аутсорсинга, аутсорсинг работ в строительстве.*

Ostrovskaya O.L.

QUESTIONS OF ACCOUNTING OPERATIONS OF OUTSOURCING OF WORKS IN CONSTRUCTION ON THE EXAMPLE OF RUSSIA AND THE REPUBLIC OF IRAQ

***Abstract.** The article is devoted to the study of the problem of accounting for outsourcing operations in the construction industry on the example of the national accounting practices of the Russian Federation and the Republic of Iraq. According to the results of the study, proposed measures of a methodological and organizational nature to improve the accounting and management accounting of outsourcing operations in construction in order to improve the quality of information support for the management of such operations.*

***Keywords.** Accounting operations outsourcing, outsourcing in construction.*

Строительство является одной из лидирующих отраслей в мире по вкладу в мировое хозяйство. Факторы, влияющие на такое состояние, многообразны и разноплановы, и именно они формируют потребность в использовании тех или иных форм организации строительного производства, что непосредственно влияет на выбор методов и форм организации учёта, включая две подсистемы: бухгалтерскую (финансовую) и управленческую. Одной из таких организационных форм является передача на аутсорсинг строительных работ. Специфичность данной организационной формы формирует особые потребности в информационной основе управления экономикой данного процесса.

Основными преимуществами аутсорсинга следует признать: использование синергетического эффекта от взаимодействия с узкоспециализированными строительными организациями вместо преодоления препятствий в рыночной конкурентной борьбе; возможность гибкого реагирования на динамично изменяющийся спрос на определённые виды строительных работ при ограниченной ресурсной базе в ходе реализации строительных проектов. Преимущества определяют те объективные причины, которые позволяют сделать выбор в пользу аутсорсинга работ в ходе строительного производства: необходимость выполнения узкотехнологических работ, требующих специфической ресурсной базы, существующие ограничения в технической оснащённости строительного производства, ресурсные ограничения.

ГРНТИ 06.35.01

© Островская О.Л., 2019

Ольга Леонидовна Островская – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры бухгалтерского учёта и анализа Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: 8 (812) 310-49-24. E-mail: oostrovskaya@rambler.ru.

Статья поступила в редакцию 15.07.2019.

Хозяйственная модель аутсорсинга предполагает передачу операций, процессов, функций, являвшихся прерогативой подразделений строительной организации, узкоспециализированным организациям. Вместе с тем, использование такого организационного решения связано с определенными трудностями в управлении. В первую очередь, с информационным обеспечением процесса передачи строительных работ на аутсорсинг, поскольку сложившаяся учётная практика не позволяет достичь необходимой и достаточной аналитической полноты информации.

Так в Российской Федерации услуги аутсорсинга строительных работ отражаются в бухгалтерском (финансовом) учете передающей стороны на основании документально подтверждённого факта оказания услуги, что не позволяет осуществлять эффективный контроль выполнения обязательств аутсорсером по всем технологическим операциям строительного цикла, переданным на аутсорсинг [1]. На уровне организации синтетического учёта используется бухгалтерский счёт 76 «Расчёты с прочими дебиторами и кредиторами», для которого не характерна развёрнутая аналитика по отражаемым операциям. В большинстве случаев информация, обобщаемая на счете, носит укрупненный характер.

В российской методологии бухгалтерского учёта фактически отсутствует целостный теоретический подход к организации системы учётно-аналитического обеспечения принятия управленческих решений в части операций аутсорсинга, в том числе в строительстве. Услуги аутсорсинга не определены в действующем российском законодательстве, как специфический вид услуг, что затрудняет построение прозрачных правовых отношений между участниками строительного производства. Это препятствует широкому применению аутсорсинга при производстве строительных работ, в отличие от широко распространенного строительного подряда, что следует оценить как общий инфраструктурный недостаток, затрудняющий развитие рынка строительных услуг, негативно сказывающийся на возможности применения различных вариантов организации строительного производства.

Следует отметить, что на глобальном строительном рынке практика аутсорсинга строительных работ широко распространена. Так, в Республике Ирак аутсорсинг в строительстве является преимущественной формой организации строительного производства, информационный образ экономики которой создается методами бухгалтерского учета. Причина этого кроется в последствиях многолетних военных действий, проходивших и продолжающихся на территории страны, приведших к потере ресурсной базы [4]. Однако, несмотря на востребованность в практике хозяйствования строительных организаций аутсорсинга, национальная учётная модель не отвечает запросам пользователей. Важным недостатком также являются неразвитые требования к аналитичности информации, необходимой для эффективного управления взаимоотношениями между передающей стороной и аутсорсером, что существенно затрудняет контроль.

Анализ практики применения аутсорсинга иракскими строительными организациями позволяет выделить отличительные черты аутсорсинга в сопоставлении с подрядными услугами в строительстве: длительность обслуживания предприятия-заказчика (более одного года); закрепление отношений контрактом (но не договором); принятие рисков качества и ответственности за выполнение работ аутсорсинговой компанией; участие аутсорсера в управлении предприятием-заказчиком (не только видом партнерского взаимодействия); административная поддержка управленческих решений, принимаемых предприятием-заказчиком (не только осознание аутсорсером увеличения размера собственного бизнеса); сервисные функции компании-заказчика (создание пищеблоков, уборка в подразделениях офиса, организация службы безопасности и др.) [3].

Национальная бухгалтерская модель Республики Ирак более аналитична, по сравнению с российской моделью, что может быть проиллюстрировано действующей методологией бухгалтерского учёта активов (см. табл.) [2]. Таким образом, на уровне государственного регулирования определен порядок формирования аналитических данных, влияющих на формирование стоимости активов, в том числе, формирующейся в ходе строительства объектов недвижимости.

Тем не менее, в обоих случаях: и в российской учётной практике, и в практике учёта в Республике Ирак, отсутствие необходимой аналитичности данных бухгалтерского учёта об операциях аутсорсинга работ в строительстве является главным недостатком национальных систем, влекущим за собой трудности и в организации управленческого учёта по операциям аутсорсинга. Существенное улучшение ситуации с информационным обеспечением управления аутсорсингом строительных работ может быть достигнуто за счёт одновременного совершенствования методологии и организации двух учётных подсистем – финансовой и управленческой.

Таблица

Выдержка из Плана счетов ЕСБУ Ирака

Код	Название счета	Код	Название субсчетов	Код	Название субсчетов второго порядка	Код	Название аналитических счетов	Код	Виды работ по мере необходимости
1	Активы	11	Основные средства	–	–	–	–	–	–
		12	Проекты под реализацию	121	Земли	–	–	–	–
				122	Здания, сооружения и дороги	1221	Здания		
						1222	Склады и шкафчики		
						1223	Колодцы, шахты и карьеры		
						1224	Дамбы и каналы		
						1225	Дороги и мосты		
						1227	Другие установки		
				123	Транспорт и мобильность	1231	Режимы автотранспортные		
						1232	Железнодорожный транспорт		
						1233	Речной транспорт		
						1234	Морской транспорт		
						1235	Воздушный транспорт		

В ряду наиболее актуальных мер можно назвать:

- совершенствование методологии бухгалтерского учёта, включая развитие инструментария единого плана счетов с учётом национальных особенностей при построении учётных систем, в частности – исламской модели учёта для стран, исповедующих ислам, и с учётом глобальных тенденций в регулировании бухгалтерского учёта посредством совершенствования стандартов МСФО;
- совершенствование организации бухгалтерского учёта, путём расширения практики передачи на аутсорсинг отдельных операций, целых процессов и функций, в частности – работ в строительстве, в дополнение к учётному аутсорсингу комплекса хозяйственной деятельности в полном объёме;
- совершенствование методологии управленческого учёта в определенности временной структуры стадий развития отношений, от стадии зарождения, через стадию роста и зрелости, до стадии спада, за счёт разработки отраслевого подхода при использовании функционального метода учёта затрат ABC по операциям аутсорсинга работ в строительстве [2, 5];
- совершенствование организации управленческого учёта путём разработки прикладной методики обоснования управленческих решений о передаче отдельных строительных работ на аутсорсинг исходя из эффективности принятия решений о передаче аутсорсеру, с позиций общей эффективности строительного производства.

В заключение следует отметить, что спектр проблемных вопросов, связанных с методологией и организацией учета аутсорсинговых операций в строительных организациях обширен, и для их решения требуется продолжение исследований.

ЛИТЕРАТУРА

1. Концепция бухгалтерского учета в рыночной экономике России: одобрена Методологическим советом по бухгалтерскому учету при Минфине РФ, Президентским советом ИПБ РФ 29.12.1997.

2. О рекомендациях и инструкциях по совершенствованию бухгалтерского учета, аудита и финансового контроля на базе хозяйствующих субъектов в Ираке: постановление Правительства Республики Ирак от 12 мая 2011 г. № 31-463.
3. *Алькарави Х.Д.* Аутсорсинг как фактор сокращения затрат фирмы // Вестник Челябинского государственного университета. Экономические науки. 2016. № 2 (384). Вып. 52. С. 115-120.
4. *Нассер А.С.Н.Д., Карпова Т.П., Осипов М.А., Островская О.Л.* Основные направления реформирования модели бухгалтерского учета в Ираке. М., 2019.
5. *Островская О.Л., Абдалова Е.Б., Осипов М.А.* Управленческий учет: опыт и инновации: монография. СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2016.

Калугина Я.А.

ОЦЕНКА ВЕРОЯТНОСТИ ДЕФОЛТА СУБЪЕКТА МАЛОГО БИЗНЕСА ПРИ БАНКОВСКОМ КРЕДИТОВАНИИ

Аннотация. В статье показано, что PD-модели являются одним из ключевых элементов оценки кредитоспособности заемщика-субъекта малого бизнеса. Сформулированы предложения для построения результативной PD-модели в отношении субъектов малого бизнеса. Представлены стадии разработки PD-модели для малого бизнеса.

Ключевые слова. Малый бизнес, банк, кредитование, кредитный риск, вероятность дефолта.

Kalugina Y.A.

EVALUATION OF PROBABILITY OF DEFAULT OF SMALL BUSINESS UNDER BANK LENDING

Abstract. This article showed that PD-models were one of the key elements in assessing the creditworthiness of a borrower-small business. The proposals were formulated to build an effective PD-model for small business. The development stages of the PD-model for small business were presented.

Keywords. Small business, bank, lending, credit risk, probability of default.

Развитие рыночной экономики Российской Федерации должно базироваться на результативной деятельности малого бизнеса, это составляет одно из приоритетных направлений политики государства. Так, по словам Председателя Правительства Российской Федерации Медведева Д.А., объем производства малого бизнеса в нашей стране, количество людей, вовлеченных в малый бизнес, остаются недостаточными: в Российской Федерации малым бизнесом занимается 20% населения, в большинстве развитых экономик эта цифра составляет более 50%, поэтому программы поддержки необходимо продолжать [3].

При этом, государство рассматривает такой финансовый институт, как банк, в качестве средства достижения национальных задач. Именно в контексте участия банков в реализации различных государственных программ по развитию малого бизнеса особенно важным становится вопрос вероятности наступления дефолта малого бизнеса при получении кредитов в банках, так как сектор малого и среднего бизнеса (МСБ) характеризуется низкой кредитоспособностью [5, с. 58].

Как известно, принятие кредитного решения банком состоит из следующих двух этапов (рисунок 1): оценка кредитоспособности заемщика; анализ структуры кредитной сделки. В рамках этих этапов главное значение принимают следующие вопросы: Как оценить уровень кредитного риска объективно? Какими инструментами необходимо пользоваться для оценки уровня кредитного риска?

Экономическая сущность вероятности наступления дефолта субъекта – предприятия малого бизнеса (англ. Probability of Default, PD) подразумевает вероятность неисполнения им обязательств в полном объеме и обозначенные сроки согласно кредитному договору [2, с. 192], основная цель использования которой заключается в получении объективной и статистически обоснованной количественной оценки риска заемщика – субъекта малого бизнеса. Модели вероятности наступления де-

ГРНТИ 06.73.75

© Калугина Я.А., 2019

Яна Александровна Калугина – старший преподаватель кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, г. Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: +7 812 458-97-09. E-mail: magaziner.ya@unecon.ru.

Статья поступила в редакцию 10.07.2019.

фолта (PD-модели) выступают ключевым элементом оценки кредитоспособности заемщика; они должны обладать следующими характеристиками: высокой дискриминационной способностью [4, с. 30]; дифференцированным подходом к каждому заемщику; построением на независимых переменных, которые характеризуют качество заемщика; разработкой, проверкой PD-модели на данных банка и отражением данных реальных заемщиков – субъектов малого бизнеса в банке.

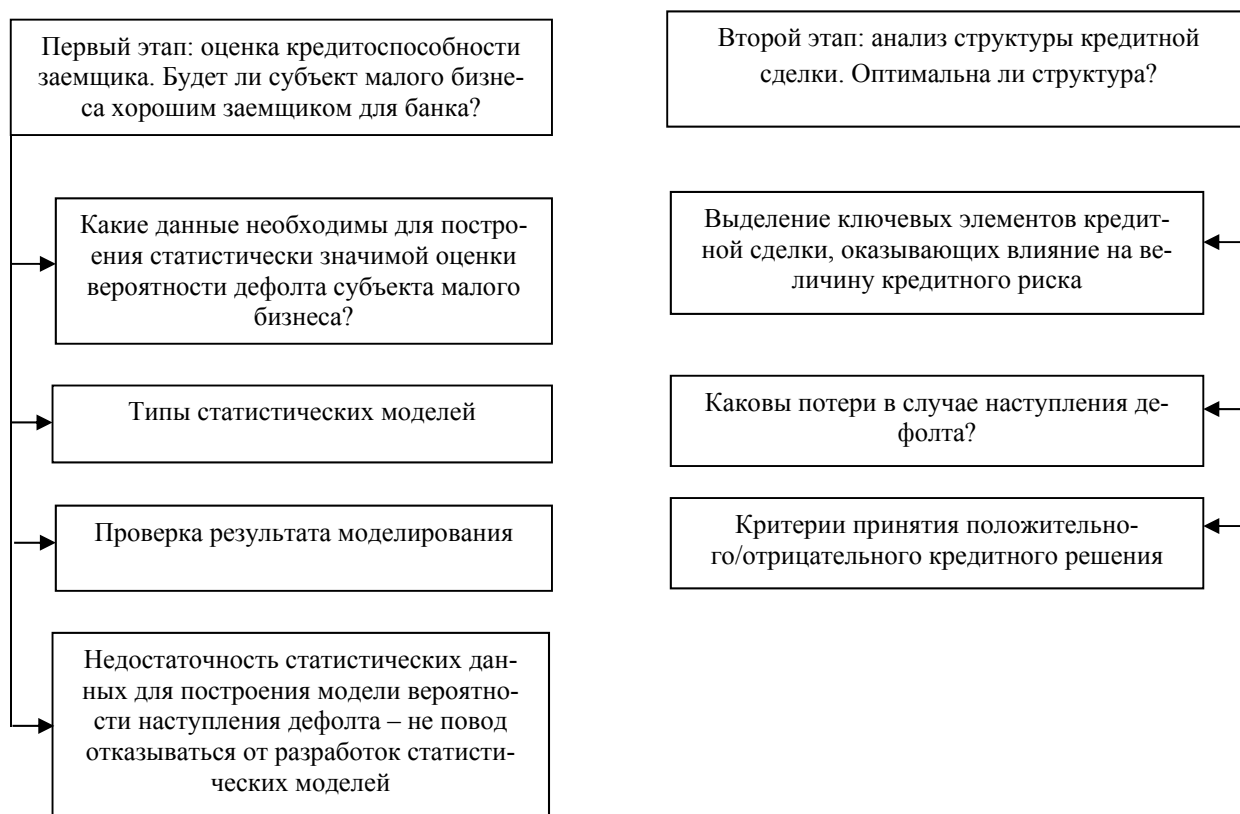


Рис. 1. Процедура принятия кредитного решения банком в отношении потенциального заемщика – субъекта малого бизнеса (составлено автором)

Для разработки результативной PD-модели в отношении клиента – субъекта малого бизнеса мы предлагаем учитывать предложения, представленные в таблице. В разработку PD-модели мы включаем 5 стадий (рисунок 2): сбор статистических данных, осуществление репрезентативной выборки, определение вероятности дефолта, выявление достаточного количества дефолтов, формирование однородных сегментов.

Таблица

Предложения для построения результативной PD-модели в отношении субъектов малого бизнеса

Факторы		Рекомендуемый подход
Единое определение дефолта	1) функционирование целостной базы данных по возникшим дефолтам; 2) ресурс для интерпретации результатов	1) использование единого определения дефолта согласно рекомендациям Базельского комитета по банковскому надзору (90 дней просроченной задолженности) [1]; 2) наличие качественных критериев
Обязательная сегментация субъектов малого бизнеса	1) повышение точности PD-модели; 2) различные факторы имеют разное значение для каждой отрасли, в которой ведет деятельность субъект малого бизнеса	для каждой отрасли должны быть разработаны разные PD-модели с различными удельными весами факторов

Окончание табл.

Факторы		Рекомендуемый подход
Наличие базы статистических данных	1) большой период времени для сбора необходимого объема статистических данных; 2) точность PD-модели имеет прямую зависимость от объема статистических данных	1) статистические данные должны содержать переменные, необходимые для разработки PD-модели; 2) акцент на уменьшение количества ошибок при построении PD-модели, что сказывается ее на точности

Составлено автором.



Рис. 2. Стадии разработки PD-модели в отношении субъектов малого бизнеса (составлено автором)

По результатам исследования проблемы сформулируем, что же необходимо для построения результативной PD-модели в отношении заемщиков-субъектов малого бизнеса:

- 1) придерживаться единого определения дефолта для достижения консистентности баз данных и разрабатываемых моделей;
- 2) проводить качественную сегментацию субъектов малого бизнеса;
- 3) использовать качественные данные, которые характеризуют выделенные сегменты заемщиков – субъектов малого бизнеса.

ЛИТЕРАТУРА

1. Банк Международных расчетов: официальный сайт. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.bis.org/bcbs/qis/qis3qa_f.htm (дата обращения 01.04.2019).

2. *Ишмуратова Т.В.* Математическое моделирование потерь в случае наступления дефолта на уровне кредитного обязательства // Вестник Чувашского университета. 2018. № 3. С. 192-205.
3. Сетевое издание РИА Новости: официальный сайт. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.ria.ru/society/20180629/1523660319.html> (дата обращения 10.04.2019).
4. *Стежкин А.А.* О методах валидации рейтинговых систем в рамках подхода внутренних рейтингов к оценке кредитного риска банков // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 32. С. 29-41.
5. *Тарачев В.А., Емельянов В.Ю., Богданов А.А.* Коммерческие денежные требования – эволюционный финансовый инструмент // Банковское дело. 2019. № 6. С. 57-60.

Евстафьева И.Ю., Иванова Н.Г.

**ПРОЕКТЫ ПОВЫШЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ ГРАМОТНОСТИ
И РАЗВИТИЯ ИНИЦИАТИВНОГО БЮДЖЕТИРОВАНИЯ:
ОБЗОР МАТЕРИАЛОВ ПАНЕЛЬНОЙ ДИСКУССИИ**

Аннотация. В статье представлен обзор четырёхлетнего опыта проведения панельной научной дискуссии, посвященной вопросам повышения финансовой грамотности граждан и развития инициативного бюджетирования, которая с 2016 года ежегодно проходит в СПбГЭУ в рамках Международной конференции «Архитектура финансов».

Ключевые слова. Финансовая грамотность, национальный проект повышения финансовой грамотности, инициативное бюджетирование.

Evstafieva I.U., Ivanova N.G.

**PROJECTS TO INCREASE FINANCIAL LITERACY AND DEVELOPMENT
OF INITIATIVE BUDGETING: REVIEW OF PANEL DISCUSSION MATERIALS**

Abstract. The article provides an overview of four years of experience in conducting a panel discussion on improving the financial literacy of citizens and the development of initiative budgeting, which is held annually in 2016 at St. Petersburg State University of Economics within the framework of the International Conference "Architecture of Finance".

Keywords. Financial literacy, national financial literacy project, initiative budgeting.

12 апреля 2019 года в рамках X Международной научно-практической конференции «Архитектура финансов: форсаж-развитие экономики в условиях внешних шоков и внутренних противоречий» прошла панельная дискуссия на тему: «Проекты по повышению уровня финансовой грамотности населения и развитию инициативного бюджетирования в России». Программы и проекты, нацеленные на развитие общественного участия в бюджетном процессе и повышение уровня финансовой грамотности населения России, реализуются на протяжении многих лет, но сохраняют свою актуальность. На федеральном уровне по теме повышения финансовой грамотности граждан в 2017 году принят стратегический документ [1], однако уже накоплен значительный практический опыт, который требует научного осмысления, определения новых подходов и перспектив.

Пути повышения уровня финансовой грамотности граждан и развития инициативного бюджетирования в России активно обсуждаются профессиональным сообществом, в научных кругах, а также на различных уровнях управления экономикой. Поведение граждан в значительной степени определя-

ГРНТИ 06.73.02

© Евстафьева И.Ю., Иванова Н.Г., 2019

Ирина Юрьевна Евстафьева – кандидат экономических наук, доцент, исполняющая обязанности декана факультета экономики и финансов Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Наталья Георгиевна Иванова – доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой государственных и муниципальных финансов Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с авторами (Иванова Н.Г.): 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: 8 812 310 40 71. E-mail: ivanova.n@unecon.ru.

Статья поступила в редакцию 10.07.2019.

ет стабильность финансовой системы и финансового рынка, что обуславливает необходимость комплексного подхода к решению проблемы финансового просвещения с участием всех заинтересованных сторон. Мероприятия, проводимые федеральными, региональными органами власти, а также представителями финансовых рынков, имеют характерное развитие и приобретают новое качество, что предопределяет актуальность анализа полученных результатов и обсуждения дальнейших путей реализации национального проекта «Содействие повышению уровня финансовой грамотности населения и развитию финансового образования в Российской Федерации».

Четвертый год подряд, традиционно, в рамках Международной конференции «Архитектура финансов» проходит панельная дискуссия по данной теме, что обусловлено ее актуальностью, с одной стороны, с другой стороны, СПбГЭУ, с учетом накопленного опыта, считается одним из лидеров в продвижении проектов по финансовой грамотности и развитию инициативного бюджетирования.

Нас часто спрашивают, почему мы объединяем два вопроса – повышение финансовой грамотности и развитие инициативного бюджетирования, в рамках одной темы. Для многих экспертов эти вопросы являются самостоятельными. Примечательно, что в Минфине России за каждый из вопросов отвечают разные департаменты. Парадоксальным выглядит тот факт, что для самой важной категории граждан – школьников – проходит раздельное обучение программам финансовой и бюджетной грамотности. С нашей точки зрения, эти вопросы следует увязывать, поскольку, в конечном счете, они нацелены на повышение благосостояния граждан. Не случайно поэтому то, что в СПбГЭУ в 2018 году был создан учебно-методический центр по повышению уровня финансовой грамотности и развитию инициативного бюджетирования (УМЦ ФГиРИБ), который занимается консультационной, экспертной и просветительской деятельностью, в том числе – проведением дополнительного образования граждан по финансовой грамотности и инициативному бюджетированию.

Первая панельная дискуссия по теме: «Национальный Проект повышение финансовой грамотности населения» состоялась 21 апреля 2016 года, и, несмотря на вечернее время, вызвала неподдельный интерес участников конференции. Во время дискуссии доцент кафедры государственных и муниципальных финансов Жилюк Д.А. осветил зарубежный опыт повышения финансовой грамотности граждан. Заведующая кафедрой государственных и муниципальных финансов Иванова Н.Г. рассказала об опыте СПбГЭУ в этом направлении. Этот опыт представлен научным и учебными публикациями специалистов университета, большой просветительской работой.

Так, с 2015 года преподаватели факультета экономики и финансов ведут на постоянной основе страничку «Финансовый ликбез» на телеканале «Санкт-Петербург». Среди спикеров были не только преподаватели СПбГЭУ, но и, например, представитель Банка России Травникова М.И. – начальник Управления по связям с общественностью Северо-Западного Главного управления Центрального банка Российской Федерации. Тогда впервые мы пригласили к научному обсуждению проблем повышения финансовой грамотности Фитисова А.В., кандидата социологических наук, инвалида I группы по зрению, человека, который, несмотря на почти полное нарушение зрения, активно занимается проблематикой финансовой грамотности, прилагает огромные усилия для финансового просвещения в среде инвалидов. На долгие годы установился наш творческий союз с Фитисовым А.В.

Панельная дискуссия в 2017 году называлась: «Финансовая грамотность и инициативное бюджетирование для граждан». К научному обсуждению проблем были приглашены также ученые и практики из Москвы: Берзон Н.И. – директор Федерального методического центра по финансовой грамотности системы общего и среднего профессионального образования; Вагин В.В. – руководитель Центра инициативного бюджетирования Научно-исследовательского финансового института (НИФИ) Минфина РФ; Шульга И.Е. – руководитель Программы поддержки местных инициатив Всемирного банка в России. В дискуссии приняла участие Лукьянова Н.Г., заместитель председателя Комитета финансов Санкт-Петербурга.

Обсуждались следующие вопросы: какие результаты получены на современном этапе реализации национального проекта «Повышение финансовой грамотности населения», каковы перспективы его развития в регионах; цель и задачи центров повышения финансовой грамотности на федеральном и региональном уровнях; какой получен опыт, какие существуют перспективы в области внедрения местных инициатив и развития инициативного бюджетирования в Санкт-Петербурге и других регионах России. Иванова Н.Г. рассказала о вкладе СПбГЭУ в развитие национального проекта «Повышение финансовой грамотности населения».

Панельная дискуссия 2018 года на тему: «Финансовая грамотность и инициативное бюджетирование как современные факторы защиты и повышения благосостояния граждан» наглядно показала, что наша площадка получила высокое признание со стороны экспертного сообщества и вышла на международный уровень. Так, в панельной дискуссии принял участие профессор из Великобритании Кабанн Ив, один из авторитетных ученых в мире в сфере партисипаторного / инициативного бюджетирования. Он особо подчеркнул вклад инициативного бюджетирования в повышение эффективности бюджетных расходов. В выступлении Вагина В.В., руководителя Центра инициативного бюджетирования Научно-исследовательского финансового института Минфина России, было сказано о том, как идет продвижение инициативного бюджетирования в России, какие есть проблемы и пути их решения.

В рамках дискуссии Лукьянова Н.Г., заместитель председателя Комитета финансов Санкт-Петербурга, осветила проект инициативного бюджетирования «Твой бюджет», который набирает практические обороты в Санкт-Петербурге. В дискуссии принял участие Шилов Л.А., один из консультантов проекта «Твой бюджет», представитель Европейского университета. В завершение дискуссии Иванова Н.Г. рассказала о том, что в обсуждаемых проектах университетам отводится огромная роль, и в подтверждении своего тезиса рассказала о новом уникальном проекте СПбГЭУ на тему: «Разработка, апробация и распространение инструментов обеспечения доступной финансовой среды для людей с ограниченными возможностями здоровья» [2].

Бессменным модератором всех панельных дискуссий по данной теме была Евстафьева И.Ю., декан факультета экономики и финансов СПбГЭУ. Эта традиция была продолжена и в 2019 году. В 2019 году расширился состав спикеров панельной дискуссии и их география. Во время этой дискуссии на тему: «Проекты по повышению уровня финансовой грамотности населения и развитию инициативного бюджетирования в России» обсуждались следующие вопросы: какая роль инициативного (партисипаторного) бюджетирования в экономике и социальной сфере современного государства; как идет продвижение инициативного бюджетирования в России, какие перспективы; какие получены результаты на современном этапе реализации проекта по повышению уровня финансовой грамотности населения, какие перспективы его развития в регионах; какие новые финансовые инструменты можно предложить гражданам; какой опыт может представить Санкт-Петербург по повышению уровня финансовой грамотности в сфере общего и среднего-профессионального образования, а также для других групп граждан.

Представим далее основные положения из выступлений спикеров.

Берзон Н.И., заслуженный экономист России, руководитель Федерального методического центра по финансовой грамотности системы общего и среднего профессионального образования выступил по теме: «Новые финансовые инструменты для частного инвестора». Он обратил внимание на значительный рост банковских депозитов граждан РФ, но отметил риски, связанные с этим инструментом: нестабильность банковского сектора; низкие процентные ставки по депозитам; система страхования вкладов ограничена суммой 1,4 млн рублей. Количество частных инвесторов в России продолжает оставаться на низком уровне в сравнении с зарубежными странами. Вместе с тем, доходность по ОФЗ-н превышает ставки по депозитам. Государство предусмотрело значительные льготы для частных инвесторов, в том числе, в связи с применением индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). Однако граждане зачастую не знают про новые инструменты, поэтому велика роль финансового просвещения.

Шахвердова А.Э., директор Межрегионального методического центра (ММЦ) ИДПО НИУ ВШЭ – Санкт-Петербург, выступила на тему: «Опыт Санкт-Петербургского ММЦ в реализации проекта по повышению уровня финансовой грамотности населения». Она рассказала, что ММЦ был создан 30.03.2018 г., он входит в Федеральную методическую сеть по финансовой грамотности системы общего и среднего профессионального образования. Сетевой принцип предполагает, что педагоги, пройдя повышение квалификации по финансовой грамотности, будут распространять новые знания среди школьников. ММЦ в Санкт-Петербурге работает на паритетных началах двух вузов: НИУ ВШЭ – Санкт-Петербург и СПбГЭУ. С октября 2018 года по март 2019 года по программе повышения финансовой грамотности прошли обучение 18 групп слушателей (842 педагога): Санкт-Петербург – 559 педагогов (66%); Ленинградская область – 182 (22%); Псковская область – 101 (12%). 28-29 марта 2019 года по итогам работы прошла межрегиональная конференция, которая

собрала более 250 участников, перед которыми выступили 60 спикеров на 11 секциях. ММЦ продолжает свою работу, расширяет географию, так с 2019 года обучение будет проходить и для педагогов Новгородской области.

Голубева Е., директор НКО «Центр финансового просвещения и защиты», финансовый волонтер, осветила актуальные вопросы реализации проекта по повышению уровня финансовой грамотности населения на территории Санкт-Петербурга и Ленинградской области. Она рассказала о значимости повышения финансовой грамотности для представителей малого бизнеса. Кафедра государственных и муниципальных финансов активно сотрудничает с Голубевой Е., она часто выступает перед студентами, рассказывает им про движение финансовых волонтеров.

Лукьянова Н.Г., заместитель председателя комитета финансов Санкт-Петербурга, представила доклад на тему: «Вклад инициативного бюджетирования в развитие мегаполиса на примере проекта Санкт-Петербурга «Твой бюджет». Проект «Твой бюджет» был разработан с учетом лучших международных практик и стартовал в Санкт-Петербурге в 2016 году. Суть его заключается в вовлечении граждан в бюджетный процесс города на основе внедрения их инициатив, которые побеждают по итогам голосования на специальных бюджетных комиссиях. Первоначально в проекте участвовали не более 500 человек, а к 2018 году – более 7 тыс. человек. Шесть из 18 районов Санкт-Петербурга реализуют этот проект. В совокупности на инициативы граждан ежегодно направляется 90 млн рублей. За 2016-2019 годы в проекте «Твой бюджет» участвовало 12 265 граждан, которые представили 15 033 идеи, из них были признаны победителями 47 инициатив, 22 инициативы уже реализованы на сумму 250 млн руб. Эти инициативы связаны с развитием городской инфраструктуры и социальной политикой, в их числе – пункты обогрева для бездомных граждан в холодный сезон, благоустройство набережной реки Смоленки, велодорожки и т.п. Эффект для города проекта «Твой бюджет» заключается в том, что бюджетная политика реализуется на основе мнения граждан, в результате происходит рост доверия к власти, снижение социальной напряженности. Конечная цель проекта – повышение качества жизни горожан. Лукьянова Н.Г. рассказала о старте в 2019 году проекта «Твой бюджет» для школьников, в организации которого СПбГЭУ примет активное участие. В рамках конференции 2020 года мы обязательно обсудим школьный проект.

Шинкарева О.В., заведующая кафедрой финансов и кредита Российского государственного социального университета, представила доклад на тему: «ТОС и местный бюджет: лучшие муниципальные практики». По ее мнению, инициативное бюджетирование лучше подходит для небольших поселений и городских округов. На примере Заводоуковского городского округа Тюменской области она рассказала о реализации муниципальной программы «Развитие территориального общественного самоуправления (ТОС)». В отличие от проекта «Твой бюджет» в Санкт-Петербурге, где не предусмотрено софинансирование со стороны граждан, в этой программе осуществляется софинансирование бюджетом добровольных взносов населения в соотношении 1:3, то есть, на каждый рубль, поступивший от граждан, из бюджета муниципалитета выделяется 3 рубля. Представленная муниципальная программа обладает целым рядом преимуществ, но есть и риски, связанные, прежде всего, со сложностью поиска компромисса среди различных групп населения. Шинкарева О.В. представила примеры и других поселений – победителей конкурса среди муниципальных образований.

Гаврилова Н.В., ведущий научный сотрудник Центра инициативного бюджетирования НИФИ Минфина России, рассмотрела тему: «Зарубежный опыт инициативного бюджетирования». Она обратила внимание на тот факт, что опыт инициативного бюджетирования в мире насчитывает более 30 лет, и по праву считается одной из основных надежд на дальнейшее развитие демократии. Переходя к России, она отметила, что начиная с 2015 года Министерством финансов Российской Федерации в рамках направления повышения открытости управления государственными и муниципальными финансами оказывается поддержка развития практик инициативного бюджетирования в субъектах Российской Федерации. Созданный на базе Научно-исследовательского финансового института Минфина России Центр инициативного бюджетирования осуществляет регулярные образовательные мероприятия на тему инициативного бюджетирования и распространения лучших практик субъектов Российской Федерации и отдельных муниципальных образований, реализует исследовательское сопровождение инициативного бюджетирования в Российской Федерации [3].

В работе панели также приняли участие представители Комитета финансов Санкт-Петербурга, преподаватели и аспиранты вузов России, зарубежные гости. Во время дискуссии состоялся интерес-

ный диалог, который вызвал горячее обсуждение и в который раз подчеркнул высокий интерес к данной теме со стороны научного и делового сообщества. Эта тема прочно вошла в научную проблематику Международной научно-практической конференции «Архитектура финансов».

ЛИТЕРАТУРА

1. Об утверждении Стратегии повышения финансовой грамотности в Российской Федерации на 2017-2023 годы: Распоряжение Правительства РФ от 25 сентября 2017 г. № 2039-р.
2. *Евстафьева И.Ю., Иванова Н.Г., Шубаева В.Г.* Разработка концепции программы повышения финансовой грамотности и развития инициативного бюджетирования в Санкт-Петербурге // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. 2018. № 2 (110). С. 37-43.
3. Доклад о лучшей практике развития инициативного бюджетирования в субъектах РФ и муниципальных образованиях. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.minfin.ru/common/upload/library/2018/08/main/IB_2018.pdf (дата обращения 11.05.2019).

Ходунова М.А.

ДОЛГОСРОЧНОЕ УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА: ИНСТРУМЕНТЫ И МЕХАНИЗМЫ

***Аннотация.** В статье представлены выявленные автором основные характеристики и параметры современного финансового рынка. Определены принципы построения и функционирования финансового рынка для обеспечения финансовой стабильности. Дано новое определение финансового рынка и разработан новый проактивный подход к аналитике и управлению на финансовом рынке в Российской Федерации для обеспечения устойчивого экономического роста с использованием новых инструментов, механизмов и технологий.*

***Ключевые слова.** Финансовый рынок, финтех, необанк, подрывные инновации, цифровизация российской экономики, финансовая стабильность.*

Khodunova M.A.

LONG-TERM SUSTAINABLE DEVELOPMENT OF THE RUSSIAN FINANCIAL MARKET: INSTRUMENTS AND MECHANISMS

***Abstract.** The author presents key characteristics and parameters of a modern financial market. The principles of creating and functioning the financial market to ensure financial stability are defined. The new definition of the financial market is given and the proactive approach to the analytics and governance in the Russian financial market for providing the sustainable economic growth using new instruments, mechanisms and technologies is developed.*

***Keywords.** Financial market, Fintech, new banking, disruptive innovation, digitalization of the Russian economy, financial stability.*

Среди существующих в настоящее время недостатков и проблем, сдерживающих развитие российского финансового рынка, можно выделить следующие: неопределенность базового его определения, преобладание технического анализа финансового рынка (по сравнению с фундаментальным анализом), недостаточное внимание к анализу факторов, определяющих место и развитие региональных финансовых рынков в России, недостаточное развитие небанковских финансовых институтов, отставание по уровню дериватизации и секьюритизации, негативные проявления внешних воздействий в виде секторальных санкций, а также волатильность на мировых финансовых рынках, макроэкономическая нестабильность, отток капитала из страны, колебания валютных курсов, резкое сокращение возможностей внешнего заимствования, негативные рейтинги мировых рейтинговых агентств, закрытость внешних рынков капитала, рост просроченной задолженности населения, недостаточно быстрая реализация проектов государственно-частного партнерства и других крупных инфраструктурных про-

ГРНТИ 06.73.35

© Ходунова М.А., 2019

Мария Андреевна Ходунова — аспирант, научный стажер-исследователь кафедры банков, финансовых рынков и страхования Санкт-Петербургского государственного экономического университета.

Контактные данные для связи с автором: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел.: +7 911 008-37-14. E-mail: khodunova@gmail.com.

Статья поступила в редакцию 15.05.2019.

ектов (как в отдельных регионах, так и в стране в целом), медленные темпы развития финтех-индустрии, сокращение инвестиционных программ, ограниченные возможности использования государственных ресурсов для докапитализации банковского сектора (bail-out), недостаточная обеспеченность финансовыми услугами населения в некоторых регионах страны, реактивная (а не проактивная) система сбора и обработки информации об участниках финансового сектора и др.

Нами предлагаются новый концептуальный подход к обеспечению финансовой стабильности и создание механизма проактивного финансового мониторинга и управления. Известно, что Резервный фонд исчерпан, использование пенсионных средств – достаточно тонкий и чувствительный вопрос при формировании института длинных денег, депозиты корпоративных структур и населения в основном носят краткосрочный (среднесрочный) характер, внешнее фондирование ограничено, вызовы, которые стоят перед российской экономикой, обуславливают трансформацию подходов к развитию финансового рынка (трансформацию способов, механизмов привлечения финансирования реального сектора экономики, инструментов, модели поведения участников финансового рынка, элементов инфраструктуры финансового рынка). Несмотря на регистрируемый структурный профицит ликвидности, заявляется отсутствие качественно подготовленных проектов для финансирования.

Мы предлагаем создание системы Региональных управляющих центров с механизмом проактивного финансового мониторинга и управления, направленной на повышение качества проектов для финансирования за счет обеспечения эффективного и прозрачного взаимодействия участников, формирования и развития соответствующей инфраструктуры. Учитывая современные технологии, программы (в том числе, «Цифровая экономика Российской Федерации», «Основные направления развития финансовых технологий на период 2018-2020 годов» и т.д.) и стратегии развития отдельных сегментов финансового рынка, уделяя внимание сфере финтех (облачные технологии, открытые API, Большие данные, технологии распределенного реестра/блокчейн (мастерчейн), виртуальные деньги, необанки, искусственный интеллект, интернет вещей, мобильность и интерактивность, криптотехнологии, кибербезопасность и др.), предлагаем механизм гармоничного развития финансового рынка, заключающийся в проактивном финансовом управлении для обеспечения участников финансового рынка источниками финансирования и соответствующей информацией.

Прозрачное управление финансовыми потоками позволяет оценить и проанализировать возможности участников, в том числе по генерации денежных потоков, в режиме реального времени, сделать возможным объединение усилий государственного и частного секторов, выявить драйверы роста в каждом регионе и на местах решить вопрос с имеющимся и требуемым финансированием, выявленным в ходе мониторинга соответствующих проектов реальной экономики. Резервы финансирования экономики находятся в области запаса эффективности функционирования рынка на региональном уровне. Повышение информационной симметрии для участников рынка выражается в повышении его общей эффективности, предлагаемый механизм проактивного финансового мониторинга и управления направлен на сглаживание существующих диспропорций в финансово-экономической сфере и повышение операционной, экономической и информационной эффективности.

Предлагается к реализации комплекс организационных, управленческих, кадровых, финансовых решений, направленных на создание прозрачного и гибкого механизма мониторинга, оценки и регулирования финансового рынка, который может быть рекомендован к включению в формирующиеся Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов [1]. Это позволит в значительной мере устранить существующий дисбаланс в экономическом развитии отдельных субъектов, минимизировать операционные издержки, сократить нецелевые расходы бюджетов разных уровней за счет грамотно построенной системы управления движением финансовых ресурсов. Таким образом, за счет постоянной трансформации существующих финансовых инструментов, создания новых финансовых институтов, услуг и сервисов обеспечивается непрерывное движение финансовых потоков.

В своих взглядах мы также опираемся на геополитическую обстановку и вызовы от применения секторальных санкций в отношении России. По этим причинам в современных условиях достаточно много внимания уделяется вопросам повышения национальной финансовой безопасности и стабильности, решение которых невозможно без комплексных, согласованных, своевременных изменений

и модернизации финансовой системы. В этой связи вполне правомерной кажется инициатива по созданию новой системы организации движения денежных потоков и контроля за их использованием, в основе которой должна находиться отечественная платежная система.

На сегодняшний день требуют более детального изучения механизмы вовлечения ресурсов домохозяйств с использованием современных информационных технологий (например, с помощью платежных систем) для последующего развития финансового рынка (сначала на региональном и местном уровнях). На практике мы достаточно часто сталкиваемся с проблемой информационной закрытости, отсутствия транспарентности, разрозненностью и фрагментарностью представленных данных по финансовым рынкам, что препятствует своевременному оповещению инвесторов о проблемах с ликвидностью, поэтому предлагаем создать механизм проактивного мониторинга, оценки и регулирования финансового рынка, при этом учитывая позицию и видение мегарегулятора в части определения его границ и глубины.

Создание предлагаемого нами комплексного механизма функционирования финансового рынка отвечает в полной мере всем требованиям новой экономической реальности в контексте современных векторов развития, а именно: глобализации, моноцентризма, дезинтермедиации и секьюритизации с поправкой на явления дестабилизации. При этом мы предлагаем определять финансовый рынок:

- через его сущностные характеристики, которые соответствуют постоянно меняющейся финансовой ситуации в стране и мире, отсюда его мультикомпонентность, полифункциональность, сложность настройки и многозадачность (в этой связи предлагаем выделять следующие новые функции финансового рынка: консолидирующую (или функцию консолидации всех участников финансового рынка посредством новых финансовых информационных технологий и институциональных инструментов), технологическую (анализ, внедрение и оценка перспективных, адаптируемых для целей повышения регулирования современного российского финансового рынка и его транспарентности для основных заинтересованных сторон технологий), трансформационную (трансформация классических методов, схем взаимодействия участников, инструментов, механизмов для адаптации к постоянно меняющимся современным экономическим реалиям), которая тесно связана с модернизационной функцией (имеет своим результатом перенос всех преимуществ от трансформации, указанной выше, в нефинансовый сектор экономики с целью повышения финансовой стабильности и обеспечения устойчивого экономического роста), генерирующую (функцию продуктовой имплементации));
- как особую сферу финансово-экономических отношений по поводу разработки, тестирования и внедрения новых, структурированных с учетом текущих потребностей экономики, инструментов и продуктов, а также купли/продажи и последующего размещения финансовых активов (то есть обращения финансовых активов на вторичном рынке) в регионе через разветвленную систему участников рынка. Таким образом, мы добиваемся триединства: институциональная структура + финансовые инструменты (продукты) + механизм взаимодействия (система финансово-экономических отношений) [5, с. 43]. В условиях экономической турбулентности, внешних ограничений и перманентной волатильности в финансовой сфере считаем возможным и целесообразным определять финансовый рынок исходя из современного мультифакторного «up-to-date» подхода через введение неотъемлемых атрибутов современного финансового рынка. Мы относим к ним встроенные параметры «адаптивности/неадаптивности», базирующиеся на критериальной матрице финансового развития региона (для оценки возможности присвоения региону статуса «самофинансируемого субъекта»). Мы вводим понятие «адаптивности/неадаптивности» региона к финансовым инновациям для дальнейшего присвоения региону рейтинга и статуса «самофинансируемого субъекта».

Пояснения требует авторское понятие «самофинансируемый субъект», упомянутое выше. Это такой регион, который отличает способность через развитую финансовую инфраструктуру и диверсифицированный инструментарий обеспечивать финансирование всех инвестиционно-инновационных проектов (включая проекты государственно-частного партнерства), благодаря чему достигаются устойчивое развитие и финансовая стабильность в долгосрочной перспективе. Принципиально новое видение финансового рынка в условиях экономической нестабильности подразумевает включение таких его неотъемлемых характеристик, как:

- адаптивность и масштабируемость (адаптация современного рынка к текущим реалиям экономической жизни, возможность реализации финансовых операций в субъектах РФ с различной структурой участников);
- гибкость взаимодействующих элементов (постоянная обратная связь объекта управления с управляющей системой и мгновенное принятие решений по ключевым актуальным финансовым вопросам);
- активное использование финансовых инноваций, новых платежных и расчетных механизмов, омниканальность в процессах взаимодействия участников, персонализация финансовых продуктов для инвестиционного развития (включая субфедеральный и уровень местного самоуправления);
- проактивность с целью обеспечения информационной, операционной и экономической эффективности деятельности на финансовых рынках;
- кросс-платформенность, экосистемность современного финансового рынка и соответствующий проектно-стратегический подход к управлению развитием в финансово-экономической сфере.

Мы смещаем исследовательский акцент в сторону стратегического развития, в фокусе – долгосрочное инвестиционное развитие, создание института длинных денег, снижение негативных внешних шоков, устойчивое экономическое развитие, снижение волатильности, противодействие оттокам капитала. В основе – решение проблемы тонкого сочетания элементов финансового рынка, обеспечения финансового равновесия и устойчивого развития экономики, и в то же время формирования механизмов и моделей, призванных реализовать амбициозный сценарий – многократное увеличение финансовой глубины и ширины рынка с перспективой циклического развития и совершенствования существующих инструментов и технологий [3]. На наш взгляд, создание гибкой, масштабируемой системы проактивного финансового менеджмента и мониторинга обеспечит достижение цели системного увеличения объемов финансового рынка на разных уровнях.

Отметим, что основным сектором финансового рынка Российской Федерации является банковский сегмент, что приближает модель национального финансового рынка к континентальному типу, однако в долгосрочной перспективе для обеспечения устойчивого развития российской экономики необходимо переходить к смешанной модели с преобладающим банковским ядром, развивая рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов, при этом понимая, что реальная экономика – это базис, а финансовый сектор – надстройка, и поэтому важен именно комплексный концептуальный подход к организации процесса проактивного гибкого управления финансовыми потоками на финансовом рынке. Современная экономическая реальность такова, что существовавшие механизмы управления финансовыми потоками уже недостаточно, государство и частные организации вынуждены объединять свои усилия для достижения устойчивого развития и приемлемых темпов экономического роста. В сферу финансовых отношений все в большей мере проникают информационные технологии и финансовые инновации.

Считаем целесообразным внедрить механизм эффективно функционирующего в условиях неустойчивого равновесия финансового рынка, используя комплексный подход и новые возможности экономики знаний и цифровой экономики, при этом учитывая позицию и видение мегарегулятора в части определения границ и глубины финансового рынка [4]. Заметна нарастающая потребность регионов в увеличении ёмкости рынка за счёт выпуска новых ценных бумаг, деривативов и инфраструктурных облигаций, структурных облигаций, заключения контрактов СПИК 2.0, зеленых облигаций, фабрики проектного финансирования (и ее инструмента – синдицированного кредитования) и инфраструктурной ипотеки. При этом дальнейшее развитие финансового рынка возможно будет проводить как за счёт вертикальной интеграции, так и за счет региональной автономизации.

Самофинансируемый регион, как предлагает автор, можно определить через его принципы функционирования и неотъемлемые характеристики, связанные с индикативными показателями (КРП), определяющими его рейтинг по шкале «адаптивный/неадаптивный финансовый рынок». Вопрос рейтингования решается благодаря организации соответствующего рейтингового агентства как одного из участников современной архитектуры финансовых рынков. Предлагаемые к созданию «самофинансируемые регионы» – это регионы, которые могут самостоятельно генерировать финансовые ресурсы; независимы от внешних негативных шоков и влияния санкций; открыты и прозрачны для контрольно-надзорных органов; функционируют по принципу замкнутого цикла. Опираясь на проведенные ис-

следования, считаем целесообразным и приемлемым ввести компоненты финансового развития региона и увязать их с оценочными индикаторами «адаптивный финансовый рынок» и «неадаптивный финансовый рынок».

Авторский аналитический «up-to-date»-подход (или гибридная аналитика финансового рынка в текущий момент времени) состоит в следующем: ориентация на результат, т.е. понимание какими возможностями (финансовыми ресурсами) обладают субъекты финансового рынка для целей инвестирования в реальный сектор экономики, таким образом будет обеспечиваться прямая и обратная связь участников финансового рынка; использование мультиканальности (омниканальности) и открытых платформ; применение облачных технологий, программных средств для анализа и обработки больших массивов информации (big data, data in motion, smart data); настраиваемость модулей для легкости и доступности обработки информации специалистами (персонализация); использование ресурсов малых инновационных предприятий при вузах для качественной подготовки специалистов, проводящих анализ, а также кросс-функциональных мобильных команд специалистов; интуитивная навигация и понятность для пользователей; онлайн анализ финансовой ситуации на рынке для проактивного управления и др.

Требуется переход от реактивного управления финансовыми потоками проектов и целевых программ к проактивному, то есть от управления статистикой «вчерашнего дня» к управлению в режиме реального времени, от реагирования на инциденты до поиска проблем и предотвращения их возникновения. Для реактивного управления финансовыми потоками характерно принятие управленческих и инвестиционных решений как реакции на существующие или выявленные проблемы (то есть ex-post facto, пассивный стиль управления). Проактивное управление финансовыми потоками (ex-ante) – управление финансами, основу которого составляют финансово-экономический анализ с учетом постановки стратегических целей деятельности и поиск способов их достижения, прогнозирование потенциальных изменений и отклонений во внешней и внутренней среде и продуманный предварительный комплекс мер по их устранению.

Проактивный подход заключается в следующем: создание общей обширной информационной базы данных; анализ всех информационных потоков из-за обеспечения высокой доступности необходимых данных; мониторинг и исправление (устранение) нежелательных изменений в режиме реального времени. Считаем целесообразным и обоснованным при реализации инвестиционно-инфраструктурных проектов (в том числе на принципах государственно-частного партнерства) внедрить систему проактивного мониторинга, надзора и контроля за осуществлением финансовых транзакций.

Предлагаем авторский экосистемный (сервисно-технологический) подход к развитию финансового рынка:

- увязан с новыми программами по финтех-индустрии [2], цифровой экономике, фабрике проектного финансирования, механизмами инфраструктурной ипотеки, синдицированного кредитования и отдельными отраслевыми программами по секторам финансового рынка;
- рассматривает финансовый рынок как систему взаимодействующих элементов в период цифровой трансформации экономики с соответствующими чертами и характеристиками. Видоизмененная архитектура финансового рынка: электронные мгновенные платежи и платежные системы в комплексе с элементами инфраструктуры финансового рынка создают благоприятную среду для развития бизнеса и проектов (на основе государственно-частного партнерства, фабрики проектного финансирования и инфраструктурной ипотеки). Это – конституирующая основа для генерации инструментов и технологий, решений, схем и принципов для сложных механизмов финансирования (структурированных продуктов) экономики реального сектора. Как следствие, ожидается увеличение ширины и глубины рынка и повышение рейтингов страны, усиление и укрепление национальной финансовой независимости и финансовой стабильности;
- учитывает типы инфраструктуры (платформы, среды): технологическая, цифровая, платежная, регуляторная;
- базируется на ценностном подходе к оценке и анализу ключевых показателей эффективности при реализации основных мероприятий по развитию национального финансового рынка с применением кросс-секторального мониторинга и регулирования в режиме реального времени.

ЛИТЕРАТУРА

1. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 годов. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/Content/Document/File/71220/main_directions.pdf (дата обращения 03.05.2019).
2. Основные направления развития финансовых технологий на период 2018-2020 годов. [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/36231/ON_FinTex_2017.pdf (дата обращения 04.05.2019).
3. Официальный сайт Ассоциации ФинТех. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.fintechru.org> (дата обращения 03.05.2019).
4. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.cbr.ru> (дата обращения 04.05.2019).
5. *Ходунова М.А.* Основные решения для обеспечения стабильности на современном финансовом рынке // Банки и финансовые рынки XXI века-потенциал развития. СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2016. С. 35-44.

УВАЖАЕМЫЕ АВТОРЫ!

Наш журнал открыт для публикации по любому из направлений деятельности университета. Автором журнала может быть любой преподаватель, научный сотрудник, докторант, аспирант, соискатель, а также тот, кто сотрудничает с университетом в рамках научной или педагогической деятельности. Статьи студентов (уровни подготовки – бакалавриат, специалитет, магистратура), а также лиц без высшего образования, в том числе подготовленные в соавторстве, не рассматриваются и не публикуются. Обращаем Ваше внимание, что в действующий с 01.12.2015 г. Перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук, журнал включен по отраслям: 08.00.00 Экономические науки; 10.00.00 Филологические науки; 22.00.00 Социологические науки.

Все представленные материалы в обязательном порядке рецензируются членами редакционной коллегии и привлекаемыми специалистами по направлениям науки.

ОБЩИЕ ТРЕБОВАНИЯ К СТАТЬЯМ

К рассмотрению принимаются только комплектные материалы, которые включают:

1. Статью, оформленную в соответствии с приведенными ниже требованиями. Используется только (!) книжная ориентация страниц. Также обязательно наличие оформленного по ГОСТ списка литературы (использованных при разработке статьи источников), в котором источники должны быть упорядочены по алфавиту (сначала – источники на русском языке, затем – на иностранных языках); на все включенные в список источники обязательно должны быть ссылки в тексте статьи; рекомендованное количество ссылок – не менее 5–7; не рекомендуется, чтобы в списке литературы количество ранее изданных работ авторов составляло более 10–15%. Недопустимо наличие в статье неотредактируемых материалов (например, сканированных рисунков или формул). Статья должна быть снабжена кодом ГРНТИ (Государственный рубрикатор научно-технической информации). Статья должна быть снабжена заголовком (наименованием) на русском и английском языке;
2. Аннотацию статьи на русском и английском языке, объемом 400–500 знаков;
3. Ключевые слова, отражающие основные идеи статьи (5–8 слов и словосочетаний на русском и английском языке);
4. Сведения об авторе, включающие:
 - Ф.И.О. полностью на русском и английском языке;
 - учёная степень, учёное звание (при наличии);
 - должность и место работы / учебы (обязательно);
 - контактные данные для публикации в журнале на русском и английском языке (адрес с почтовым индексом, номер контактного телефона, e-mail);
 - контактные данные для переписки с редакцией (номер домашнего, мобильного и рабочего телефонов, e-mail, а также другую контактную информацию, по усмотрению автора – на русском языке), которые приводятся в сопроводительном письме.
5. Все материалы присылаются в редакцию по электронной почте: plotnikov.v@unescon.ru. Рекомендуется в названиях файлов использовать фамилию и инициалы автора, а в заголовке письма указывать, что в нем содержатся материалы статьи, предлагаемые для публикации в журнале «Известия СПбГЭУ».

ТЕХНИЧЕСКИЕ ТРЕБОВАНИЯ ПО ОФОРМЛЕНИЮ СТАТЕЙ

1. Объем статьи (включая аннотацию, ключевые слова, сведения об авторах, список использованной литературы) для лиц с ученой степенью / званием – от 4 до 7 страниц, для лиц без ученой степени / звания – от 3 до 5 страниц.
2. Формат страницы А4, ориентация – книжная. Поля: верхнее 3,1 см, нижнее 2,9 см, левое 2,2 см, правое 1,7 см. Без колонтитулов, расстояние от края страницы до верхнего колонтитула 2 см, до ниж-

него – 1,27 см. Функция «Автоматическая расстановка переносов» должна быть отключена. Страницы не нумеруются. Не допускается использование в тексте статьи автоматически нумерованных списков. Общие свойства абзацев для всего материала: без отступов до и после абзаца, межстрочный интервал – одинарный.

3. Все материалы статьи должны быть оформлены шрифтом Times New Roman.

4. На первой строке без абзацного отступа с выравниванием по правому краю, через запятую размещаются фамилии и инициалы соавторов (первая буква прописная, остальные строчные) на русском языке. В статье рекомендуется наличие не более чем 3–4 соавторов. Размер шрифта 11 пт, начертание обычное.

5. После пропуска пустой строки, без абзацного отступа, с выравниванием по центру размещается название статьи на русском языке. Размер шрифта 12 пт, начертание полужирное. В конце наименования делается сноска, в которой указаны сведения об авторах (см. далее).

6. После пропуска пустой строки, с абзацным отступом 0,6 см, с выравниванием по ширине размещается аннотация статьи на русском языке. Размер шрифта 11 пт, начертание наклонное. Сначала приводится слово «Аннотация» (дополнительное свойство шрифта – полужирный), затем, после точки – сам текст аннотации.

7. После пропуска пустой строки, с абзацным отступом 0,6 см, с выравниванием по ширине размещаются ключевые слова статьи на русском языке. Размер шрифта 11 пт, начертание наклонное. Сначала приводится словосочетание «Ключевые слова» (дополнительное свойство шрифта – полужирный), затем, после точки – сами ключевые слова (словосочетания), разделенные запятыми.

8. Две пустые строки.

9. Повторяется информация, указанная в пп. 4–7 на английском языке, с теми же правилами оформления. В англоязычном блоке вместо слова «Аннотация» указывается слово «Abstract», а вместо словосочетания «Ключевые слова» – «Keywords».

10. Две пустые строки.

11. Текст статьи оформляется на русском языке с абзацным отступом 0,6 см (самый первый абзац статьи – без абзацного отступа), с выравниванием по ширине. Размер шрифта 11 пт, начертание обычное. Не рекомендуется использование без крайней необходимости других типов шрифтов. При необходимости, в тексте статьи могут быть выделены разделы (например, «Введение», «Анализ литературы», «Методика исследования», «Основные результаты и их обсуждение» и т.п.). Если статья подготовлена при финансовой поддержке какого-либо фонда, выполнена в рамках государственного задания и т.д., то это указывается в последнем абзаце, завершающем статью (перед списком использованной литературы). Порядок оформления этого абзаца: отступ 0,6 см, выравнивание по ширине, размер шрифта 11 пт, начертание наклонное. В тексте могут приводиться рисунки и таблицы, которые размещаются непосредственно после их упоминания, либо на следующей странице. На все рисунки и таблицы должны быть ссылки. При необходимости в тексте статьи приводятся формулы. Статья оформляется без приложений.

12. По тексту статьи должны иметься ссылки на все позиции, приведенные в списке литературы. Ссылки по тексту оформляются в квадратных скобках, с указанием номера позиции в списке литературы. Например: [11]. Если ссылка идет на конкретную страницу (диапазон страниц), это указывается. Например: [2, с. 12] или [4, с. 8–9]. Если ссылка идет на несколько позиций списка литературы, то они перечисляются в общих квадратных скобках, по возрастанию номеров, с разделением точками с запятой. Например: [3, с. 78; 4; 8, с. 11–14; 10] (неправильно: [3], [5]). Если ссылка на литературу стоит в конце предложения, то оканчивающий предложение знак препинания ставится после закрывающей квадратной скобки (правильно: «... ряда авторов [7; 8].» неправильно: «... ряда авторов [7; 8]»).

13. При необходимости в статье могут быть приведены постраничные ссылки, которые оформляются без абзацного отступа, с выравниванием по ширине. Размер шрифта 10 пт, начертание обычное. Не рекомендуется использование постраничных ссылок без особой необходимости.

14. Рисунки оформляются только в черно-белом варианте, рисунки должны быть представлены в виде (формате), позволяющем их редактирование при подготовке журнала к выпуску. Все рисунки должны быть пронумерованы, если рисунок в статье один, то он не нумеруется. В тексте статьи рисунки подписываются снизу, без абзацного отступа, с выравниванием по центру. Размер шрифта 10 пт, начертание обычное. В подписи сначала идет сокращение «Рис. X.» (где X – номер рисунка), наклонным

шрифтом. Затем приводится наименование рисунка, без точки в конце. До и после наименования рисунка пропускается одна пустая строка, рисунок сверху от текста также отделяется одной пустой строкой.

15. Таблицы должны быть представлены в виде (формате), позволяющем их редактирование при подготовке журнала к выпуску. Все таблицы должны быть пронумерованы, если таблица в статье одна, то она не нумеруется. Размер шрифта таблиц 10 пт, начертание обычное. В тексте статьи таблицы подписываются сверху, без абзацного отступа. Таблица отделяется от текста сверху и снизу пустой строкой. Над таблицей с выравниванием по правому краю, размер шрифта 10 пт, начертание наклонное пишется: «Таблица X» (где X – номер таблицы). Затем приводится наименование таблицы, без точки в конце (выравнивание по центру без абзацного отступа, шрифт 10 пт, начертание полужирное).

16. Рекомендуется в таблицах и рисунках указывать источник информации.

17. Формулы оформляются с использованием встроенного средства оформления формул программы текстового редактора.

18. Список литературы оформляется в конце статьи. Сначала оформляется его заголовочная часть (выравнивание по центру, без абзацного отступа, шрифт 11 пт, начертание обычное): пустая строка; слово «ЛИТЕРАТУРА»; пустая строка. Затем в виде нумерованного списка приводится сам список литературы (шрифт 10 пт), выравнивание абзаца – по ширине.

19. Сведения об авторах приводятся в обязательной сноске внизу первой страницы. Они оформляются шрифтом 10 пт, начертание обычное; выравнивание абзаца – по ширине, без абзацного отступа. Эти сведения содержат (каждая позиция с новой строки):

- код ГРНТИ статьи, который указывается без точки в конце. Например: «ГРНТИ 06.81.12»;
- авторский знак, затем через запятую фамилии и инициалы соавторов, затем год публикации. Например: «© Попович А.А., Янгелова Е.А., 2016»;
- сведения об авторах (каждый автор – с новой строки), включающие имя, фамилию, отчество и, после тире, ученую степень (при наличии), ученое звание (при наличии), наименование должности и организации (для высших учебных заведений и других организаций не рекомендуется использовать без крайней необходимости сокращенное обозначение организационно-правовой формы, например не рекомендуется использовать аббревиатуру «ФГБОУ ВО»), если из наименования организации неочевидно, в каком населенном пункте она находится, в скобках приводится название города. Например: «Николай Федорович Иванов – кандидат экономических наук, профессор, заведующий кафедрой менеджмента Южно-Сибирского института стратегического анализа (г. Темиртау)»;
- контактные данные для связи с автором. Если авторов несколько – указываются данные только одного из них, при этом в скобках указывается его фамилия и инициалы. Они включают адрес с почтовым индексом на русском и английском языке, контактный телефон и адрес электронной почты. Например: «Контактные данные для связи с авторами (Плотников В.А.): 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21 (Russia, St. Petersburg, Sadovaya str., 21). Тел. 8 (812) 310-47-60. E-mail: plotnikov.v@unecon.ru».

Некомплектные статьи, статьи, оформленные не по установленным правилам и с неправильно оформленным списком литературы, НЕ ПРИНИМАЮТСЯ!

Более подробная информация представлена на сайте издания:

<http://unecon.ru/zhurnal-izvestiya/trebovaniya-k-predstavlyaemym-/trebovaniya> и

http://unecon.ru/sites/default/files/shablon_oformleniya_stati.docx.

УСЛОВИЯ ПОДПИСКИ НА ЖУРНАЛ

«ИЗВЕСТИЯ СПбГЭУ»

Периодичность выхода издания – 6 номеров в год.

Подписаться на журнал можно по каталогу агентства «Роспечать». Индексы 15395 и 37154.

Подписная цена журнала: 1950 руб. – на полугодие и 3900 руб. – на год.

Приобрести журнал за наличный расчет или оформить редакционную подписку можно по адресу:

**191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21,
редакция журнала «Известия СПбГЭУ»**

Зам. главного редактора

Плотников Владимир Александрович

Контактный телефон: +7 (911) 949-13-21 (редакция)

E-mail: plotnikov.v@unecon.ru

Редакторы:

С.С. Алмаметова, Ю.А. Безуглая
Обложка художника *А.А. Сивакова*
Оригинал-макет *Ю.К. Трубкиной*

Подписано в печать 31.10.19 г. Формат 60 × 84 1/8. Бумага офсетная. Гарнитура Times New Roman.
Печать офсетная. Усл. печ. л. 15,5. Уч.-изд. л. 15,5. Тираж 1000 экз. Заказ 1268.

Адрес редакции журнала «Известия СПбГЭУ»: 191023, С.-Петербург, Садовая ул., д. 21.

Адрес издателя и типографии: 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21

Отпечатано на полиграфической базе СПбГЭУ.

Цена номера – 650 руб.