ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

Финансовый журнал

Научно-практическое издание

Выходит 6 раз в год. Издается с июля 2009 г.

DOI: 10.31107/2075-1990-2026-4

Том 18
№ 4
2026

Главный редактор
Г. Г. Покатович

врио директора Научно-исследовательского финансового института
Министерства финансов Российской Федерации,
кандидат экономических наук

Учредитель и издатель

федеральное государственное бюджетное учреждение
«Научно-исследовательский финансовый институт
Министерства финансов Российской Федерации»

Адрес: Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 125375, Россия
Тел. (495) 699-74-14
E-mail: mail@nifi.ru
Сайт: www.nifi.ru

ISSN 2075-1990 (Print), **ISSN 2658-5332** (Online).

Свидетельство о регистрации СМИ от 08.05.2019 ПИ № ФС77-75704, выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций (Роскомнадзор).

Издание включено:
— в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ) с 2009 г.;
— в базу научного цитирования Russian Science Citation Index (RSCI);
— в 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;
— в Научную электронную библиотеку «КиберЛенинка»;
— в международный каталог периодических изданий Ulrich's Periodicals Directory;
— в международную базу научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI);
— в международный каталог научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Тексты статей в открытом доступе размещаются:
— на официальном сайте журнала www.finjournal.ru;
— на портале Научной электронной библиотеки (НЭБ) eLIBRARY.RU;
— на портале Научной электронной библиотеки «КиберЛенинка»;
— в международной базе научных журналов открытого доступа Open Academic Journals Index (OAJI).

Статьи индексируются в международной базе данных Research Papers in Economics (RePEc) и в международном каталоге научных журналов открытого доступа Directory of Open Access Journals (DOAJ).

Все статьи проходят обязательное научное рецензирование и проверку на отсутствие элементов плагиата. Процедура рецензирования является анонимной и для рецензента, и для автора. **Ответственность за достоверность материалов статьи несут авторы.** Мнение редакции может не совпадать с мнением авторов. Опубликованные в номере статьи не представляют официальную позицию Минфина России и НИФИ Минфина России.

Статьям присваиваются цифровые идентификаторы объектов — DOI (Digital Object Identifier). Статьи публикуются БЕСПЛАТНО.

© Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации, 2026
© Financial Research Institute, 2026

Издательская этика

Редакция, Редакционная коллегия и Издатель «Финансового журнала» руководствуются общепринятыми международными стандартами этики научных публикаций, разработанными и утвержденными Комитетом по этике научных публикаций (Committee on Publication Ethics — COPE) и прилагают все усилия для полного их соблюдения.

Редакционная коллегия

Покатович Г. Г., кандидат экономических наук, врио директора НИФИ Минфина России, главный редактор «Финансового журнала» (г. Москва)

Вотинов А.И., кандидат экономических наук, руководитель Центра макроэкономических исследований НИФИ Минфина России, заместитель главного редактора «Финансового журнала» (г. Москва)

Кузнецов Ю. В., кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Центра финансовой политики НИФИ Минфина России, заместитель главного редактора «Финансового журнала» (г. Москва)

Дробышевский С. М., доктор экономических наук, доцент, главный научный сотрудник научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

Кабир Л. С., доктор экономических наук, профессор, профессор РАН, главный научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

Климанов В. В., доктор экономических наук, доцент, директор Центра региональной политики Института прикладных экономических исследований РАНХиГС, директор Института реформирования общественных финансов, член Общественного совета при Минфине России (г. Москва)

Лаврикова Ю. Г., доктор экономических наук, доцент, директор Института экономики Уральского отделения РАН (г. Екатеринбург)

Малкина М. Ю., доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры экономической теории и методологии, руководитель Центра макро- и микроэкономики Нижегородского государственного университета им. Н. И. Лобачевского (г. Нижний Новгород)

Омельяновский В. В., доктор медицинских наук, профессор, генеральный директор Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России (г. Москва)

Пильник Н. П., кандидат экономических наук, заместитель декана факультета экономических наук НИУ ВШЭ (г. Москва)

Пинская М. Р., доктор экономических наук, профессор, руководитель Центра налоговой политики НИФИ Минфина России (г. Москва)

Трунин П. В., доктор экономических наук, ведущий научный сотрудник научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара (г. Москва)

Швандар К. В., доктор экономических наук, руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ Минфина России (г. Москва)

Financial Journal

ISSN 2075-1990 (Print)
ISSN 2658-5332 (Online)

Scientific and Practical Journal

The Journal is issued 6 times a year.
Published since July 2009.

DOI: 10.31107/2075-1990-2026-4

Vol. 18
No. 4
2026

Gleb G. Pokatovich. Editor in Chief
Acting Director of the Financial Research Institute, Candidate of Economic Sciences

Founder and Publisher — Financial Research Institute
Address: 3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 125375, Russian Federation
Phone: + 7 495 6997414
E-mail: mail@nifi.ru
Website: www.nifi.ru

Editorial Office Address:
3, bldg. 2, Nastasyinsky Lane, Moscow 125375, Russian Federation
Phone: + 7 495 6997683
E-mail: finjournal@gmail.com
Website: www.finjournal-nifi.ru

The Journal publishes studies on the following topics: public finance (budget system, intergovernmental relations, development and implementation of fiscal, monetary and tax policies etc.), financial markets, insurance, banking, accounting and auditing, financial control, statistics, macroeconomic modelling, and international finance.

The Journal is published mainly in Russian with English summaries and bibliographical information. All articles are assigned Digital Object Identifiers (DOIs). Articles are published for FREE.

All articles are reviewed. Decisions about the publishing of articles are based on a double-blind review process. Opinions of the authors may not coincide with the opinion of the publisher.

The Journal is issued 6 times a year (in February, April, June, August, October, and December).

The articles are publicly available on the Financial Journal website, www.finjournal-nifi.ru, and at on the Open Academic Journals Index (OAJI). Journal articles are indexed in the international database RePEc (Research Papers in Economics) and in the international catalog DOAJ (Directory of Open Access Journals). The Journal is included in Ulrich's Periodicals Directory.

Publishing Ethics

The Editorial Office, Editorial Board and Publisher of the Financial Journal are guided by generally accepted international standards for the ethics of scientific publications developed and approved by the Committee on Publication Ethics (COPE), and make every effort to fully comply with them.

Editorial Board

Gleb G. Pokatovich, Candidate of Economic Sciences, Acting Director of the Financial Research Institute, Editor in Chief of the Financial Journal (Moscow, Russian Federation)

Anton I. Votinov, Candidate of Economic Sciences, Head of the Center for Macroeconomic Research at the Financial Research Institute, Deputy Editor in Chief of the Financial Journal (Moscow, Russian Federation)

Yuriy V. Kuznetsov, Candidate of Economic Sciences, Leading Researcher at the Center for Financial Policy of the Financial Research Institute, Deputy Editor in Chief of the Financial Journal (Moscow, Russian Federation)

Sergey M. Drobyshevsky, Doctor of Economic Sciences, Docent, Chief Researcher of the "Macroeconomics and Finance" Division at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

Ludmila S. Kabir, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Russian Academy of Sciences, Chief Researcher at the Center for International Finance of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

Vladimir V. Klimanov, Doctor of Economic Sciences, Docent, Director of the Regional Policy Center, Institute of Applied Economic Research, RANEPA; Director of the Institute for Public Finance Reform, Member of the Public Council under the Ministry of Finance of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

Yuliya G. Lavrikova, Doctor of Economic Sciences, Docent, Director of the Institute of Economics of the Ural Branch at the Russian Academy of Sciences (Ekaterinburg, Russian Federation)

Marina Yu. Malkina, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of Economic Theory and Methodology, Head of the Center for Macro and Microeconomics, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod (Nizhny Novgorod, Russian Federation)

Vitaly V. Omelyanovskiy, Doctor of Medical Sciences, Professor, Director General of the Center for Healthcare Quality Assessment and Control of the Ministry of Health of the Russian Federation (Moscow, Russian Federation)

Nikolay P. Pilnik, Candidate of Economic Sciences, Deputy Dean of the Faculty of Economic Sciences, HSE University (Moscow, Russian Federation)

Milyausha R. Pinskaya, Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Center for Tax Policy of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

Pavel V. Trunin, Doctor of Economic Sciences, Leading Researcher of the "Macroeconomics and Finance" Division at Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russian Federation)

Kristina V. Shvandar, Doctor of Economic Sciences, Head of the Advanced Financial Planning, Macroeconomic Analysis and Finance Statistics Center of the Financial Research Institute (Moscow, Russian Federation)

© Financial Research Institute, 2026

Содержание

Фондовый рынок

А. Е. Абрамов, М. И. Чернова, М. С. Зарецкая
Гэп доходности ПИФов: оценка, факторы и стратегии инвесторов 8

М. С. Макушкин
Российский рынок корпоративных облигаций после 2022 года:
структурные изменения и финансовые инновации 27

Н. И. Лысенок, Ю. Е. Маркова
Применение методов кластеризации
для формирования оптимального инвестиционного портфеля
на российском фондовом рынке 45

Инвестиции

Е. Б. Тютюкина, О. С. Осипова, Д. А. Егорова, Э. Ю. Силпагар
Финансовые и институциональные аспекты развития
импакт-инвестирования в России 64

Исполнение бюджета

**Э. А. Исаев, Е. А. Федченко, Л. В. Гусарова, Ю. С. Рылов,
Д. В. Руднева, Д. Р. Мутагирова**
Управление свободными остатками единого казначейского счета:
необходимость универсального сервиса 81

Финансы здравоохранения

Н. Н. Сисигина
Динамика межтерриториальных расчетов в сфере ОМС:
результаты реформ 2021–2022 годов 100

Страхование

Т. Д. Одинокова, Е. Б. Дворядкина, Н. В. Шарапова
Концепции страховых циклов:
эволюция взглядов от классики до современности 120

Региональные финансы

И. Н. Швецова
Международный опыт финансового обеспечения
социально-экономического развития субфедерального уровня 135

Contents

Stock Market

A.E. Abramov, M.I. Chernova, M.S. Zaretskaya
Mind the Gap: An Empirical Analysis of Mutual Fund Returns, Behavioral Factors, and Investment Strategies 8

M.S. Makushkin
Russian Corporate Bond Market After 2022: New Challenges and Financial Innovations 27

N.I. Lysenok, Yu.E. Markova
Application of Clustering Methods for Forming an Optimal Investment Portfolio 45

Investments

E.B. Tyutyukina, O.S. Osipova, D.A. Egorova, E.Yu. Silpagar
Financial and Institutional Aspects of the Development of Impact Investing in Russia 64

Budget Execution

E.A. Isaev, E.A. Fedchenko, L.V. Gusarova, Yu.S. Rylov, D.V. Rudneva, D.R. Mutagirova
Managing Available Balances of the Single Treasury Account: The Need for Universal Service 81

Healthcare Finance

N.N. Sisigina
Dynamics of Interterritorial Settlements in Mandatory Health Insurance System: Results of 2021–2022 Reforms 100

Insurance

T.D. Odinokova, E.B. Dvoryadkina, N.V. Sharapova
Concepts of Insurance Cycles: The Evolution of Views from Classics to Modernity 120

Regional Budget

I.N. Shvetsova
International Practice of Financial Support for Socio-economic Development at the Subfederal Level 135

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-8-26

CC BY

Гэп доходности ПИФов: оценка, факторы и стратегии инвесторов

Александр Евгеньевич Абрамов
E-mail: abramov-ae@ranepa.ru, ORCID: 0000-0003-4285-9115
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация
Мария Игоревна Чернова
E-mail: chernova-mi@ranepa.ru, ORCID: 0000-0003-0144-1820
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация
Мария Станиславовна Зарецкая
E-mail: mzaretskaya-21@ranepa.ru, ORCID: 0009-0005-2193-0455
РАНХиГС, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
В условиях высокой волатильности финансового рынка инвесторы паевых инвестиционных фондов (ПИФов) часто сталкиваются с разрывом (гэпом) в доходности своих вложений и фонда в целом. Целью данного исследования является измерение этих гэпов и выявление основных факторов, влияющих на них в России. Исследование проведено на выборке из 506 открытых ПИФов акций и облигаций за период с января 2005 г. по август 2025 г. и 83 биржевых ПИФов акций и облигаций за период с января 2021 г. по август 2025 г. В открытых ПИФах инвесторы в среднем проигрывали фондам акций 0,87 процентного пункта (п. п.) в год, а фондам облигаций — 0,29 п. п. Основным объясняющим фактором гэпа в открытых ПИФах является маркет-тайминг, а размер гэпа зависит от волатильности рынка, размера фонда и ставки RUONIA. Значения доходности в прошлом также оказывали негативный эффект на доходность инвесторов наряду с эффектом тайминга. В то же время для биржевых ПИФов доходность инвесторов в среднем превышает доходность фондов (отрицательные гэпы: −0,31 п. п. по облигациям, −1,39 п. п. по акциям), что потенциально связано с деятельностью маркет-мейкеров. Сравнительный анализ стратегий распределения капитала инвесторов во времени показал, что стратегии равномерных взносов и стоимостного усреднения являются наиболее доходными и устойчивыми, превосходя наблюдаемые нерегулярные вложения. Нерациональное поведение частных инвесторов и попытки маркет-тайминга приводят к систематическим потерям доходности. В условиях повышенной волатильности базовых активов долгосрочным инвесторам рекомендуется использовать стратегии регулярных взносов для защиты от потерь доходности из-за поведенческих факторов. Информация о гэпе должна использоваться для повышения рациональности инвестиционного поведения.

Ключевые слова: *внутренняя норма доходности (IRR), доходность фонда (BH), стратегии инвестирования, паевые инвестиционные фонды, маркет-тайминг, стоимостное усреднение*

JEL: *G11, G23, G41, D14*

Финансирование: *статья подготовлена в рамках государственного задания РАНХиГС.*

Для цитирования: *Абрамов А. Е., Чернова М. И. и др. Гэп доходности ПИФов: оценка, факторы и стратегии инвесторов // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 8–26. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-8-26.*

© Абрамов А. Е., Чернова М. И., Зарецкая М. С., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-8-26

Mind the Gap: An Empirical Analysis of Mutual Fund Returns, Behavioral Factors, and Investment Strategies

Alexander E. Abramov[1], ***Maria I. Chernova***[2], ***Maria S. Zaretskaya***[3]

[1–3] *RANEPA, Moscow, Russian Federation*

[1] *abramov-ae@ranepa.ru, https://orcid.org/0000-0003-4285-9115*
[2] *chernova-mi@ranepa.ru, https://orcid.org/0000-0003-0144-1820*
[3] *mzaretskaya-21@ranepa.ru, https://orcid.org/0009-0005-2193-0455*

Abstract

In a highly volatile financial market, investors in mutual funds frequently encounter a discrepancy — a gap — between their actual personal investment returns and the fund's time-weighted performance. This study aims to quantify the magnitude of this gap and identify its primary drivers within the Russian market. The research is based on a sample of 506 open-ended equity and bond funds covering January 2005 to August 2025 and 83 exchange-traded equity and bond funds covering January 2021 to August 2025.

The findings indicate that in open-ended equity funds, investors underperformed the funds by an average of 0.87 percentage points (p.p.) per annum, while in open-ended bond funds, the gap amounted to 0.29 p.p. Market timing was identified as the predominant explanatory factor for this gap in open-ended funds, with its scale significantly influenced by market volatility, fund size, and the RUONIA rate. While timing effects were central, the influence of past returns also exerted a negative impact on investor outcomes. Conversely, in exchange-traded funds, investor returns averaged higher than fund returns (yielding negative gaps of −0.31 p.p. for bonds and −1.39 p.p. for equities), a phenomenon potentially attributed to market-maker activities.

A comparative analysis of capital allocation strategies over time demonstrates that money-cost averaging and value averaging are the most profitable and resilient strategies, consistently outperforming observed irregular investment patterns. The study concludes that irrational behavior and speculative market-timing attempts lead to systematic return losses. When underlying assets are highly volatile, long-term investors are advised to employ regular contribution strategies to mitigate behavioral risks. Information about the return gap can be used to promote more rational investment behavior.

Keywords: *internal rate of return, fund return, investment strategy, mutual funds, market timing, value averaging*

JEL: *G11, G23, G41, D14*

Funding: *The article was written on the basis of the RANEPA state assignment research program.*

For citation: *Abramov A.E., Chernova M.I. et al. (2026). Mind the Gap: An Empirical Analysis of Mutual Fund Returns, Behavioral Factors, and Investment Strategies. Financial Journal, 18 (4), 8–26 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-8-26.*

© Abramov A.E., Chernova M.I., Zaretskaya M.S., 2026

ВВЕДЕНИЕ

На современном волатильном финансовом рынке одной из ключевых проблем, снижающих эффективность вложений частных инвесторов, является систематический поведенческий разрыв (гэп) между фактической доходностью их инвестиций, взвешенной по денежным потокам (внутренняя норма доходности — IRR), и доходностью самого паевого инвестиционного фонда (ПИФа). Этот феномен, обусловленный такими поведенческими особенностями, как неудачный выбор времени входа в фонд и выхода из него (маркет-тайминг) и чрезмерная ориентация на прошлые показатели (эффект ретроспективы), приводит к тому, что доходность инвестора часто оказывается существенно ниже доходности фонда, которая показана в ключевых информационных документах или различных

ресурсах, включая информационные сайты и рекламные материалы самих фондов. Актуальность исследуемой проблемы для российского рынка коллективных инвестиций особенно высока, поскольку, по оценкам, доля ПИФов в ВВП России остается небольшой, что свидетельствует о недостаточной развитости этого инвестиционного механизма, а приток денежных средств в фонды носит преимущественно хаотичный характер, зависящий от краткосрочных трендов и эмоций.

Изучение поведенческого разрыва в литературе сосредоточено в основном на развитых рынках. Исследования регулярно публикуются как в научных изданиях, так и в отчетах крупнейшего информационного ресурса о взаимных фондах Morningstar, которые активно популяризируют проблему среди массового инвестора. В ряде исследований, в частности в работах [Arnott, Samant, 2022; Dichev, 2007], на примере американских взаимных фондов показано существование значимого и устойчивого во времени поведенческого разрыва, который объясняли в основном волатильностью и неправильным таймингом инвесторов. Дальнейшее разложение гэпа на составляющие в работах [Hayley, 2014; Bessembinder, Chen et al., 2025] выявило, что на развитых рынках доминирующим фактором потерь инвесторов часто является эффект ретроспективы, то есть следование прошлым высоким доходностям (return chasing), хотя роль тайминга также значима. Смягчить последствия поведенческих смещений можно за счет более тщательного отбора фондов (например, предпочитая крупные) и с помощью автоматизированных, регулярных стратегий вложения новых денежных средств, которые могут сокращать потери инвесторов.

Целью исследования является оценка поведенческого разрыва между доходностью частных инвесторов и паевых инвестиционных фондов с учетом денежных потоков, выявление его основных факторов и стратегий смягчения.

Научная новизна работы заключается в следующем. Во-первых, это первое исследование подобного рода для российского рынка с точки зрения масштаба выборки и глубины временно́го горизонта. Анализ основан на данных о 506 открытых ПИФах (ОПИФах) акций и облигаций на горизонте с января 2005 г. по август 2025 г. и о 83 биржевых ПИФах (БПИФах) с января 2021 г. по август 2025 г. Полученные результаты демонстрируют, что в ОПИФах инвесторы систематически теряют доходность: в фондах акций средний гэп составляет 0,87 п. п. в год, а в фондах облигаций — 0,29 п. п. При этом в БПИФах инвесторы чаще выигрывают, имея отрицательный гэп (−1,39 п. п. по акциям и −0,31 п. п. по облигациям).

Во-вторых, в работе впервые для российского рынка проводится комплексный анализ структуры гэпа и его факторов. Поведенческий разрыв разложен на три компоненты, представляющие как поведенческие составляющие (эффект тайминга и эффект ретроспективы), так и влияние структуры актива (фактор актива). На основе построения панельных регрессионных моделей показано, что основным объясняющим фактором гэпа в ОПИФах является маркет-тайминг, а не эффект ретроспективы. Этот вывод отличает российский рынок от результатов, полученных в ряде исследований по американским взаимным фондам. Кроме того, проанализировано влияние размера фонда, волатильности рынка и ставки RUONIA на размер гэпа в разрезе категорий ПИФов.

В-третьих, исследование впервые на российских данных систематически обосновывает преимущество стратегий регулярных взносов перед наблюдаемыми хаотичными стратегиями вложений. Для этого был проведен сравнительный анализ эффективности и устойчивости четырех инвестиционных стратегий: разового вложения (LSI), равномерных регулярных взносов (MCA), стоимостного усреднения (VA) и нерегулярных вложений (IRR). Результаты демонстрируют, что стратегии стоимостного усреднения и равномерных вложений, как правило, являются наиболее доходными и устойчивыми, позволяя долгосрочным инвесторам защитить себя от потерь доходности, вызванных нерациональным поведением в условиях высокой неопределенности.

Структура статьи выглядит следующим образом. В первой части рассматриваются аспекты теории и результаты эмпирических исследований поведенческих разрывов. Во второй части обсуждаются методология оценки разрыва и используемые данные. В третьей части приводятся описательная статистика и анализ факторов разрыва. В четвертой части анализируется, как разные подходы к распределению капитала во времени влияют на снижение разрыва. В заключении представлены выводы и предложения.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

В анализе поведенческих разрывов особенно значим вклад авторов исследования [Arnott, Samant, 2022], которые ежегодно сопоставляют два вида доходностей в США: фактическую доходность инвестора (IRR) и среднегеометрическую доходность фондов (ВН). Например, согласно их данным, частные инвесторы на горизонте 2012–2021 гг. и на выборке из фондов с периодом жизни не менее 10 лет ежегодно недополучали 1,7 п. п. доходности. Этот разрыв обусловлен неудачным выбором времени входа на рынок и выхода из него, из-за чего стратегия покупки и удержания оказывалась более выгодной. Сбалансированные фонды с более регулярными вложениями инвесторов оказались наиболее устойчивы к разрыву, особенно в периоды высокой волатильности, которая при прочих равных увеличивает потери инвестора. Автор статьи [Zweig, 1997] на выборке более 1000 фондов аналогично выявил значимый разрыв в доходностях на уровне 1,8 п. п., связанный как с волатильностью, так и с неправильным входом на рынок во время пика роста. Кроме того, показано, что большие потери инвесторов вызваны выбором фондов с высокой доходностью, что, вероятно, связано с их стремлением получить доходность на уровне прошлых периодов.

Последние исследования Morningstar подтверждают устойчивость гэпа, хотя отмечают его некоторое снижение на рынке США. По оценкам за десятилетний период, завершившийся в 2024 г., средний размер поведенческого разрыва составил 1,2 п. п.[1], и он выше в категориях волатильных активов, где резкие колебания доходности провоцируют инвесторов на несвоевременные сделки покупки и продажи.

Следует отметить, что методология оценок гэпа является предметом активной академической дискуссии. Авторы работы [Fulkerson, Jordan et al., 2024] в своей критике исследования Morningstar показали, что после корректировки некоторых методических решений фактические потери инвесторов из-за тайминга могут быть значительно ниже, составляя всего 0,03% в год, что ставит под сомнение масштабы проблемы, но не ее наличие.

В статье [Hsu, Myers et al., 2016] при анализе факторов авторы показали, что наибольший разрыв в доходностях выявлен для фондов, стратегия которых ориентирована на рост, а также для фондов с высокими операционными затратами и с большими издержками на вход.

В исследовании [Dichev, 2007] показано, что фактические доходности инвесторов оказались систематически ниже, чем полученные самими фондами, в среднем на 1,3 п. п. для NYSE/AMEX, на 5,3 п. п. — для NASDAQ и на 1,5 п. п. — по 19 международным рынкам. В качестве факторов такого разрыва исследователь выделяет тайминг потоков капитала, так как инвесторы склонны к покупке паев на пике их стоимости и, наоборот, продаже их на спаде, положительную корреляцию прошлой доходности и отрицательную корреляцию будущей доходности с притоками средств в фонды, а также волатильность на рынке, в периоды роста которой растут ошибки в тайминге продаж и покупок паев.

---

[1] *Mind the Gap 2025: The more investors traded, the less they made / Morningstar. 2025. URL: https://mccareer.org/wp-content/uploads/2025/08/us_mind_the_gap_2025.pdf.*

В рамках дискуссии о стабильности поведенческого разрыва авторы статьи [Keswani, Stolin, 2008] критикуют выводы, представленные в работе [Dichev, 2007], показывая, что величина разрыва зависит от выбранного временно́го интервала: при переходе от анализа полного периода к 10- и 25-летним интервалам среднее значение разрыва существенно снижается. В частности, для NYSE/AMEX ежегодный разрыв сократился с 1,3 до 0,4%, а для NASDAQ — с 5,4 до 0,8%, при этом в отдельные периоды показатель принимал отрицательные значения или был статистически неотличим от нуля. Данные результаты ставят под сомнение гипотезу об однозначном и перманентном характере потерь частных инвесторов, указывая на высокую чувствительность оценок «поведенческого разрыва» к специфике рассматриваемого периода наблюдений.

Существование поведенческого разрыва подтверждается не только в развитых, но и в развивающихся странах. Исследование [Cagnazzo, 2022] расширяет географию анализа влияния поведенческого разрыва на развивающиеся рынки, используя выборку из 1240 открытых паевых фондов (805 акций и 435 облигаций) за период 2000–2019 гг. Выявлено систематическое отставание доходности частных инвесторов от результатов фондов на 0,05 п. п. ежемесячно для акций и на 0,06 п. п. для облигаций. Эти значения подтверждают наличие ошибки тайминга, когда инвесторы увеличивают вложения уже после роста стоимости паев и сокращают их после падения, что является попыткой «догнать» уровень доходности предыдущих периодов. Кроме того, показатель альфа фонда значимо превышал аналогичный показатель, рассчитанный для IRR инвесторов. Это свидетельствует о том, что из-за нерационального тайминга инвесторы недополучают премию за принятый риск, которую успешно генерирует сам фонд.

Авторы статьи [Dichev, Zheng, 2024] изучают не только саму доходность, взвешенную по деньгам, но и ее волатильность на примере фондов акций. Они показали, что из-за неэффективного тайминга риск у частных инвесторов существенно выше, чем у фондов. Средняя волатильность доходности инвесторов составила 13,9% против 9,4% у фондов. Факторы, влияющие на разницу в волатильности, схожи с теми, что были выявлены для разрыва доходностей, и заключаются в неправильном выборе тайминга, зависимости вложений от прошлых и будущих показателей волатильности. Кроме того, показано, что при вложениях в более волатильный период инвесторы обладают большим риском потерь в доходности.

В работе [Claus, Thomas, 2001] авторы показывают, что справедливая оценка премии за риск акций, основанная на прогнозах аналитиков и модели остаточной прибыли вместо использования исторических доходностей, существенно ниже традиционно используемой исторической премии в 7–9%. Авторы получают среднюю премию за риск на уровне около 3,4% для рынка США в 1985–1998 гг. и подтверждают результаты на международных рынках. Это противоречие показывает значительный поведенческий разрыв между доходностью, ожидаемой частными инвесторами, и фактической оценкой на основе данных. Переоценка доходностей фонда может приводить к ошибочным решениям по таймингу входа и выхода из инвестиций. Соответственно, инвесторы, полагаясь на завышенные ожидания, склонны входить в рынок в моменты пика цен, что увеличивает риск недополученной доходности и усиливает эффект маркет-тайминга.

Для анализа факторов разрыва необходимо изучить детерминанты фондовых потоков. Автор работы [Ivanov, 2016] на базе данных по 1212 фондам США на ежедневной выборке за 5 лет выявил, что инвесторы склонны к покупкам на пике и изъятиям в начале фазы роста. Размер фонда и объем торгов показали положительное влияние на притоки капитала, в то время как стоимость пая, наоборот, снижала значения потоков и при прочих равных инвесторы чаще решали вложить средства в более дешевые фонды.

В работе [Ferreira, Keswani et al., 2013] изучались факторы, которые влияют на альфу фонда и могут косвенно определять поведенческий разрыв. Значимыми факторами, положительно влияющими на альфу, являются размеры фонда и управляющей компании.

Стратегия, выбранная инвестором, является одним из важнейших факторов, которые объясняют разницу между доходностью фонда и доходностью самого инвестора. В статье [Choe, Ban, 2020] на выборке фондов акций Южной Кореи авторы исследуют влияние инвестиционных стратегий на разрыв доходностей, сравнивая три различных стратегии: стратегию равномерного вложения одинаковой суммы (Money-Cost Averaging — MCA), разовое вложение в начале периода (Lump-Sum Investing — LSI) и стоимостное усреднение (Value Averaging — VA). Исследователи отмечают, что стратегия стоимостного усреднения VA обладает лучшей доходностью в периоды с высокой рыночной волатильностью, но в других условиях не имеет преимуществ. В то же время LSI более результативна на растущих трендах, но сопряжена с высоким риском ошибок неправильного выбора момента покупки паев. Стратегия MCA обеспечивает более умеренную доходность при значительно меньшей чувствительности к моменту входа на рынок.

Практические рекомендации экспертов Morningstar активно подчеркивают, что следует минимизировать влияние поведенческих факторов на итоговую доходность. Как отмечают Э. Арнотт[2] и Дж. Птак[3], систематическое инвестирование, имеющее эффект усреднения долларовых затрат, помогает инвесторам избежать ошибок, связанных с несвоевременными притоками и оттоками капитала. Рекомендации сводятся к принципу «меньше значит больше» (less is more): автоматизация инвестиций, предпочтение широкой диверсификации и избегание спонтанных сделок.

Этот вывод подтверждается современным опытом быстро растущего рынка взаимных фондов в Индии, где объемы регулярных взносов частных инвесторов через систематические инвестиционные планы (SIP — Systematic Investment Plans), представляющие собой автоматизированные ежемесячные вложения фиксированной суммы, достигли рекордных объемов. По данным Ассоциации взаимных фондов Индии (AMFI), SIP являются доминирующим источником притока капитала, составляя вплоть до половины всех чистых притоков средств в фонды акций. Авторы исследования [Mandal, Akshita et al., 2023] подтверждают, что технологическая доступность и популяризация SIP выступают ключевым фактором, который помогает инвесторам установить финансовую дисциплину и снизить потери от поведенческих ошибок.

Другой подход был показан в статье [Hayley, 2014], где автор предложил новый способ исследования поведенческого разрыва, для которого проводится декомпозиция, выделяющая не только эффект тайминга (timing effect), но и эффект ретроспективы (hindsight effect), возникающий из-за влияния прошлых периодов на мнение инвесторов. В результате для бирж NYSE/AMEX, где средний разрыв составлял 1,3 п. п., за счет эффекта тайминга инвесторы теряли всего 0,21 п. п., а за счет эффекта ретроспективы — 0,95 п. п. Для биржи NASDAQ со значением разрыва 5,6 п. п. тайминг внес больший вклад (4 п. п.), и всего 1 п. п. составлял эффект ретроспективы. В итоге исследователь приходит к выводу, что значительная часть разрыва объясняется именно эффектом ретроспективы, однако на перегретом рынке, таком как NASDAQ, тайминг все же играет значимую роль. В общем случае эффект ретроспективы, то есть выбор инвестора, основанный на высоких показателях фонда в предыдущие периоды, является более значимой причиной возникающего поведенческого разрыва.

Влияние эффекта тайминга подробно описано в работе [Friesen, Sapp, 2007]. Вместо вычисления IRR с учетом всех изменений потоков капитала авторы отдельно рассматривают притоки и оттоки средств в фонды и считают взвешенную по деньгам доходность для

---

[2] *Arnott A. C. Are You Leaving Money on the Table from Your Funds' Returns? / Morningstar. 2022. URL: https://www.morningstar.com/articles/1101942/are-you-leaving-money-on-the-table-from-your-funds-returns.*

[3] *Ptak J. The More Stock Fund Investors Traded, the More It Cost Them / Morningstar. 2025. URL: https://www.morningstar.com/portfolios/more-stock-fund-investors-traded-more-it-cost-them.*

каждого из двух вариантов. Такой подход позволяет разделить эффект тайминга на две его составляющие — время вложения в фонд и время выхода из него. На данных 7125 паевых инвестиционных фондов США в 1991–2004 гг. был выявлен поведенческий разрыв в размере 0,7 п. п. при неправильном выборе времени входа, в то время как 1,8 п. п. в год инвесторы теряли при несвоевременном изъятии своих средств. Такая асимметрия свидетельствует о том, что основной негативный эффект тайминга обусловлен преждевременным или паническим выходом инвесторов из фонда в периоды низкой доходности.

Авторы статьи [Bessembinder, Chen et al., 2025] представили более формализованный подход, декомпозировав поведенческий разрыв на три составляющие. К ранее выделенным факторам тайминга и ретроспективы был добавлен «фактор актива», обусловленный внутренними свойствами фонда (волатильностью, стоимостью), на которые инвестор не может влиять. Анализ выборки из более чем 20 000 фондов за 30-летний период подтвердил выводы предшественников: при среднем совокупном разрыве в 1,95 п. п. на фактор актива пришлось 0,45 п. п., на эффект тайминга — 0,28 п. п., тогда как доминирующим компонентом стал эффект ретроспективы (1,22 п. п.). Основной причиной финансовых потерь частных инвесторов признается стратегия следования исторической доходности (повторение вложений после успешных периодов), а не ошибки рыночного тайминга как таковые.

Таким образом, в исследовательских работах, посвященных изучению фактических доходностей частных инвесторов и фондов, выявлено существование систематической разницы между ними. Изучение факторов, влияющих как отдельно на IRR и BH, так и на поведенческий разрыв, является важным шагом к объяснению причин его существования. Декомпозиция разрыва позволяет более точно оценить потери инвесторов. Структура и показатели фонда влияют на оба вида доходностей (взвешенной по времени и взвешенной по деньгам). Кроме того, анализ возможных стратегий распределения капитала инвестора по времени дает возможность снизить потери в доходности за счет учета характеристик фонда, а также при соблюдении финансовой дисциплины.

ОПИСАНИЕ ВЫБОРКИ И МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для анализа выбраны биржевые и открытые паевые инвестиционные фонды (БПИФы и ОПИФы соответственно) акций и облигаций. Собраны данные с веб-ресурсов Cbonds и pro.investfunds о значениях стоимости чистых активов (СЧА) и расчетной стоимости паев для открытых фондов с января 2005 г. по август 2025 г., для биржевых — с начала 2021 г. по август 2025 г. (табл. 1).

Таблица 1

Выборка паевых инвестиционных фондов в России

Тип фонда	Количество фондов	Среднее время жизни, лет
Открытые, облигаций	178	7,61
Открытые, акций	328	8,69
Биржевые, облигаций	32	2,32
Биржевые, акций	51	2,17

Источник: составлено авторами.

Рассматриваются только те ПИФы, которые работали хотя бы один день в каждом месяце периода. Используется расчет скользящими окнами, при котором вычисление производится на последовательных перекрывающихся выборках, что позволяет избежать влияния конкретной даты на результат. Для анализа ОПИФов применяются окна длительностью 5 лет со сдвигом на год, а для БПИФов — 1 год со сдвигом на полгода вперед.

При оценке разрыва доходностей отметим проблему раскрытия информации о ПИФах в России, по которым систематически с исторической глубиной публикуется только значение

СЧА и стоимость пая на конец каждого торгового дня. Чистый денежный поток сторонний наблюдатель может вычислить из этих двух значений по формуле 1:

$$\text{Чистый денежный поток}_t = \text{СЧА}_t - \text{СЧА}_{t-1} * (1 + r_t), \quad (1)$$

где за r_t принимается прирост расчетной стоимости пая между днями t – 1 и t.

Такая формула не учитывает издержки фондов, которые не наблюдаются напрямую через электронные базы данных на длинном историческом горизонте и лишь частично могут быть аппроксимированы предельными издержками, указанными в правилах фондов. Более того, лишь агрегированный или сводный чистый денежный поток по всем инвесторам фонда может быть рассчитан. Таким образом, внешний наблюдатель или потенциальный инвестор может лишь примерно понимать, вносят ли сейчас денежные средства инвесторы в некоторый фонд или фонд испытывает отток средств.

Под доходностью фонда будем понимать ту доходность, которую инвесторы чаще всего наблюдают в ключевых информационных документах, а также агрегаторах или брокерских приложениях (формула 2). Это средняя геометрическая доходность или средний геометрический прирост стоимости пая фонда за исследуемый временной горизонт:

$$\text{Buy\&Hold Return} = \text{BH} = \left(\left(\frac{\text{Стоимость пая}_{\text{конец периода}}}{\text{Стоимость пая}_{\text{начало периода}}} \right)^{\frac{1}{\text{Количество лет}}} - 1 \right) \times 100. \quad (2)$$

Чаще всего такую доходность также называют доходностью, взвешенной по времени. Она отражает результат инвестирования всей суммы в момент формирования фонда и удержания паев в течение всего периода.

Более сложным представляется расчет фактической доходности среднего инвестора фонда, который редко вносит средства однократно. Чаще инвесторы докупают или продают паи, опираясь на большое количество факторов, включая свои цели, требования ликвидности, рыночный фон, риск-профиль, а иногда просто на советы в социальных сетях или настроение.

В связи с этим используется механизм модели дисконтированных денежных потоков. Доходность инвестора сводится к классической внутренней норме доходности (IRR) или доходности, взвешенной по деньгам (формула 3):

$$\sum_{t=0}^{n} \frac{\text{Чистый денежный поток}_t}{(1 + \text{IRR})^t} = 0. \quad (3)$$

Для последнего наблюдения в периоде используется размер активов фонда, то есть рассчитывается, какая была бы доходность инвестора, если он прямо сейчас продал бы все паи фонда.

Разница между доходностями называется поведенческим разрывом (GAP), показывающим, насколько инвестор уступил (при положительных значениях) или выиграл (при отрицательных значениях) в доходности относительно фонда (формула 4):

$$\text{GAP} = \text{BH} - \text{IRR}. \quad (4)$$

Поведенческий разрыв доходности появляется за счет потерь от выбора времени внесения нового денежного потока или времени продажи паев и может быть декомпозирован на три отдельных фактора. Предложенная модель для разложения поведенческого разрыва на компоненты в работах [Hayley, 2014; Bessembinder, Chen et al., 2025] представлена в формуле 5:

$$GAP = (ВН - IRR_2) + (IRR_1 - IRR) + (IRR_2 - IRR_1), \quad (5)$$

где ВН — фактическая доходность фонда; IRR — фактическая доходность инвестора; IRR_1 — смоделированная доходность инвестора при условии фактических наблюдаемых вложений, но с постоянной среднегодовой доходностью, равной ВН; IRR_2 — смоделированная доходность инвестора при условии равномерных вложений и с фактической доходностью, расчет которой аналогичен IRR.

Первым из факторов является эффект тайминга, который подразумевает неправильный выбор времени входа или, наоборот, выхода из фонда. Он рассчитывается как величина $(IRR_1 - IRR)$, положительный знак которой указывает на проигрыш инвестора, и наоборот. Предполагается, что от периода к периоду доходность фонда растет ровно и с одинаковым темпом, а вложения инвесторов остаются хаотическими (наблюдаемыми). Тогда получившаяся доходность инвестора IRR_1 была бы независима от времени прихода вложений за счет сглаженности доходности, что выделяет эффект неправильного времени входа на рынок.

Вторым фактором является эффект ретроспективы, объясняющий проблему инвестора, ориентирующегося на прошлые показатели доходности. Для оценки достаточно рассмотреть стратегию равномерных вложений в тот же фонд, что означает одинаковые чистые денежные потоки. Тогда разница между «равномерной» доходностью и той, что была смоделирована в факторе тайминга, является объяснением ретроспективного эффекта и оценивается как $(IRR_2 - IRR_1)$.

Оставшаяся часть поведенческого разрыва $(ВН - IRR_2)$ обуславливается фактором актива, на который поведение инвестора не оказывает влияния. Даже при идеальной дисциплине инвестор имеет возможность получить расхождения из-за особенностей инструментов и рыночного состояния.

Оцениваемая модель для анализа факторов поведенческого разрыва выглядит следующим образом (формула 6):

$$GAP_{i,t} = \alpha_i + X_{i,t}\beta + \rho * GAP_{i,t-2} + \varepsilon_{i,t}, \quad (6)$$

где $GAP_{i,t}$ — поведенческий разрыв, выраженный в ежегодных доходностях, для фонда i за период t; α_i — индивидуальный эффект для фонда i; $X_{i,t}$ — матрица экзогенных признаков для фонда i за период t; β — вектор коэффициентов; $\varepsilon_{i,t}$ — случайная ошибка модели.

В матрицу признаков фонда $X_{i,t}$ входят следующие переменные: волатильность ежемесячных притоков и оттоков средств[4], волатильность ежемесячной доходности фонда[5], коэффициенты альфа и бета, рассчитанные по однофакторной рыночной модели для фондов облигаций и по четырехфакторной модели Кархарта для фондов акций, размер фонда[6], средний чистый приток в фонд, нормированный на СЧА, бинарный признак (1/0), указывающий, входит ли управляющая компания в пять наиболее крупных управляющих компаний по среднегодовому объему СЧА[7], усредненная годовая ставка RUONIA, обозначающая взвешенную ставку однодневных межбанковских кредитов/депозитов и используемая как индикатор стоимости денег в экономике.

---

[4] *Стандартное отклонение ежемесячных значений притоков и оттоков в рамках одного скользящего окна в 5 лет с нормировкой на среднее значение СЧА и переводом в годовой формат.*

[5] *Стандартное отклонение ежемесячной доходности в рамках одного скользящего окна в 5 лет с переводом в годовой формат.*

[6] *Логарифм средней стоимости чистых активов в каждом скользящем окне длительностью 5 лет.*

[7] *Для фондов облигаций: ААА Управление Капиталом, Альфа-Капитал, Система Капитал, Первая, Райффайзен; для фондов акций: Первая, Альфа-Капитал, Эра-Инвестиций, Райффайзен, БКС Управление благосостоянием.*

Оценка коэффициентов производится методом разностного GMM (Generalized Method of Moments — обобщенный метод моментов) Ареллано — Бонда. Лаг зависимой переменной $GAP_{i,t-2}$ предполагается эндогенной переменной, а в качестве инструментов используются константа и $GAP_{i,t-3}$. Все факторы вычисляются с помощью скользящих окон, пересекающихся между собой, что не позволяет использовать в модели $GAP_{i,t-1}$, который сильно коррелирует с зависимой переменной. Кроме того, использование панельных регрессий со случайными или фиксированными эффектами приводит к смещенной оценке из-за корреляции лагов с индивидуальными эффектами фонда. Для проверки корректности модели используются тесты на автокорреляцию AR (1) и AR (2) в разностях остатков, где нулевая гипотеза для AR (1) и AR (2) заключается в отсутствии корреляций первого и второго порядка соответственно. Пригодность использования лага $GAP_{i,t-3}$ в качестве инструмента подтверждается в случае, если не отвергается нулевая гипотеза для AR (2).

Способом сгладить поведенческие потери может стать финансовая дисциплина инвестора. Например, инвестор может решить откладывать фиксированные суммы. Самым простым примером является стратегия равномерного инвестирования (Money-Cost Averaging — MCA) фиксированной суммы во все годы периода. Инвестор в конце каждого года вкладывает заранее определенную сумму денег, а по итогу всего периода инвестирования получает сумму этих вложений с учетом накопленной доходности.

Другой простой стратегией является единовременная покупка в начале периода и продажа в его конце, которая называется стратегией «купи-и-держи» (Lump-Sum Investing — LSI). Она заключается во вложении суммы в начале периода, и получаемая доходность полностью сопоставима с логикой расчета доходности фонда, приведенной выше. Такая стратегия не подразумевает пополнений в течение всего периода времени, поэтому является наиболее пассивной с точки зрения инвестора, однако есть ограничение, заключающееся в возможности самого инвестора вложить всю желаемую сумму за один раз.

Еще одним вариантом является стоимостное усреднение (Value Averaging — VA) на протяжении всего периода инвестирования. Предположим, инвестор хочет получить некую итоговую стоимость портфеля в конце всех периодов вложений, учитывая полученную доходность в промежуточные годы. Тогда необходимо заранее определить траекторию достижения этого, на основе чего будет определяться нужный размер инвестиций в каждый год. Обычно инвесторы могут придерживаться линейной или экспоненциальной линии вложения, которая позволяет корректировать стоимость портфеля более гибко за счет изменений суммы вложения в каждом периоде, не придерживаясь все время фиксированной суммы.

Сравнение стратегий основано на моделировании в условиях различных рыночных фаз, категорий волатильности и временны́х горизонтов с использованием скользящих инвестиционных окон длительностью пять лет и со сдвигом на месяц.

Для равномерного инвестирования используется алгоритм, описанный для расчета IRR_2. При единовременном вложении предполагается, что сумма вложения равна 600 000 руб., как и сумма всех вложений за пятилетний период при стратегии MCA. Длительность интервала в 5 лет позволяет пренебрегать инфляцией. Для стратегии VA используется экспоненциальная траектория для достижения целевой стоимости портфеля, равной 600 000 руб., в конце периода (формула 7):

$$TGT_t = \prod_{i=1}^{t} \left(1 + R_{f,i}\right) * \frac{1}{N+1}, \quad (7)$$

где TGT_t — целевая стоимость портфеля инвестора в начале периода t, нормированная к 1;
$R_{f,i}$ — усредненная ежемесячная безрисковая ставка в месяце i;
N — число месяцев во всем периоде, равное 60 для пятилетних окон.

Общая целевая стоимость портфеля в период t в абсолютных единицах вычисляется по формуле 8:

$$TGT_t^{total} = TGT_t * 600\,000, \quad (8)$$

где 600 000 — целевая стоимость портфеля в конце всего периода, согласованная со стратегиями LSI и MCA.

Для определения объема, необходимого для покупки в периоде t, также вычисляется фактическая стоимость портфеля (формула 9):

$$V_t = P_t * U_{t-1}, \quad (9)$$

где V_t — денежная величина портфеля, которым инвестор владеет в период t;
P_t — стоимость пая в период t;
U_{t-1} — накопленное число паев к концу периода $t - 1$.

Разница между целевой стоимостью портфеля по формуле 8 и фактической стоимостью портфеля по формуле 9 представляет собой необходимый уровень инвестиций I_t в период t. При положительном значении I_t инвестор вкладывает сумму, равную ей, иначе считается, что в текущий период вложения равняются нулю. Для итогового расчета доходности по стратегии VA применяется формула IRR, где потоки в фонд являются величинами I_t.

Для анализа устойчивости стратегий используется сегментация на три уровня волатильности рынка: низкая, средняя и высокая и по фазам рыночных режимов. Для оценки статистической значимости различий между стратегиями применяется бутстрап-анализ, который позволяет построить эмпирическое распределение разности средних доходностей для всех трех стратегий на основе случайной выборки одной и той же длины с повторениями. Количество повторений для каждой пары стратегий составляет 10 тысяч, на основе распределения которых строится 95-процентный доверительный интервал.

ГЭП ФОНДОВ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ

Для описания текущего состояния проблемы поведенческого разрыва в коллективных инвестициях сначала сопоставим фонды всех классов активов и типов на относительно коротком горизонте в 3 года с конца 2021 г. по конец 2024 г. Отрицательные значения возникают тогда, когда доходность фонда ниже доходности инвестора, а положительные — напротив, когда неудачный выбор момента покупки и продажи паев инвесторами приводили к их проигрышу. Использованы данные только для фондов, которые работали на протяжении всего интервала.

В БПИФах инвесторы в среднем демонстрировали более высокую доходность по сравнению с фондом. В четырех из пяти категорий биржевые фонды показали отрицательный средневзвешенный разрыв, что свидетельствует о выигрыше их инвесторов. Сильнее всего это проявилось для фондов драгоценных металлов, где взвешенный средний разрыв составил −9,86%, и денежных фондов — −5,45%. Это является следствием перетока средств в соответствующие классы активов на фоне роста волатильности акций и облигаций. В ОПИФах доходность инвестора чаще оказывалась ниже. Например, для фондов акций и облигаций средневзвешенный разрыв был положительным (+1,45 и +0,49% соответственно).

Сравнение фондов акций показывает принципиальные отличия между биржевыми и открытыми фондами: инвесторы биржевых фондов выигрывали 3,07%, в то время как инвесторы открытых фондов проигрывали 1,45%. При этом среди фондов драгоценных металлов инвесторы биржевых фондов стабильно оказывались в выигрыше, их средняя премия к доходности составила почти 10% (табл. 2).

Чаще всего инвесторы крупных фондов проигрывают им сильнее, чем инвесторы малых фондов. Взвешенный разрыв почти во всех категориях выше, чем средний. Исключение составили только фонды денежного рынка и открытые фонды драгметаллов.

Таблица 2

Статистика разрыва между доходностью фонда и инвестора, п. п., за 3 года с конца 2021 г. по конец 2024 г.

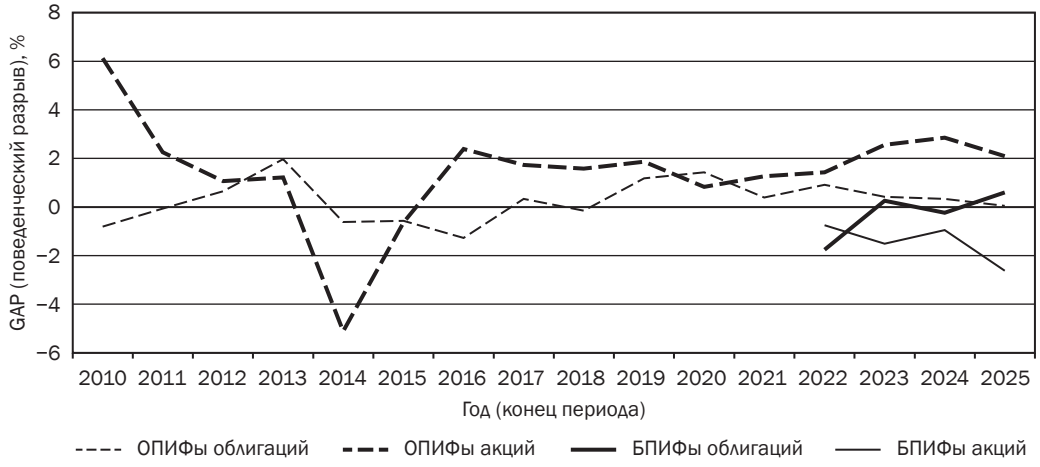
Направление инвестиций	Тип	Кол-во	Разрыв (доходность фонда – доходность инвесторов)				
			Мин.	Среднее	Медиана	Взвеш. среднее	Макс.
Акции	БПИФ	14	**–16,26**	**–3,02**	**–2,56**	**–3,07**	3,97
Акции	ОПИФ	64	**–11,43**	1,05	0,57	1,45	13,98
Денежный	БПИФ	3	**–6,35**	**–4,25**	**–5,07**	**–5,45**	**–1,32**
Денежный	ОПИФ	2	**–5,12**	**–2,54**	**–2,54**	**–4,01**	0,04
Драгметаллы	БПИФ	3	**–19,32**	**–11,73**	**–12,19**	**–9,86**	**–3,69**
Драгметаллы	ОПИФ	3	**–6,38**	**–3,69**	**–4,49**	**–4,09**	**–0,19**
Облигации	БПИФ	17	**–10,88**	0,35	0,68	0,42	4,06
Облигации	ОПИФ	66	**–26,71**	**–0,45**	0,49	0,49	4,66
Смешанный	БПИФ	5	**–2,43**	**–1,05**	**–0,43**	**–0,04**	**–0,02**
Смешанный	ОПИФ	31	**–10,12**	0,41	1,13	2,6	5,16

Примечание: жирным шрифтом отмечены случаи, когда инвестор выигрывает у фонда.
Источник: составлено авторами.

Более продолжительные временны́е ряды доступны для фондов акций и облигаций, что обеспечивает статистическую сопоставимость оценок. Поэтому дальнейший анализ ограничен ОПИФами и БПИФами данных категорий. Динамика поведенческого разрыва для фондов акций и облигаций, усредненного по каждому году, показана на рис. 1. Расчет показателей по ОПИФам проводится на пятилетних скользящих окнах со сдвигом на год, а по БПИФам — длительностью один год в силу ограниченного числа данных, связанного с относительно недавним началом их деятельности на российском рынке. Динамика разрывов БПИФов схожа с ОПИФами тех же категорий инвестирования.

Рисунок 1

Разрывы доходностей для ПИФов акций и облигаций, п. п., скользящие периоды, 2005 г. – август 2025 г.



Источник: рисунок авторов по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Для ОПИФов облигаций среднегодовая величина разрыва не поднималась выше 2 п. п. и периодически опускалась ниже 0, что говорит о том, что доходность инвесторов лишь незначительно уступала доходности самих фондов. Для ОПИФов акций поведенческий разрыв более волатилен. Падение разрыва в период восстановления после мирового финансового кризиса 2008 г. (на графике соответствует концу периода 2014 г.) говорит о том, что в среднем инвесторы в тот период времени получили доходность выше примерно на 5 п. п.

Для биржевых фондов наблюдаются иные тренды — величина поведенческого разрыва преимущественно отрицательная, а для фондов акций выигрыш инвесторов (гэп −1,39 п. п.) еще выше, чем для фондов облигаций (гэп −0,31 п. п.).

Описательная статистика приведена в табл. 3. Для ОПИФов облигаций средний разрыв близок к нулю (0,29 п. п.), для ОПИФов акций он достигает 0,87 п. п. Кроме того, волатильность среднегодового разрыва для акций практически в два раза выше, чем у облигаций, и межквартильный размах IQR (разброс средних 50%-ных значений поведенческого разрыва) сильно отличается, что подтверждает риск вложений в этот класс активов. Для БПИФов характерен отрицательный разрыв, то есть средняя доходность инвестора превышает доходность фонда. Это может быть связано в том числе с более удачным таймингом притока и оттока капитала.

Таблица 3

Описательная статистика разрывов, п. п.

Тип	Mean GAP	Std GAP	Min GAP	Max GAP	Median GAP	IQR GAP
ОПИФы акций	0,87	7,21	−43,36	39,95	1,27	4,79
ОПИФы облигаций	0,29	4,59	−35,18	15,69	0,49	2,07
БПИФы акций	−1,39	7,80	−29,81	24,63	−0,03	4,91
БПИФы облигаций	−0,31	3,67	−28,49	9,84	0,00	0,94

Примечание: Для ОПИФов длительность окна 5 лет, сдвиг на год, для БПИФов длительность окна один год, сдвиг на полгода на сокращенном периоде 2021–2025 гг.
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Поведенческий разрыв декомпозирован на три ключевые составляющие: эффект тайминга, эффект ретроспективы и фактор актива, чтобы показать отличия во влиянии поведенческих ошибок на общую недополученную доходность инвестора для разных категорий фондов (табл. 4).

В ОПИФах облигаций формирование разрыва преимущественно связано с эффектом тайминга (0,53 п. п.), тогда как эффект ретроспективы играет вторичную роль (0,29 п. п.). В крайних квантилях именно тайминг объясняет основную часть как выигрышей, так и потерь, что свидетельствует о высокой чувствительности результатов инвестора к моменту входа в фонд и выхода из него.

При этом БПИФы облигаций отличаются от ОПИФов тем, что доминирующей положительной компонентой выступает эффект ретроспективы (5,47 п. п.), что указывает на существенные потери от следования за прошлой доходностью, тогда как тайминг (−3,16 п. п.) и фактор актива (−2,62 п. п.) практически нивелируют потери инвесторов. Выигрыш инвестора обеспечивается не поведенческой дисциплиной, а сочетанием удачного тайминга и структуры вложений, что наблюдается также и во всех квантилях.

В фондах акций различия проявляются еще более отчетливо. В ОПИФах акций средний разрыв положителен (0,87 п. п.) и определяется преимущественно эффектом ретроспективы (1,80 п. п.), превышающим вклад тайминга (1,05 п. п.).

Таблица 4

Декомпозиция поведенческого разрыва, п. п., 2005–2025 гг.

	ОПИФы				БПИФы			
	Всего	Тайминг	Ретроспектива	Актив	Всего	Тайминг	Ретроспектива	Актив
Фонды облигаций								
Все	0,29	0,53	0,29	−0,53	−0,31	−3,16	5,47	−2,62
Q1	−3,57	−3,32	0,09	−0,35	−2,17	−2,13	7,42	−7,45
Q2	−0,27	−0,26	1,00	−1,01	−0,64	−0,88	−0,98[a]	1,23
Q3	0,53	0,61	−0,09	0,01	−0,13	−4,30	6,80	−2,63
Q4	1,32	1,40	−0,32	0,24	0,59	−3,34	6,39	−2,45
Q5	4,12	4,56	0,92	−1,37	2,00	−4,33	7,03	−0,69
Фонды акций								
Все	0,87	1,05	1,80	−1,98	−1,39	−1,1	15,02	−15,31
Q1	−4,16	−4,06	3,15	−3,25	−7,68	−2,83	13,52	−18,37
Q2	−0,49	−0,45	2,24	−2,28	−1,64	−15,91	18,76	−4,48
Q3	1,02	1,06	1,33	−1,37	−0,49	−1,19	14,21	−13,51
Q4	2,74	2,77	2,15	−2,18	0,97	3,05	16,55	−18,64
Q5	6,66	6,82	0,92	−1,08	3,55	10,55	12,94	−19,94

Примечание: Q1 — наибольший выигрыш; Q5 — наибольшие потери; [a] — в Q2 БПИФов облигаций вошли менее типичные фонды облигаций, а именно фонды, инвестирующие в облигации в валюте, отличной от рубля.
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

В Q1, где инвесторы имеют доходность выше фонда, выигрыш обеспечивается удачным таймингом. Наибольший проигрыш (Q5) также обеспечивается за счет него, тогда как в промежуточных квантилях (Q2–Q4) наблюдается одновременное положительное влияние тайминга и ретроспективы, что указывает на кумулятивный характер поведенческих ошибок.

В БПИФах акций наблюдается наиболее выраженное разнообразие поведенческих эффектов. Эффект ретроспективы достигает 15,02 п. п., полностью определяя структуру разрыва. Отрицательный вклад фактора актива (−15,31 п. п.) почти зеркально компенсирует данный эффект, тогда как средний вклад тайминга (−1,1 п. п.) оказывается второстепенным, хотя его вариация по квантилям указывает на значительную нестабильность инвестиционных решений.

Результаты декомпозиции показывают, что систематическое следование прошлой доходности является ключевым источником поведенческих потерь в фондах акций, особенно в БПИФах, тогда как в ОПИФах облигаций более значимую роль играет фактор выбора момента инвестирования. Фактор актива в большинстве случаев выполняет сглаживающую функцию. Квантильный анализ показывает, что в крайних группах масштаб выигрыша или проигрыша инвестора чаще всего определяется таймингом, особенно в ОПИФах. Эффект ретроспективы при этом преимущественно увеличивает потери инвестора.

Результаты оценки эконометрических моделей для факторов, влияющих на величину поведенческого разрыва, приведены в табл. 5. Для AR (1) отвергается нулевая гипотеза о некоррелированности: значения p-value < 0,001 для облигационных и акционных фондов, а для AR (2) гипотеза не отвергается и p-value равны 0,418 и 0,521 соответственно. Это показывает, что инструменты пригодны для использования в модели и могут обеспечивать несмещенность оценок.

В динамических панельных данных не используется стандартная оценка качества модели по R^2, поэтому приводится показатель Wald χ^2, который является статистическим тестом для проверки совместного значимого влияния включенных регрессоров.

Таблица 5

Результаты оценок факторов для GAP

	ОПИФы облигаций	ОПИФы акций
Константа	−2,1321 (−1,1092)	−6,5094*** (−3,3447)
Волатильность чистого притока	−0,3969 (−0,8533)	0,3455 (0,3020)
Волатильность доходности	−0,1496** (−1,9761)	0,1535*** (3,2261)
Коэффициент альфа	0,0100 (0,2131)	0,0476 (1,4141)
Коэффициент бета	0,1871 (0,4405)	0,5136 (0,8123)
Размер фонда	0,0908 (1,3004)	0,2816*** (2,9906)
Относительная величина чистого притока	0,2642 (0,4142)	−0,1274 (−0,1515)
RUONIA	0,1243** (2,1110)	−0,1287* (−1,6715)
Лаг разрыва (2 периода)	0,2024 (1,6038)	0,3564*** (5,0514)
УК входит в топ-5 по размеру	0,2614 (0,6026)	0,1805 (0,3871)
Wald $\chi^2(8)$ (тест значимости)	55,12***	94,43***

*Примечание: *, **, *** — значимость на 10-, 5- и 1-процентном уровне.*
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

На оба типа фондов волатильность доходности оказывает значимое влияние. Для ОПИФов акций она сопряжена с большими потерями инвестора, а в ОПИФах облигаций, наоборот, поведенческий разрыв снижается на 0,15 п. п. при росте волатильности на 1 п. п. Размер фонда в обеих моделях положительно коррелирует с поведенческим разрывом, что подтверждает предположения о меньшей привлекательности для инвесторов вложений в более крупные фонды. Ставка RUONIA оказывает положительное влияние только на разрыв в ОПИФах облигаций, что подтверждает различное влияние рыночной ситуации на доходность в различных инструментах. Предыдущие показатели разрыва имеют влияние только для ОПИФов акций и при прочих равных увеличивают его, указывая на существенное влияние прошлых периодов на текущие значения. Таким образом, если инвестор в прошлом терял в доходности, то это приводит к потерям и в следующих периодах. Коэффициенты альфа и бета фондов не вносят значимый вклад в разрыв.

СТРАТЕГИИ РАСПРЕДЕЛЕНИЯ КАПИТАЛА ИНВЕСТОРОВ ВО ВРЕМЕНИ

Для сравнения потенциала поведенческих стратегий распределения капитала во времени (купи-и-держи LSI, равномерных взносов MCA, стоимостного усреднения VA) относительно фактической доходности инвестора (IRR) была рассчитана описательная статистика доходностей на основе скользящих окон со сдвигом на месяц: пятилетних для ОПИФов и годовых для БПИФов (табл. 6).

Для ОПИФов стратегия VA обеспечивает наибольшую среднюю доходность (7,37% для облигаций и 9,69% для акций). Фактическая доходность инвестора (IRR) оказывается ниже всех альтернатив по среднему значению (5,97 и 5,21% соответственно) и чаще всего сопровождается наибольшим риском, уступая в этом только VA стратегии и проигрывая всем упорядоченным стратегиям по соотношению риск — доходность.

Таблица 6

Описательная статистика доходностей инвестиционных стратегий по категориям фондов, %

Показатель	Облигаций				Акций			
	LSI	MCA	VA	IRR	LSI	MCA	VA	IRR
ОПИФы (период 01.2005 – 07.2025)								
Среднее	6,59	6,87	7,37	5,97	6,68	7,83	9,69	5,21
Медиана	6,99	7,20	7,37	6,47	7,01	8,24	10,93	5,04
Стандартное отклонение	5,93	5,73	6,33	7,03	10,27	10,54	14,02	12,25
Доходность/Риск	1,11	1,20	1,16	0,85	0,65	0,74	0,69	0,43
БПИФы (период 01.2021 – 07.2025)								
Среднее	5,61	6,79	8,60	5,75	2,66	7,79	14,21	4,40
Медиана	5,03	6,76	7,72	4,85	−3,64	6,05	13,30	−2,64
Стандартное отклонение	11,15	13,43	17,96	11,89	38,91	41,84	47,52	40,97
Доходность/Риск	0,50	0,51	0,48	0,48	0,07	0,19	0,30	0,11

Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Стратегия равномерных вложений MCA является более простой альтернативой стоимостному усреднению (VA) и демонстрирует более низкую доходность при существенно более низком уровне риска, что делает ее наиболее сбалансированным и доступным подходом.

Аналогичная тенденция наблюдается и в биржевых фондах, где VA также остается наиболее эффективной по доходности (8,60% для облигаций и 14,21% для акций), но сопряжена с максимальным риском (самым высоким стандартным отклонением). Стратегия MCA (6,79% для облигаций и 7,79% для акций) подтверждает свою роль как наиболее сбалансированная альтернатива, однако для БПИФов акций стоимостное усреднение показало себя более удачным с точки зрения соотношения доходности и риска.

Сравнительный анализ среднегодовой доходности инвестиционных стратегий (LSI, MCA, VA) в зависимости от уровня рыночной волатильности позволяет оценить различия в их потенциале для инвесторов (табл. 7).

Таблица 7

Сравнительная эффективность стратегий по категориям фондов в зависимости от уровня волатильности рынка (среднегодовая доходность, %)

Уровень волатильности бенчмарка	ОПИФы облигаций				ОПИФы акций			
	LSI	MCA	VA	IRR	LSI	MCA	VA	IRR
Низкая	8,13	7,78	–	7,38	11,86	12,58	–	11,22
Средняя	6,80	6,92	7,23	6,25	6,82	6,30	8,38	5,74
Высокая	4,82	5,92	7,25	4,31	1,39	4,56	6,66	−0,79
Весь период	6,59	6,87	7,37	5,97	6,68	7,83	9,69	5,21

Примечание: стратегия VA не применяется при низкой волатильности, так как стоимость портфеля не отклоняется значительно от целевой траектории, чтобы смоделировать приток новых денежных средств.
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Стратегия стоимостного усреднения VA демонстрирует превосходство в условиях средней и высокой волатильности для всех фондов, что подтверждает ее способность наиболее эффективно использовать рыночные колебания для повышения доходности (например, основным правилом является увеличивать вложения при снижении стоимости портфеля

ниже целевой траектории, а при превышении целевой траектории — не вносить дополнительные средства). Проигрыш LSI при высокой волатильности рынка с доходностью для ОПИФов акций на уровне 1,39% подчеркивает высокий риск неправильного выбора единовременного инвестирования всей суммы накоплений, особенно для высокорисковых активов. Таким образом, на российском рынке дисциплинированное инвестирование в форме VA может оказаться наиболее рациональным выбором, а равномерные инвестиции (MCA) являются стабильно вторым лучшим подходом, если более сложное стоимостное усреднение недоступно.

Бутстрап-анализ подтверждает, что различия в средней доходности между стратегиями носят систематический характер, а в условиях российского рынка стратегии финансовой дисциплины (VA и MCA) статистически значимо превосходят разовое вложение (LSI) и хаотичное поведение инвестора (IRR) по показателю средней доходности (табл. 8).

Таблица 8

Бутстрап-анализ, разница в средней доходности стратегий, п. п.

Сравнение стратегий	ОПИФы		БПИФы	
	облигаций	акций	облигаций	акций
VA против MCA ($R_{VA} - R_{MCA}$)	+0,50***	+1,85***	+1,78**	+6,48***
VA против LSI ($R_{VA} - R_{LSI}$)	+0,79***	+2,98***	+2,73***	+12,11***
VA против IRR ($R_{VA} - R_{IRR}$)	+1,40***	+4,28***	+2,85***	+9,61***
MCA против LSI ($R_{MCA} - R_{LSI}$)	+0,28***	+1,12***	0,94	+5,63***
MCA против IRR ($R_{MCA} - R_{IRR}$)	+0,89***	+2,42***	+1,07*	3,13
LSI против IRR ($R_{LSI} - R_{IRR}$)	+0,61***	+1,30***	0,12	−2,50

*Примечание: *, **, *** — значимость на 10-, 5- и 1-процентном уровне.*
Источник: составлено авторами по данным Cbonds и pro.investfunds. URL: https://cbonds.ru/ и URL: https://pro.investfunds.ru/.

Стратегия стоимостного усреднения (VA) статистически значимо превосходит альтернативы по доходности, что указывает на устойчивую премию за контрциклическое перераспределение капитала. Особенно выражен эффект в фондах акций, где преимущество VA над LSI и IRR достигает максимальных значений.

В ОПИФах как облигаций, так и акций различия между дисциплинированными стратегиями (VA и MCA) и фактическим поведением инвесторов (IRR) статистически значимы, что свидетельствует о наличии устойчивых поведенческих потерь. В БПИФах акций только стоимостное усреднение статистически значимо превосходит все остальные стратегии, а в БПИФах облигаций работают как стоимостное усреднение, так и равномерные инвестиции.

Таким образом, дисциплинированные стратегии создают статистически значимую избыточную доходность для инвестора относительно как единовременного вложения средств, так и фактического распределения инвесторов, причем величина этой премии возрастает по мере увеличения рыночной волатильности и риска класса активов. Стратегия стоимостного усреднения чаще демонстрирует наибольшую доходность, но может сопровождаться повышенным риском. Равномерное вложение является наиболее сбалансированной и устойчивой альтернативой, что делает ее предпочтительной для инвесторов, стремящихся минимизировать поведенческие потери.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, проведенный эмпирический анализ показал, что величина поведенческого разрыва между доходностью фонда и инвестора существенно варьируется в зависимости от категории активов, стратегии инвестирования и рыночной ситуации.

Для облигационных фондов разрыв оказался в целом низким и менее волатильным, равным 0,29 п. п. для открытых и −0,31 п. п. для биржевых, что обусловлено природой актива, который в среднем обладает умеренной доходностью и невысокой рыночной волатильностью. В фондах акций величина разрыва выше, как и его разброс между периодами, особенно в условиях рыночных шоков (0,87 п. п. для ОПИФов и −1,39 п. п. для БПИФов).

Разложение поведенческого разрыва на три компоненты (структуру актива, поведение инвестора и тайминг) показало, что для каждого из типов фондов вклад вносили различные эффекты. Для открытых фондов основной разрыв объясняется в большей степени эффектом тайминга, тогда как для биржевых он, наоборот, в основном снижал поведенческий разрыв, а принятие решения о вложении или изъятии средств на основе предыдущих периодов (эффект ретроспективы) увеличивало потери инвесторов.

Среди значимых факторов, влияющих на величину разрыва, выявлено положительное влияние размера фонда. Волатильность доходности также повышает разрыв в фондах акций, а для фондов облигаций ведет к его снижению. Для фондов акций выявлена значимая положительная автокорреляция поведенческого разрыва.

Дисциплинированные стратегии генерируют статистически значимую избыточную доходность относительно разовых вложений и фактического распределения капитала инвесторов, при этом премия за следование правилам распределения капитала во времени увеличивается в периоды рыночной волатильности и для рискованных активов. В то время как стоимостное усреднение обеспечивает максимальную доходность при повышенном риске, равномерное инвестирование (МСА) выступает наиболее доступной и сбалансированной альтернативой, минимизирующей поведенческие потери и ошибки тайминга.

Значимость полученных результатов заключается в возможности оптимизации инвестиционных профилей частных инвесторов через популяризацию простых практик финансовой дисциплины и регулярных инвестиций без попыток угадать удачные моменты входа и выхода. Для институциональных участников рынка и управляющих компаний данные результаты могут служить обоснованием для внедрения автоматизированных сервисов регулярного инвестирования, которые нивелируют негативное влияние эффектов ретроспективы и тайминга и снижают общий размер поведенческих потерь и риски инвесторов.

Перспективным направлением дальнейших исследований является анализ устойчивого превышения доходности инвесторов в биржевых ПИФах по сравнению с открытыми фондами. В частности, анализ того, объясняется ли этот эффект особенностями стратегий частных инвесторов в биржевые фонды или является результатом информационной асимметрии, позволяющей маркет-мейкерам получать дополнительные доходы от совершения арбитражных сделок с паями фонда и его обычными инвесторами.

Список источников / References

1. Arnott A., Samant S. (2022). A report on investor returns in the United States. Mind the Gap 2022 — Morningstar, 2022. URL: https://www.morningstar.com/business/insights/research/mind-the-gap.
2. Bessembinder H., Chen T-F. et al. (2025). How Should Investors' Long-Term Returns Be Measured? *Financial Analysts Journal*, 81 (1), 33–62. https://doi.org/10.1080/0015198X.2024.2401765.
3. Cagnazzo A. (2022). Market-Timing Performance of Mutual Fund Investors in Emerging Markets. *International Review of Economics and Finance*, 77, 378–394. https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.10.004.
4. Choe H., Ban J.I. (2020). Does Value Averaging Strategy Improve Investment Performance? Evidence from the Korean Fund Market. *Korean Journal of Financial Studies*, 49 (3), 313–340. https://doi.org/10.26845/KJFS.2020.06.49.3.313.
5. Claus J., Thomas J. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *The Journal of Finance*, 56 (5), 1629–1666. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00384.

6. Dichev I.D. (2007). What are stock investors' actual historical returns? Evidence from dollar-weighted returns. *American Economic Review*, 97 (1), 386–401. https://doi.org/10.1257/aer.97.1.386.
7. Dichev I.D., Zheng X. (2024). The volatility of stock investor returns. *Journal of Financial Markets*, 70, 100927. https://doi.org/10.1016/j.finmar.2024.100927.
8. Ferreira M.A., Keswani A. et al. (2013). The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study. *Review of Finance*, 17 (2), 483–525. https://doi.org/10.1093/rof/rfs013.
9. Friesen G.C., Sapp T.R.A. (2007). Mutual Fund Flows and Investor Returns: An Empirical Examination of Fund Investor Timing Ability. *Journal of Banking & Finance*, 31 (9), 2796–2816. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.01.024.
10. Fulkerson J., Jordan B. et al. (2024). Bad Timing Does Not Cost Investors One Fifth of Their Funds' Returns: An Examination of Morningstar's 'Mind the Gap' Study. https://doi.org/10.2139/ssrn.4904652.
11. Hayley S. (2014). Hindsight effects in Dollar-Weighted Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49 (1), 249–269. https://doi.org/10.1017/S0022109014000155.
12. Hsu J., Myers B.W. et al. (2016). Timing poorly: A guide to generating poor returns while investing in successful strategies. *Journal of Portfolio Management*, 42 (2), 90–98. https://doi.org/10.3905/jpm.2016.42.2.090.
13. Ivanov S. (2016). Analysis of the factors impacting ETFs net fund flow changes. *Studies in Economics and Finance*, 33 (2), 244–261. https://doi.org/10.1108/SEF-06-2014-0114.
14. Keswani A., Stolin D. (2008). Dollar-weighted returns to stock investors: A new look at the evidence. *Finance Research Letters*, 5 (4), 228–235. https://doi.org/10.1016/j.frl.2008.08.001.
15. Mandal S., Akshita et al. (2023). Impact of Systematic Investment Plan on Mutual Fund. *Lingayas's Journal of Professional Studies*, 17 (2), 121–141. URL: https://www.lingayasvidyapeeth.edu.in/lingayas-journal/papers/vol-17-no-2/8.pdf.
16. Zweig J. (1997). Funds that really make money for their investors. *Money*, 26 (4), 124–134. URL: https://jasonzweig.com/funds-that-really-make-money-for-their-investors/.

Информация об авторах

***Александр Евгеньевич Абрамов**, кандидат экономических наук, заведующий научно-исследовательской лабораторией ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва*
***Мария Игоревна Чернова**, кандидат экономических наук, старший научный сотрудник ИПЭИ РАНХиГС, г. Москва*
***Мария Станиславовна Зарецкая**, выпускник ИЭМИТ РАНХиГС, г. Москва*

Information about the authors

***Alexander E. Abramov**, Candidate of Economic Sciences, Head of Laboratory, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow*
***Maria I. Chernova**, Candidate of Economic Sciences, Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow*
***Maria S. Zaretskaya**, Graduate of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA), Moscow*

Статья поступила в редакцию 16.03.2026
Одобрена после рецензирования 20.05.2026
Принята к публикации 29.07.2026

The article submitted March 16, 2026
Approved after reviewing May 20, 2026
Accepted for publication July 29, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-27-44

CC BY

Российский рынок корпоративных облигаций после 2022 года: структурные изменения и финансовые инновации

Михаил Сергеевич Макушкин
E-mail: mikhailmakushkin@gmail.com, ORCID: 0000-0002-3491-1561
НИУ ВШЭ, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
В статье рассматриваются финансовые инновации на российском рынке корпоративных облигаций как ответ на структурные изменения, произошедшие в экономике после 2022 г. Ужесточение монетарной политики сделало внутренние процентные ставки запредельно высокими для компаний, а введенные санкции закрыли выход на внешние рынки капитала. Несмотря на все эти ограничения, российские компании адаптировались к новым реалиям и даже нарастили объемы первичных размещений облигаций.
В работе показано, что важную роль в этой адаптации сыграли финансовые инновации. На основе большого массива данных по эмиссиям корпоративных облигаций после 2022 г. проанализированы и представлены три вида инструментов, являющихся, на наш взгляд, новинками для российского фондового рынка — облигации с переменным купоном (флоатеры), локальные валютные облигации, а также дисконтные и конвертируемые облигации.
Обнаружено, что новые инструменты в ряде случаев позволили снизить стоимость обслуживания долга. Кроме того, они способствовали росту объемов корпоративных заимствований и восстановлению ликвидности российского рынка облигаций за счет замещения исчезнувших сегментов. Вместе с тем подчеркивается, что восстановление рынка обусловлено не только финансовыми инновациями, но и общей стабилизацией экономической ситуации, адаптацией участников к новым условиям и развитием внутренней рыночной инфраструктуры.

Ключевые слова: *корпоративные облигации, процентные ставки, флоатеры, замещающие облигации, валютные облигации*

JEL: *G12, G13, E43*

Благодарности: *исследование выполнено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ (HSE-BR-2025-044).*

Для цитирования: *Макушкин М. С. Российский рынок корпоративных облигаций после 2022 года: структурные изменения и финансовые инновации // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 27–44. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-27-44.*

© Макушкин М. С., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-27-44

Russian Corporate Bond Market After 2022: New Challenges and Financial Innovations

Mikhail S. Makushkin

HSE University, Moscow, Russian Federation

mikhailmakushkin@gmail.com, https://orcid.org/0000-0002-3491-1561

Abstract

This article examines financial innovations in the Russian corporate bond market as a response to structural changes in the economy following 2022. The tightening of monetary policy has led to prohibitively high interest rates for domestic companies, while the sanctions have closed access to external capital markets.

Despite these constraints, Russian firms have successfully adapted to the new environment and even increased the volume of primary bond issuances. The study shows that financial innovations played a significant role in this adaptation process. Using a large dataset on corporate bond issuances after 2022, we identify the changes in the patterns of bond issuance. Three main types of financial innovations are highlighted: floating-rate bonds, new locally denominated currency bonds, and exotic instruments such as discount notes and convertible bonds.

Our findings indicate that financial innovations after 2022 contributed to preserving and expanding corporate bond issuance while supporting the recovery of liquidity in the Russian bond market. In some cases, the new instruments reduced borrowing costs and partially substituted for market segments that became unavailable after 2022. At the same time, the recovery of the bond market cannot be attributed solely to financial innovations, but also reflects broader economic stabilization, market adaptation to the new institutional environment, and the development of domestic market infrastructure.

Keywords: *corporate bonds, interest rates, floating rate bonds, foreign currency bonds, replacement bonds*

JEL: *G12, G13, E43*

Acknowledgments: *The article was prepared within the framework of the Basic Research program at HSE University (HSE-BR-2025-044).*

For citation: *Makushkin M.S. (2026). Russian corporate bond market after 2022: new challenges and financial innovations. Financial Journal, 18 (4), 27–44 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-27-44.*

© Makushkin M.S., 2026

ВВЕДЕНИЕ

После 2022 г. российский рынок облигаций прошел через серьезные структурные изменения. Из-за введенных санкций с рынка практически полностью ушли нерезиденты, а для российских компаний закрылся канал выхода на международные рынки капитала. Параллельно с этим на фоне разгона инфляции произошло ужесточение монетарной политики, и процентные ставки в рублях выросли до рекордных уровней.

Несмотря на перечисленные факторы, российский рынок облигаций после кратковременного падения в 2022 г. с 2023 г. продолжил уверенный рост. Общий объем рынка рублевых облигаций вырос с 16 трлн руб. в конце 2021 г. до 33 трлн руб. к концу 2025 г. [Ермак, Сулима, 2026]. Это можно объяснить сохранившейся потребностью российских компаний в инвестициях. Несмотря на санкционное давление и внешние ограничения, серьезного замедления экономики не произошло. У компаний все еще осталась потребность занимать — и для выполнения существующих крупных инвестиционных программ,

и для финансирования новых инвестиционных проектов, в том числе связанных с исполнением государственного заказа [Морозов, Азарина и др., 2025а].

С другой стороны, на адаптацию рынка к новым реалиям повлияли финансовые инновации в дизайне эмиссий. На рынке бóльшую роль стали играть облигации с плавающим купоном, появились замещающие и локальные валютные облигации. Некоторые эмитенты стали прибегать к таким инструментам финансирования, как дисконтные[1] и конвертируемые[2] облигации.

В настоящей статье ставится задача ответить на исследовательский вопрос: как финансовые инновации помогли адаптироваться российскому рынку облигаций к произошедшим структурным изменениям? С опорой на крупный массив данных по первичным размещениям облигаций были проанализированы инструменты, ставшие популярными на рынке после 2022 г.: облигации с плавающим (переменным) купоном (флоатеры, от англ. floater — «плавающий»), новые валютные облигации (замещающие и квазивалютные), а также конвертируемые и дисконтные облигации.

Показано, что появление новых финансовых инструментов помогло эмитентам сохранить и даже нарастить объемы заимствований. В некоторых случаях новые инструменты помогают оптимизировать стоимость заимствований и упростить обслуживание долга. Новые типы облигаций также способствовали восстановлению ликвидности рынка после ухода крупных игроков и исчезновения части привычных инструментов (в частности, евробондов). Однако полностью объяснить восстановление рынка новыми финансовыми инструментами нельзя. Доля классических корпоративных облигаций на рынке остается по-прежнему высокой. Не менее важную роль в трансформации рынка сыграли постепенная стабилизация экономической ситуации, адаптация к новой институциональной среде, а также развитие внутренней рыночной инфраструктуры.

Новизна настоящего исследования заключается в рассмотрении финансовых инноваций на рынке облигаций как ответа на структурные изменения. Существуют отдельные исследования, посвященные обзору новых инструментов на российском рынке [Тропина, 2023; Таквель, 2024; Козлов, 2025; Морозова, 2025; Попова, Руденко, 2025], а также фокусирующиеся на роли санкционных ограничений [Морозов, 2024; Соколова, 2024]. Однако системное исследование реакции облигационного рынка на произошедшие после 2022 г. изменения проводится впервые. Накопленный за четыре года после февраля 2022 г. массив рыночных данных позволяет достоверно ответить на поставленный исследовательский вопрос, отделив краткосрочные тенденции от структурных изменений.

Выводы работы будут полезны как эмитентам, так и инвесторам. Для первой группы статья предлагает описание возможностей оптимизации стоимости привлечения долгового финансирования. Инвесторы найдут в статье обзор новых инструментов облигационного рынка, описание действия их механизма и основных рисков.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Изменения на российском рынке после 2022 г. привлекают широкое внимание отечественных исследователей. В работе [Соколова, 2024] анализируются альтернативные

---

[1] *Дисконтные облигации размещаются по цене ниже номинальной стоимости и, как правило, не имеют фиксированной купонной доходности (бескупонные облигации). При погашении инвестор получает доход в виде разницы между номинальной стоимостью облигации и ценой ее покупки. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/683813ae9a79473b11775147?ysclid=mrj6dvkjmq52187677&from=copy#p1.*

[2] *Конвертируемые облигации обеспечивают инвестору регулярный доход в виде купонных выплат с возможностью конвертировать данный актив в определенное количество акций эмитента; одна из разновидностей так называемых гибридных финансовых инструментов. URL: https://www.finam.ru/publications/item/chto-takoe-konvertiruemaya-obligaciya-kogda-oni-nuzhny-investoru-20210430-19200/?ysclid=mrj6vsk32n475976111.*

источники формирования инвестиций в условиях санкционных ограничений. В статье [Морозов, 2024] обсуждаются перспективы развития срочного рынка в условиях санкций. В исследовании [Козлов, 2025] выявляются проблемы развития российского рынка корпоративных облигаций.

Другие исследователи фокусируются на новых инструментах рынка облигаций. Так, в статье [Тропина, 2023] рассматриваются облигации с плавающим купоном и их защитные характеристики. В работе [Макушкин, 2025] моделируются технические особенности облигаций с переменным купоном. Привлекли внимание в академической литературе и новые валютные инструменты: обсуждаются основы рынка замещающих облигаций [Морозова, 2025], анализируются доходности валютных облигаций на российском рынке [Попова, Руденко, 2025], изучаются перспективы развития сегмента локальных юаневых облигаций [Таквель, 2024; Макушкин, 2026].

Мнения о состоянии рынка облигаций можно почерпнуть из интервью, взятых экспертами журнала Cbonds Review у профессиональных участников рынка. Рустем Кафиатуллин (Банк Синара) в числе причин роста российского рынка облигаций называет переориентацию крупных заемщиков с международных рынков еврооблигаций на локальный рынок[3]. Екатерина Малеева (Совкомбанк) подчеркивает растущую роль флоатеров на российском рынке[4]. Александр Ермак (БК Регион) перечисляет причины рекордной активности на первичном рынке корпоративных облигаций[5]. Роберт Смакаев (Совкомбанк) в качестве объяснения для парадокса роста рынка в год рекордных ставок называет привлекательность рынка облигаций по сравнению с банковскими кредитами и рефинансированием старых долгов[6].

В зарубежной литературе тема структурных изменений на российском рынке после 2022 г. не покрыта. События 2022 г. рассматриваются преимущественно сквозь призму их влияния на международные рынки. Так, в работе [Umar, Polat et al., 2022] показывается, что связь между российским и иностранными фондовыми рынками после 2022 г. существенно снизилась. Аналогичные наблюдения, но применительно к товарному рынку, приводятся в статье [Fang, Shao, 2022]. А в работе [Sohag, Gainetdinova et al., 2022] на примере России моделируются эффекты от геополитических шоков на обменные курсы валют.

Несмотря на наличие отдельных исследований по структурным изменениям на рынке после 2022 г. и по новым финансовым инструментам, видится пробел в понимании адаптации рынка к новым реалиям через финансовые инновации. Цель настоящей работы — восполнить этот пробел.

ДАННЫЕ

Для ответа на поставленный исследовательский вопрос были изучены следующие материалы.

Проанализированы данные по первичным эмиссиям корпоративных облигаций на российском рынке начиная с 2020 г. Собраны следующие параметры эмиссий: эмитент, валюта, срочность, номинал, тип облигации, ставка и тип купона, рейтинг и сектор эмитента. Были исключены из рассмотрения структурные облигации, секьюритизированные выпуски и цифровые финансовые активы. Все данные по эмиссиям были получены с аналитической платформы Cbonds.

---

[3] *Кафиатуллин Р. Год под знаком флоатеров // Cbonds Review. 2024. № 4.*

[4] *Малеева Е. Флоатеры: мимолетный тренд или новый стандарт инвестиций // Cbonds Review. 2025. № 1.*

[5] *Ермак А. Рекордная ликвидность на первичном рынке корпоративных облигаций: причины и источники // Cbonds Review. 2025. № 2.*

[6] *Смакаев Р. Почему рынок капитала поставил рекорд в год экстремальной ставки // Cbonds Review. 2025. № 4.*

Для анализа изменения стоимости привлечения долга после 2022 г. были использованы различные агрегированные индексы доходностей облигаций Московской биржи[7], а также индексы надбавок при первичном размещении, публикуемые Cbonds[8].

Для анализа уровня ликвидности российского рынка до и после 2022 г. были использованы ежегодные обзоры рынка облигаций, публикуемые БК Регион [Ермак, Сулима, 2025, 2026]. Эти обзоры содержат агрегированную информацию по оборотам торгов, полученную на основе детальных данных Московской биржи.

Для анализа статистической информации по российскому рынку облигаций используются также данные из обзоров Банка России финансовых инструментов и финансовых рынков [Морозов, Азарина и др., 2025a, 2025b].

СТРУКТУРНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ В ЭКОНОМИКЕ

Для понимания природы финансовых инноваций на рынке облигаций последних лет необходимо прежде всего привести описание структурных изменений, произошедших после 2022 г.

Первое важное изменение связано с санкционными ограничениями. До 2022 г. российские компании активно занимали на рынке еврооблигаций. Основными валютами займов выступали доллары и евро. Для компаний, ориентированных на внутренний рынок, еврооблигации давали возможность привлечения более дешевого синтетического финансирования. Иностранные ставки были ниже внутренних, что позволяло оптимизировать стоимость обслуживания долга. А компании, ориентированные на экспорт и имеющие инвестиции за рубежом, с помощью еврооблигаций могли получать источники финансирования своих проектов непосредственно в иностранной валюте [Теплова, Соколова, 2018].

После 2022 г. доступ на международные рынки капитала для российских компаний оказался закрыт, а с локального рынка ушли международные инвесторы. Если в 2021 г. доля нерезидентов на рынке гособлигаций составляла 20%, то к концу 2024 г. этот показатель упал до 5% [Морозов, Азарина и др., 2025b]. Параллельно с этим происходила переориентация экспорта с западных рынков на восточные. Юань пришел на смену доллару и евро в качестве ключевой валюты экспорта. Это способствовало появлению нового сегмента юаневых облигаций, доля которых к концу 2025 г. составила 47% рынка валютных облигаций [Ермак, Сулима, 2026].

Второе изменение связано с внутренними экономическими факторами. После 2022 г. в стране заметно усилилась инфляция. На своем пике в 2025 г. годовая инфляция достигла уровня в 10,3%[9] при официальной цели Банка России в 4%. Все это потребовало от регулятора более жестких действий в области монетарной политики. Ключевая ставка достигла рекордного уровня в 21% в конце 2024 г. По таким высоким ставкам обслуживание долга для некоторых компаний стало недоступным.

Наряду с рыночными изменениями после 2022 г. произошел и ряд институциональных. Во-первых, были созданы правовые рамки для появления замещающих облигаций, которые позволили российским эмитентам частично перенести обязательства по еврооблигациям в российскую инфраструктуру[10]. Во-вторых, популярным стал механизм размещения облигаций через специализированные финансовые общества (СФО). Правовой контур для таких размещений существовал уже давно[11], однако именно после 2022 г. подобные конструкции стали заметно чаще использоваться на рынке корпоративных облигаций.

---

[7] *Московская биржа. Индексы облигаций. URL: https://www.moex.com/ru/index/RGBI/about.*

[8] *Cbonds. Cbonds разработал линейку индексов значений надбавки к ключевой ставке Банка России или RUONIA. 12 декабря 2024 г. URL: https://cbonds.ru/news/3200659/.*

[9] *По данным Банка России. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/infl/.*

[10] *Федеральный закон от 14 июля 2022 г. № 292-ФЗ.*

[11] *Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379-ФЗ.*

Это отразилось в отраслевой структуре первичных размещений: в 2024 г. максимальный объем размещений (42% от общего объема) пришелся на категорию прочих финансовых институтов (включает СФО) [Ермак, Сулима, 2025]. Среди 25 крупнейших эмитентов, наряду с известными российскими компаниями, появились такие новые имена, как «СФО Идеи и Инвестиции» и «СФО Оптимум Финанс». Хотя формально такие облигации и классифицируются как корпоративные размещения, их финансовая структура менее прозрачна, а детальный анализ затруднен низкой степенью раскрытия информации.

Что осталось неизменным после 2022 г., так это потребность в привлечении заемных средств [Морозов, Азарина и др., 2025а]. Несмотря на первые опасения, российская экономика справилась с шоком. ВВП сначала сократился на 2,1% в 2022 г., но начиная с 2023 г. вернулся к росту (3,6% в 2023 г. и 4,2% в 2024 г.)[12]. Российские компании стали занимать ниши, освободившиеся после ухода иностранных предприятий [Земцов, Баринова и др., 2023]. Заметно выросли и объемы государственного заказа [Малкина, Балакин, 2024]. А у крупных компаний сохранились начатые еще до 2022 г. инфраструктурные проекты, требующие масштабного финансирования. Все это потребовало от российских эмитентов адаптации к новым условиям рынка.

ИЗМЕНЕНИЯ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

1. Флоатеры

Первое крупное изменение на российском рынке облигаций после 2022 г. — это рост популярности облигаций с переменным купоном, также известных как флоатеры, у которых значение купона неизвестно заранее, а привязано к некоторой базовой ставке. Облигации с плавающим купоном существовали на российском рынке еще до 2022 г. В 2014 г. первые выпуски облигаций федерального займа (ОФЗ) с привязкой купона к ставке RUONIA разместил Минфин России. Из корпоративных игроков на рынке флоатеров были активны преимущественно крупные компании: РЖД, ВТБ, ВЭБ и «Газпром». Поэтому назвать флоатеры абсолютно новым инструментом для российского рынка нельзя. Тем не менее доля таких облигаций на конец 2021 г. на рынке была незначительной, всего около 10% от общего объема первичных размещений. Она начала расти лишь после 2022 г. В 2024 г. уже три четверти от общего объема первичных размещений рублевых корпоративных облигаций было размещено в формате флоатеров (левая часть рис. 1). При анализе разбивки по количеству выпусков облигаций (правая часть рис. 1) также наблюдается рост популярности флоатеров, однако динамика менее выражена. Это указывает на то, что облигации с переменным купоном выпускаются в основном крупными компаниями, в то время как мелкие эмитенты предпочитают более привычные облигации с фиксированным купоном.

Интересное отличие сформировавшегося рынка корпоративных флоатеров от рынка ОФЗ с переменным купоном (ОФЗ-ПК) состоит в выборе базовой ставки для расчета величины купона. Если все ОФЗ-ПК используют ставку RUONIA[13] [Макушкин, 2025], то на рынке корпоративных облигаций преобладает ключевая ставка. В 2024 г. 75% от всех рублевых размещений корпоративных флоатеров предусматривали купон на основе ключевой ставки (левая часть рис. 2). Причем если оценивать количество выпусков корпоративных облигаций, то этот индикатор практически полностью доминирует на рынке флоатеров в последние годы (правая часть рис. 2). Иными словами, ставка RUONIA в основном выбирается крупными эмитентами, активно оперирующими на денежном рынке, в то время как менее крупные эмитенты предпочитают более привычную ключевую ставку.

---

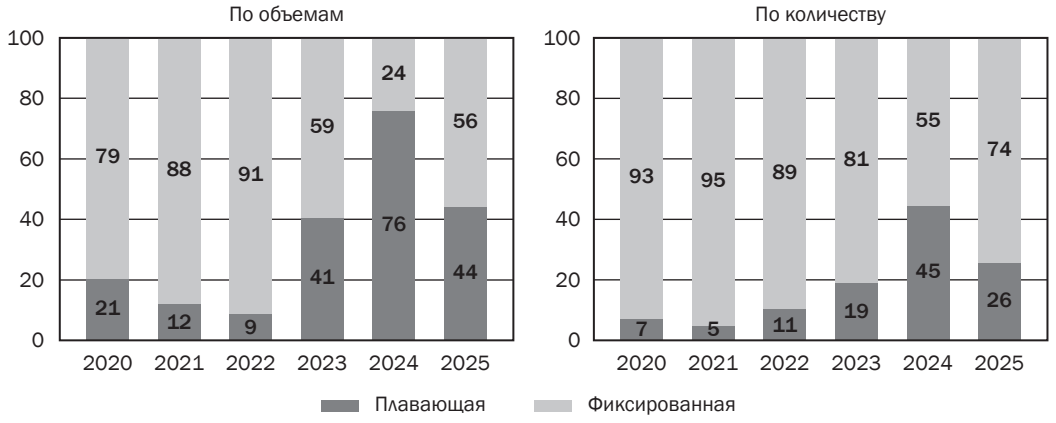
[12] *По данным Росстата. URL: https://rosstat.gov.ru/.*

[13] *RUONIA (англ. Ruble OverNight Index Average, индекс среднесрочной овернайт оплаты рублем) — средневзвешенная ставка по необеспеченным межбанковским займам в рублях на один день. На межбанковском рынке RUONIA позволяет оценивать соотношения спроса и предложения ликвидности. URL: https://www.rbc.ru/base/13/03/2026/6984a0d69a7947979ae4f402?ysclid=mrkf2bc4w1114027669#contents-1.*

Можно выделить несколько причин популярности флоатеров с привязкой к ключевой ставке. Во-первых, купон на основе ключевой ставки более понятен для инвесторов. Он рассчитывается как простая сумма ключевой ставки и премии к ней, без сложного усреднения, присущего купонам на основе RUONIA. Во-вторых, в условиях резких изменений ключевой ставки облигации с купоном на основе RUONIA менее привлекательны, так как из-за усреднения базовой ставки купон таких облигаций отстает от купонов аналогичных облигаций с ключевой ставкой [Макушкин, 2025]. В-третьих, ключевая ставка более понятна и удобна компаниям реального сектора, которые привыкли кредитоваться у крупных банков по ключевой ставке.

Рисунок 1

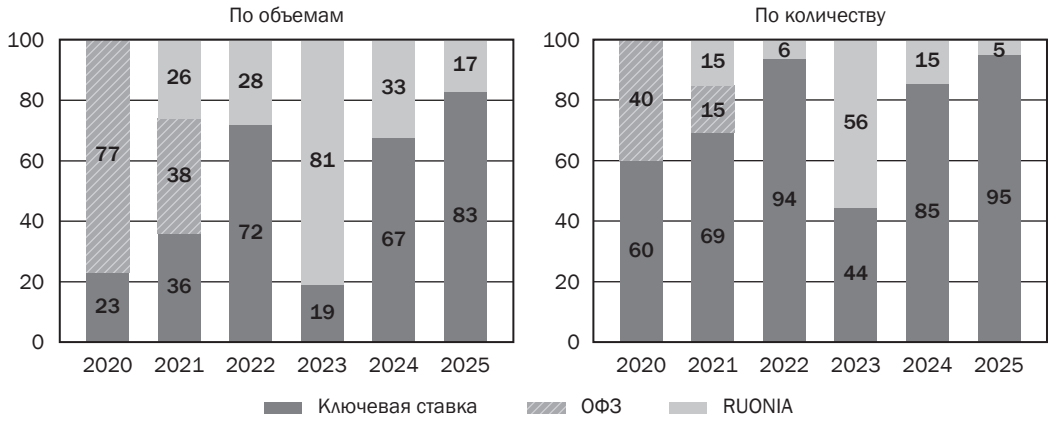
Разбивка первичных размещений рублевых облигаций по типу купонной ставки, %



Источник: составлено автором по данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.

Рисунок 2

Разбивка первичных размещений рублевых флоатеров по базовой ставке купона, %



Источник: составлено автором по данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.

Общий рост популярности облигаций с плавающим купоном можно объяснить несколькими причинами. Во-первых, флоатеры позволяют эмитенту снизить долгосрочную стоимость обслуживания долга при ожидании снижения ключевой ставки. В условиях высоких текущих процентных ставок и ожидания их дальнейшего снижения эмитенту невыгодно

фиксировать высокий купонный платеж на длительный срок. Вместо этого эмитенты логично выбирают облигации с переменным купоном, которые подразумевают более низкие купонные платежи в будущем (в предположении, что изменение ставок будет соответствовать ожиданиям).

Во-вторых, флоатеры более привлекательны для консервативных инвесторов в условиях высокой волатильности процентных ставок и неопределенности относительно дальнейшей монетарной политики. Привязка купона к плавающей ставке сокращает дюрацию[14] облигации и тем самым снижает волатильность ее цены, что позволяет инвестору защитить свои вложения от негативной переоценки. Другими словами, такой дизайн облигации позволяет привлечь на рынок дополнительные объемы за счет таргетирования различных риск-профилей инвесторов.

На западных рынках облигации с переменным купоном появились еще в 1970-е гг. Мотивация к выпуску флоатеров у эмитентов в то время была похожая. В условиях высоких процентных ставок было необходимо сделать облигации более привлекательными для инвесторов и оптимизировать стоимость заимствований для компаний [Ramaswamy, Sundaresan, 1986]. Исследования по западным рынкам показывают, что высокий уровень текущих процентных ставок и ожидание их дальнейшего снижения увеличивают вероятность выпуска компанией облигаций с переменным купоном [Barry, Mann et al., 2009; Tewari, Ramanlal, 2021]. В данном контексте можно утверждать, что рост популярности флоатеров на российском рынке после 2022 г. соответствует международным тенденциям.

Дальнейшая судьба флоатеров в России зависит от монетарной политики Банка России. В 2025 г. он вернулся к циклу снижения ключевой ставки. На рынке появились первые после 2022 г. крупные размещения с фиксированным купоном. Однако процентные ставки все еще остаются достаточно высокими. По прогнозам ЦБ РФ (по состоянию на май 2026 г.)[15], среднее значение ключевой ставки в 2026 г. ожидается на уровне 14–14,5%. А следовательно, можно предположить, что выпуски облигаций с плавающим купоном в ближайшее время продолжатся.

2. Локальные валютные облигации

Другой важной финансовой инновацией для российского рынка стало «переизобретение» рынка валютных облигаций. После 2022 г. размещение еврооблигаций на международных рынках для российских компаний стало невозможным. А уже находящиеся в обращении еврооблигации оказались заблокированными для российских инвесторов. Все это привело к появлению двух новых валютных инструментов.

Первый — это замещающие облигации (ЗО). Их идея состоит в предоставлении внутренним инвесторам замены попавшим под блокировку еврооблигациям российских компаний. Отсюда и слово «замещающие» в названии. Замещающие облигации по условиям (купон, номинал, валюта, дата погашения), как правило, полностью соответствуют оригинальным еврооблигациям. Отличие состоит лишь в валюте платежей — все купонные платежи и выплата номинала при погашении осуществляются в рублях по курсу ЦБ.

Первые замещающие облигации в сентябре 2022 г. разместил «Газпром», вслед за ним — «Лукойл», «Металлоинвест» и «ФосАгро». На конец 2025 г. в обращении находилось 73 выпуска ЗО с совокупным номиналом в 21 млрд долл. США в эквиваленте.

Важную роль в появлении замещающих облигаций сыграло Министерство финансов Российской Федерации. Сначала была создана правовая рамка для размещения ЗО

---

[14] *Дюрация (от англ. duration — «длительность») — срок возвращения средств, вложенных в облигацию.*

[15] *Банк России. Комментарий к среднесрочному прогнозу Банка России. 7 мая 2026 г. URL: https://cbr.ru/dkp/mp_dec/decision_key_rate/comment_07052026/.*

в виде Федерального закона от 14.07.2022 № 292-ФЗ[16]. В 2024 г. Минфин России и сам разместил тринадцать выпусков ОФЗ взамен своих еврооблигаций (девять — в долларах и четыре — в евро), что усилило доверие рынка к инструменту и создало суверенный бенчмарк для ценообразования ОФЗ.

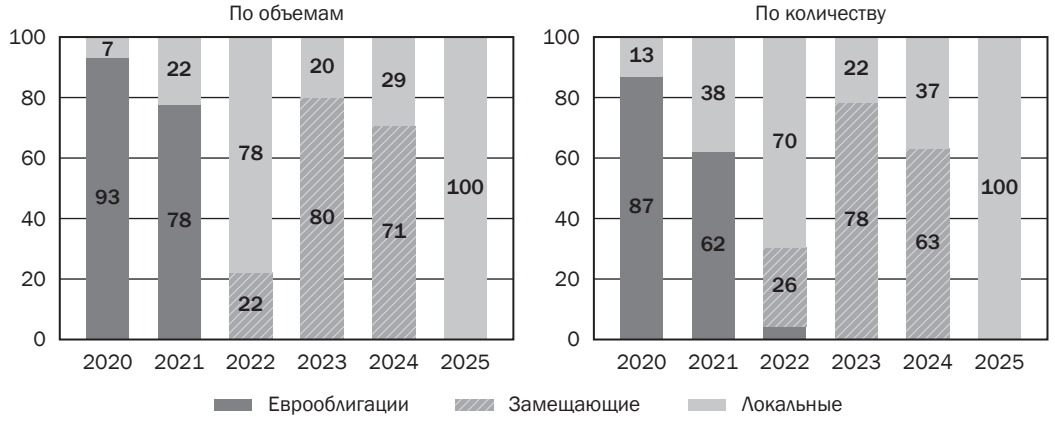
Произошедшие изменения полностью изменили ландшафт рынка валютных облигаций. С первичного рынка исчезли еврооблигации, которые в 2021 г. отвечали практически за 80% всего объема размещений (рис. 3). На смену еврооблигациям пришли сначала замещающие (76% первичных размещений в 2024 г.), а затем локальные валютные облигации (100% первичных размещений валютных облигаций в 2025 г.). Анализ количества выпущенных облигаций показывает: это ожидаемо, учитывая, что основные эмитенты валютных облигаций — крупные компании-экспортеры.

В отличие от еврооблигаций, новые валютные облигации ориентированы на внутреннего инвестора. Их номинал выражен в валюте, но платежи в большинстве случаев осуществляются в рублях по курсу ЦБ. Из-за этого такие облигации также называют квазивалютными. Основной валютой локальных облигаций по-прежнему остается доллар США. При этом бóльшую роль на рынке стали играть и облигации, номинированные в юанях (рис. 4). В 2022 г. первый выпуск юаневых облигаций разместил «Русал». Вслед за ним на рынок вышли «Полюс», «Металлоинвест», «Роснефть» и «Сегежа». В конце 2025 г. первые ОФЗ в юанях разместил и Минфин России. Особенностью юаневых ОФЗ стала возможность выбора валюты платежей — юани либо эквивалент в рублях.

Рост популярности квазивалютных облигаций можно объяснить следующими причинами. Во-первых, они позволяют эмитенту привлечь средства по ставкам заметно ниже, чем в рублях. Так, для эмитентов первого эшелона долларовые ставки составляют около 6–7%, в то время как за аналогичные рублевые выпуски им необходимо платить 15–20% годовых (в зависимости от срочности). Во-вторых, квазивалютные облигации выглядят привлекательными для инвесторов, стремящихся получить экспозицию на иностранную валюту. В условиях, когда торговля долларами и евро на биржевом рынке стала невозможна, квазивалютные облигации выглядят как удобный инструмент для защиты от обесценения рубля.

Рисунок 3

Разбивка первичных размещений валютных облигаций по типу облигации, %

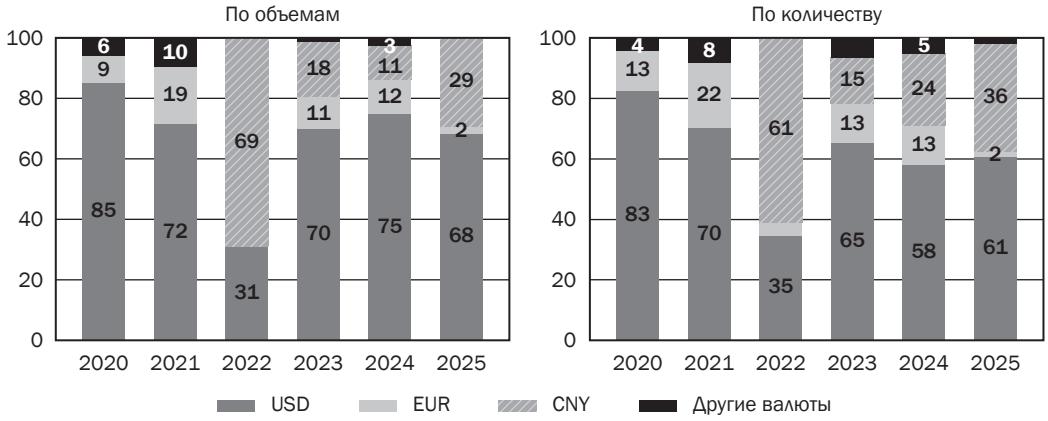


Источник: составлено автором по данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.

[16] *«О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации, признании утратившим силу абзаца шестого части первой статьи 7 Закона Российской Федерации „О государственной тайне“, приостановлении действия отдельных положений законодательных актов Российской Федерации и об установлении особенностей регулирования корпоративных отношений в 2022 и 2023 годах».*

Рисунок 4

Разбивка первичных размещений валютных облигаций по валюте эмиссии, %



Источник: составлено автором по данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.

Что касается роста популярности облигаций в юанях, то он связан с переориентацией российского сырьевого экспорта с западных рынков на восточные [Азиева, 2023]. У компаний-экспортеров появился стабильный канал выручки в юанях, а в стране накопилась избыточная юаневая ликвидность. Кроме того, юань остается одной из последних мировых валют, по которой еще доступны открытые биржевые торги, что повышает прозрачность ценообразования локальных облигаций в юанях.

Практика выпуска локальных валютных облигаций, скорее всего, продолжится в ближайшие годы. Причем по мере роста торговых оборотов с восточным странами юань будет занимать все бóльшую долю на рынке облигаций. Вероятно, также увеличится срочность валютных выпусков. Так, на конец 2025 г. все корпоративные облигации в юанях были краткосрочными. Однако появление облигаций Минфина России в юанях дало дополнительный толчок развитию рынка юаневых облигаций, так как на рынке появился новый суверенный бенчмарк, в том числе на длинные сроки [Макушкин, 2026].

3. Другие инструменты

Одним из ответов рынка на высокие ставки можно считать появление инструментов, ранее нетипичных для российского рынка. К ним относятся, например, дисконтные и конвертируемые облигации. Пока это единичные истории, поэтому считать их появление структурным изменением нельзя. Однако сам факт возникновения таких выпусков говорит о высокой степени адаптивности рынка к дифференцированию, разнообразию финансовых инструментов.

Дисконтные облигации — это облигации с нулевым (или очень низким) купоном, которые размещаются по цене ниже номинала. Крупным эмитентом таких облигаций является Сбербанк, выпустивший к концу 2025 г. бескупонных облигаций на 160 млрд руб. Крупный квазибескупонный выпуск (на 120 млрд руб.) разместила и компания «Газпром нефть» (ставка купона 2% при цене первичного размещения в 50%). Общий объем размещений бескупонных и квазибескупонных облигаций составил 170 млрд руб. в 2024 г. и 250 млрд руб. в 2025 г. Для сравнения: в 2020 г. было выпущено дисконтных облигаций всего на 11 млрд руб. И все же в настоящее время доля таких инструментов на рынке еще невелика (не более 3% от общего объема размещений рублевых корпоративных облигаций).

Для компании-эмитента преимуществом дисконтной облигации является отсутствие промежуточных платежей за обслуживание долга. Процентные платежи по данному инструменту зашиты в разницу между ценой размещения облигаций и ценой их погашения (номиналом). В результате эмитент может перенести плату за долг на более дальние периоды.

Для инвестора привлекательность дисконтной облигации заключается в возможности зафиксировать доходность к погашению. В расчете доходности к погашению по стандартным облигациям предполагается, что купон может реинвестироваться по той же ставке, что и доходность облигации. Однако в условиях инвертированной кривой доходностей, наблюдавшейся на рынке весь 2024 г., и ожиданий по дальнейшему смягчению денежно-кредитной политики реинвестирование купонов по тем же ставкам становится проблематичным. У дисконтных облигаций купонов нет, соответственно, нет и риска их реинвестирования.

Другим преимуществом дисконтных облигаций для инвестора является их привлекательное налоговое обложение. Купон по облигации облагается налогом, а изменение цены облигации (при ее удержании до погашения) — нет. В ситуации, когда типичные купоны на рынке составляют 15–20%, такая налоговая оптимизация может приводить к материальным различиям в фактической чистой доходности купонных и бескупонных облигаций.

При этом инвестор, вкладывающий средства в дисконтные облигации, должен осознавать и дополнительные риски. Во-первых, это более высокая дюрация из-за отсутствия купонных платежей и, следовательно, более высокая волатильность цены такой бумаги. Когда у облигации отсутствует купон, ее дюрация становится равной срочности облигации. Например, по состоянию на конец 2025 г. для дисконтной облигации Сбербанка RU000A10C8S6 с погашением в августе 2030 г. дюрация составляла 4,6 года. А для ОФЗ-ПД-26251 с купоном в 9,5% и погашением в том же августе 2030 г. дюрация составляла 3,6 года[17]. Во-вторых, это более высокий кредитный риск, поскольку все платежи приходятся на конечную дату погашения облигации.

На западном рынке дисконтные облигации — это привычный инструмент. Мотивация к выпуску дисконтных облигаций компаниями изучена, например, в работе [Fisher, Brick et al., 1983]. Однако основными эмитентами бескупонных облигаций являются государства. Например, все краткосрочные облигации Казначейства США выпускаются в формате бескупонных облигаций. Интересный долгосрочный квазибескупонный выпуск есть у Министерства финансов Великобритании (погашение в 2061 г. с купоном в 0,5%). В этом плане российский опыт выглядит весьма необычно. Эмитенты дисконтных облигаций в России — это исключительно частные компании, в то время как все ОФЗ Минфина России выпускаются в купонном формате.

Еще один относительно новый инструмент для российского рынка — это локальные конвертируемые облигации. До 2022 г. их уже выпускали российские компании, но только на международном рынке. Такие выпуски были, например, у «Яндекса», VK и Ozon. Однако первые локальные выпуски конвертируемых облигаций появились только в 2025 г. Сначала, в июле 2025 г., их по закрытой подписке разместило ПАО «МГКЛ» на 1,9 млрд руб., а в октябре похожий выпуск на 3 млрд руб., но на бирже, разместила ГК «Самолет».

Разумеется, в общем объеме первичного рынка корпоративных облигаций (около 4,1 трлн руб. в 2025 г.) эти цифры выглядят незначительными. Однако появление такого инструмента — интересный ответ компаний на произошедшие структурные изменения. Преимущество конвертируемой облигации для эмитента состоит в снижении стоимости обслуживания долга. К примеру, трехлетняя конвертируемая облигация ГК «Самолет»

[17] *По данным Cbonds. URL: https://cbonds.com/calc/.*

предлагает инвестору купон в 13% годовых, в то время как аналогичные классические бумаги этого же эмитента платят годовой купон в 22%. В обмен на более низкий купон инвестор получает опцион на покупку акций компаний, что теоретически может оказаться выгодным вложением. Однако с учетом состояния российского фондового рынка и отсутствия прозрачного рынка опционов на акции преимущества такого типа инструментов для инвестора выглядят неочевидными.

На международном рынке сегмент конвертируемых облигаций развит гораздо более сильно. По данным Bloomberg, его объем за 2024 г. оценивается примерно в 440 млрд долл. США. Основные эмитенты — это технологические компании с большим потенциалом роста. Российское регулирование позволяет выпускать конвертируемые облигации[18], но будет ли этот инструмент востребован рынком в дальнейшем — пока непонятно.

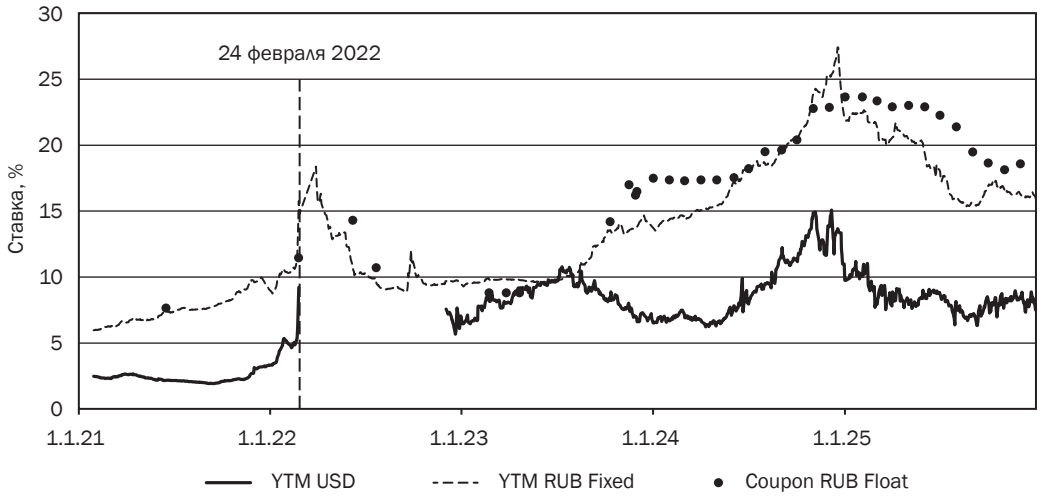
СТОИМОСТЬ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ДОЛГА

Говоря об изменениях на российском рынке облигаций после 2022 г., невозможно обойти стороной вопрос изменения стоимости привлечения долга. Чтобы оценить, как этот показатель изменился с тех пор, проведем сравнение доходностей различных инструментов, рассмотренных в предыдущем разделе, с доходностями классических облигаций с фиксированным купоном до и после 2022 г. (рис. 5). Для полноты сравнения и для учета различий в базовых ставках наряду с анализом доходностей рассмотрим динамику кредитных спредов относительно соответствующих безрисковых бенчмарков (рис. 6).

Для рублевых облигаций с фиксированным купоном в качестве индикатора доходности был использован индекс Московской биржи RUCBNS Y, отражающий средневзвешенную доходность наиболее ликвидных корпоративных облигаций российского рынка. Кредитный спред определяется как разница между доходностью индекса и доходностью ОФЗ, интерполированной по кривой доходностей Московской биржи (G-Curve) на дюрацию индекса.

Рисунок 5

Доходности основных видов облигаций до и после 2022 г.

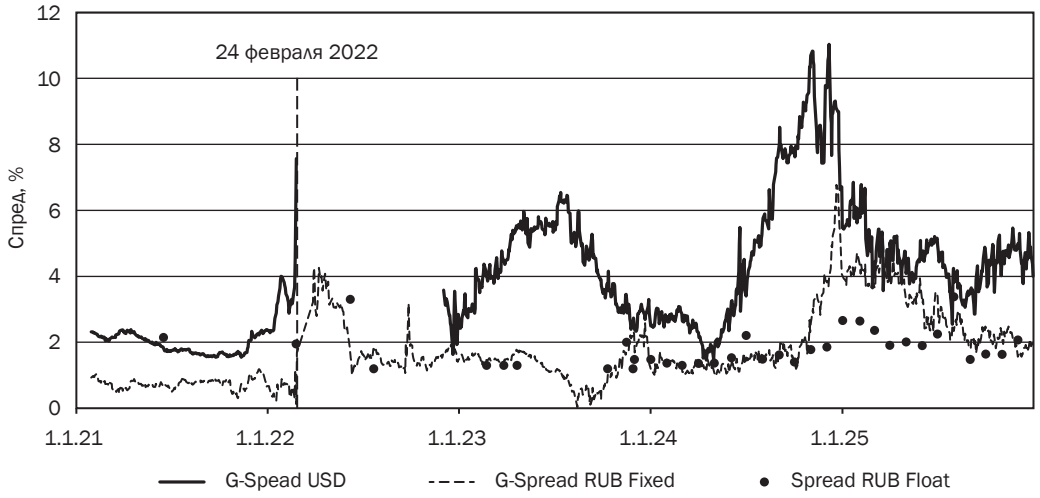


Источник: рисунок автора по данным Cbonds и Московской биржи. URL: https://cbonds.com/calc/ и URL: https://www.moex.com/.

[18] *Банк России. Отчет об оценке фактического воздействия регуляторных требований к конвертируемым облигациям. 2025. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/184409/ofv_20251014.pdf.*

Рисунок 6

Кредитные спреды для различных видов облигаций до и после 2022 г.



Источник: рисунок автора по данным Cbonds и Московской биржи. URL: https://cbonds.com/calc/ и URL: https://www.moex.com/.

Для валютного сегмента в период до 2022 г. используется индекс корпоративных еврооблигаций Московской биржи RUCEU Y, а после 2022 г. — индекс замещающих облигаций RURPLTR Y. Сравнение данных индексов во времени представляется оправданным, поскольку эмитентами замещающих облигаций являются те же компании, которые ранее привлекали финансирование через рынок еврооблигаций. В обоих случаях G-Spread рассчитывается как разница между доходностью индекса и доходностью казначейских облигаций США (US Treasuries), интерполированной на соответствующую дюрацию индекса.

Для облигаций с плавающим купоном анализ доходности к погашению затруднен необходимостью формировать предположения относительно будущей траектории базовых процентных ставок, что осложняет их сопоставление с облигациями с фиксированным купоном. В рамках настоящего исследования в качестве упрощенного индикатора стоимости привлечения долга по облигациям с плавающим купоном используется сумма действующей базовой ставки и премии к ней. Данный показатель не является оценкой доходности к погашению в строгом смысле, однако позволяет сопоставлять условия заимствования в различные периоды. Поскольку, как было показано ранее, наиболее значительную часть рынка флоатеров составляют выпуски с привязкой купона к ключевой ставке, для анализа ограничимся данным сегментом. Для периода до 2022 г. анализ проводился на основе отдельных выпусков облигаций инвестиционного уровня. Для периода после 2022 г. используется индекс средневзвешенной надбавки к ключевой ставке по первичным размещениям облигаций российских эмитентов, публикуемый Cbonds.

Что касается других долговых инструментов, рассмотренных в предыдущем разделе (дисконтные и конвертируемые облигации), то данные инструменты были исключены из анализа. Это связано с ограниченным числом выпусков и недостаточным объемом наблюдений, необходимым для проведения систематического сравнения.

Результаты, представленные на рис. 5, свидетельствуют о существенном росте стоимости привлечения долга после 2022 г. по всем рассматриваемым инструментам. При этом факторы, определяющие данный рост, различаются для рублевого и валютного сегментов рынка.

Для рублевых облигаций основным драйвером повышения доходностей является рост безрисковых ставок на фоне ужесточения денежно-кредитной политики Банка России. Кредитные спреды для облигаций с фиксированным купоном при этом тоже несколько выросли. Если до 2022 г. их средний уровень спреда для эмитентов инвестиционного класса составлял около 1%, то после 2022 г. он вырос примерно до 2%. В отдельные периоды, в частности в конце 2025 г., средний кредитный спред достигал 6%.

В валютном сегменте основной причиной роста доходностей стало, напротив, расширение кредитных спредов. Для валютных облигаций оно оказалось более выраженным, чем для рублевых. Средний уровень спреда увеличился примерно с 2% до 2022 г. до 5% после 2022 г. Подобная динамика представляется закономерной, если учитывать сокращение круга инвесторов, готовых предоставлять финансирование в иностранной валюте после ухода нерезидентов с российского рынка капитала. Однако, даже несмотря на существенный рост кредитных спредов, стоимость привлечения валютного долга для эмитентов остается ниже стоимости рублевого финансирования. Следует учитывать, что данное снижение стоимости фондирования сопровождается дополнительным валютным риском, связанным с возможным увеличением рублевого эквивалента платежей при ослаблении национальной валюты. Тем не менее для компаний, получающих значительную часть выручки в иностранной валюте (компании-экспортеры), данный риск в значительной степени естественным образом хеджируется. Поэтому замещающие и квазивалютные облигации можно считать эффективным способом оптимизации стоимости фондирования для таких заемщиков.

Динамика доходностей облигаций с плавающим купоном в целом сопоставима с динамикой доходностей рублевых облигаций с фиксированным купоном. Такой результат ожидаем, поскольку ключевым фактором, определяющим стоимость обоих инструментов, является денежно-кредитная политика Банка России. При этом наблюдаемое в отдельные периоды превышение доходности флоатеров над доходностью облигаций с фиксированным купоном следует интерпретировать с осторожностью. В расчетах доходности флоатеров на рис. 5 было использовано только текущее значение ключевой ставки, тогда как будущая доходность флоатера зависит и от будущих значений базовой ставки. В условиях инверсии кривой доходности, наблюдавшейся на российском рынке в 2025 г., ожидаемая доходность будет ниже текущих оценок.

Анализ кредитных спредов на рис. 6 показывает, что премии по облигациям с плавающим купоном в среднем сопоставимы со спредами облигаций с фиксированным купоном. Следовательно, различия в стоимости привлечения финансирования между двумя инструментами не носят систематического характера. Некоторое расхождение наблюдалось в конце 2024 – начале 2025 г., однако его интерпретация осложняется методологическими особенностями используемых данных: премии по флоатерам рассчитываются на основе первичного рынка, тогда как кредитные спреды облигаций с фиксированным купоном определяются по котировкам вторичного рынка. Интересным наблюдением является рост премии для первичных размещений флоатеров в конце 2024 г. Это, вероятно, объясняется ростом предложения таких инструментов и конкуренцией эмитентов за средства инвесторов. Однако отчасти это связано и с общими рыночными условиями. Увеличение спредов в этот период наблюдалось для всех типов инструментов.

Таким образом, отсутствуют убедительные основания считать облигации с плавающим купоном однозначно более дешевым или более дорогим источником финансирования по сравнению с облигациями с фиксированным купоном. Скорее, данные инструменты ориентированы на различные предпочтения инвесторов, что позволяет эмитентам расширять круг потенциальных инвесторов, диверсифицируя источники фондирования.

ликвидность

Наконец, обсудим изменения в ликвидности российского рынка корпоративных облигаций после февраля 2022 г. В табл. 1 приводится статистика по годовым оборотам торгов, объему облигаций в обращении и оборачиваемости, рассчитанной как отношение оборота за год к объему рынка на конец года. Статистика представлена в разбивке по инструментам; для сопоставления также приведены данные по рынку ОФЗ. Расчеты подготовлены на основе ежегодных обзоров российского рынка облигаций БК Регион.

К сожалению, в доступных данных напрямую не раскрывается ликвидность облигаций с переменным купоном. Кроме того, проблематично провести сравнение ликвидности еврооблигаций до 2022 г. с ликвидностью новых валютных облигаций, так как еврооблигации обращались на внебиржевом рынке. Для такого анализа потребовалось бы более детальное рассмотрение микроструктуры рынка, которое выходит за рамки данной работы.

Как видно из сравнения в табл. 1, в 2022 г. ликвидность российского корпоративного облигационного рынка сначала резко снизилась. Особенно сильно это заметно в сегменте ОФЗ, где традиционно большую роль играли нерезиденты (снижение оборачиваемости с 43 до 20%), но и на корпоративном рынке наблюдалось снижение оборотов торгов (с 2,2 трлн руб. в 2021 г. до 1,5 трлн руб. в 2022 г.).

Таблица 1

Ликвидность вторичного рынка российских облигаций

Тип облигаций	2021	2022	2023	2024	2025
Биржевой оборот за год (млрд руб.)					
ОФЗ	6,564	3,633	5,489	3,354	7,429
Суверенные ЗО				93	525
Корпоративные облигации	2,194	1,486	2,941	3,708	5,067
Корпоративные облигации в юанях			200	163	638
Корпоративные ЗО			535	534	427
Объем на конец года (млрд руб.)					
ОФЗ	15,282	17,883	19,963	22,990	29,760
Суверенные ЗО				2,805	1,527
Корпоративные облигации	16,322	18,891	23,470	29,908	32,966
Корпоративные облигации в юанях			1,063	1,700	1,717
Корпоративные ЗО			1,735	2,393	1,657
Оборачиваемость (%)					
ОФЗ	43	20	27	15	25
Суверенные ЗО				3	34
Корпоративные облигации	13	8	13	12	15
Корпоративные облигации в юанях			19	10	37
Корпоративные ЗО			31	22	26

Источник: составлено автором на основе ежегодных обзоров рынка облигаций БК Регион. URL: https://region.broker/.

Однако начиная с 2023 г. ликвидность рынка начала восстанавливаться. В 2023–2025 гг. корпоративный сегмент не только нарастил объемы размещений, но и восстановил оборачиваемость. В росте оборотов торгов большую роль сыграли новые валютные инструменты. Совокупно замещающие облигации и новые выпуски в юанях отвечают практически за 20% общих оборотов торгов корпоративными облигациями. При этом доля таких облигаций в общем объеме рынка составляет только 10%. Показатель оборачиваемости по новым валютным облигациям также выше, чем в среднем по корпоративному рынку облигаций, — особенно для облигаций в юанях (37% против 15% в 2025 г.).

Более высокую ликвидность новых валютных облигаций можно объяснить несколькими причинами. Во-первых, их эмитентами, как правило, являются компании первого эшелона, облигации которых традиционно более ликвидные. Во-вторых, валютные облигации становятся более привлекательными для инвесторов в условиях ограничения биржевых торгов валютой. Из-за привязки выплат к будущему курсу валют такие облигации позволяют инвестору получить валютную экспозицию через ликвидный биржевой инструмент.

Таким образом, финансовые инновации, произошедшие на российском рынке облигаций после 2022 г., внесли существенный вклад в восстановление его ликвидности. Замещающие облигации и новые выпуски, номинированные в юанях, частично заменили инструменты, исчезнувшие с российского рынка после введения санкционных ограничений, и сформировали новые ликвидные сегменты вторичного рынка. Вместе с тем восстановление ликвидности нельзя объяснить исключительно появлением новых инструментов. Не менее важную роль сыграли постепенная стабилизация финансового рынка, адаптация эмитентов и инвесторов к новой институциональной среде, а также развитие внутренней рыночной инфраструктуры.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье были проанализированы финансовые инновации на российском рынке корпоративных облигаций, возникшие как адаптационный ответ на глубокие структурные изменения в экономике после 2022 г. Резкое ужесточение денежно-кредитной политики привело к существенному росту внутренних процентных ставок, что значительно увеличило стоимость заимствований для нефинансовых компаний. Одновременно введенные санкционные ограничения фактически закрыли для российских эмитентов доступ к международным рынкам капитала и традиционным источникам валютного финансирования. В совокупности эти факторы сформировали беспрецедентно жесткие условия для долгового финансирования корпоративного сектора.

Несмотря на данные ограничения, российские компании смогли достаточно быстро адаптироваться к новым условиям функционирования финансового рынка. Более того, начиная с 2023 г. наблюдался устойчивый рост объемов первичных размещений корпоративных облигаций, что свидетельствует о сохранении значимости облигационного рынка как ключевого канала привлечения капитала. В работе показано, что важную роль в этом процессе адаптации сыграли финансовые инновации, позволившие эмитентам гибко перераспределять процентные и валютные риски, а также оптимизировать стоимость обслуживания долга в условиях высокой макроэкономической неопределенности. Однако полностью объяснить восстановление российского рынка финансовыми инновациями нельзя. Как показал проведенный в работе анализ, классические корпоративные облигации продолжают активно выпускаться эмитентами, что указывает на общую адаптацию рынка к новым реалиям.

Эмпирический анализ основан на обширном массиве данных по эмиссиям корпоративных облигаций, размещенных после 2022 г., что позволило выявить существенные изменения в структуре и характеристиках размещений по сравнению с предыдущими периодами. В частности, фиксируются сдвиги в типах купонных выплат и валютной структуре первичных размещений. На основе полученных результатов в статье выделяются три ключевых направления финансовых инноваций на российском рынке корпоративных облигаций.

Первое направление связано с активным распространением облигаций с переменным купоном, доходность по которым привязана к ключевой ставке. Эти инструменты позволяют эмитентам снижать риск фиксации высокой процентной ставки на длительный срок, а инвесторам — получать защиту от резких колебаний процентных ставок. Второе направление представлено развитием новых выпусков облигаций, номинированных в локальных валютах, которые стали заменой традиционным валютным инструментам в условиях санкционных

ограничений. Третье направление включает использование более сложных и относительно редких для российского рынка инструментов, таких как дисконтные и конвертируемые облигации, расширяющие набор возможных финансовых стратегий для эмитентов.

Показано, что использование данных инновационных инструментов позволяет компаниям более эффективно управлять стоимостью и структурой заимствований. Одновременно они формируют дополнительные инвестиционные возможности для внутренних инвесторов, что особенно актуально в условиях высокой волатильности процентных ставок и ограниченной доступности зарубежных финансовых активов.

Полученные в работе выводы имеют прикладное значение и могут быть использованы эмитентами при разработке оптимального дизайна облигационных выпусков с учетом текущих макроэкономических условий и внешних ограничений. Кроме того, приведенный обзор новых финансовых инструментов на рынке будет полезен частным инвесторам, вкладывающим средства в корпоративные облигации.

Список источников / References

1. Азиева Р. Х. Перспективы сотрудничества России и Китая в контексте развития топливно-энергетического комплекса // Прогрессивная экономика. 2023. № 9. С. 49–67. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54765681_95789163.pdf. Azieva R.H. (2023). Prospects for Cooperation Between Russia and China in the Context of the Development of the Fuel and Energy Complex. *Progressive Economy*, 9, 49–67 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54765681_95789163.pdf.
2. Ермак А., Сулима М. Обзор рынка облигаций за 2024 г. // Брокерская компания «Регион». 2025. С. 50. URL: https://www.region.ru/upload/iblock/050/Rynok_obligatsii_2024.pdf. Ermak A., Sulima M. (2025). Review of Russian Bond Markets During 2025. BK Region, 50 (in Russ.). https://www.region.ru/upload/iblock/050/Rynok_obligatsii_2024.pdf.
3. Ермак А., Сулима М. Обзор рынка облигаций за 2025 г. // Брокерская компания «Регион». 2026. С. 33. URL: https://www.region.ru/upload/iblock/c8e/xg9bymasb26f3fu14c6oa9l7njkyvcyy/REGION_FI_Research_2025.pdf. Ermak A., Sulima M. (2026). Review of Russian Bond Markets During 2025. BK Region, 33 (in Russ.). https://www.region.ru/upload/iblock/c8e/xg9bymasb26f3fu14c6oa9l7njkyvcyy/REGION_FI_Research_2025.pdf.
4. Земцов С. П., Баринова В. А. и др. Санкции, уход иностранных компаний и деловая активность в регионах России // Экономическая политика. 2023. Т. 18. № 2. С. 44–79. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54102104_39513070.pdf. Zemtsov S.P., Barinova V.A. et al. (2023). Sanctions, Exit of Foreign Companies and Business Activity in the Russian Regions. *Economic Policy*, 18 (2), 44–79 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54102104_39513070.pdf.
5. Козлов М. О. Основные тенденции и проблемы развития рынка корпоративных облигаций в России // Экономика и бизнес: теория и практика. 2025. Т. 3. № 121. С. 159–166. https://doi.org/10.24412/2411-0450-2025-3-159-166. Kozlov M.O. (2025). Main Trends and Problems of Corporate Bond Market Development in Russia. *Economy and Business: Theory and Practice*, 3 (121), 159–166 (in Russ.). https://doi.org/10.24412/2411-0450-2025-3-159-166.
6. Макушкин М. С. Детерминанты доходностей облигаций федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК) // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 5. С. 8–25. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-8-25. Makushkin M.S. (2025). Determinants of the Yield on Russian Sovereign Bonds with Floating Coupons. *Financial Journal*, 17 (5), 8–25 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-8-25.
7. Макушкин М. С. Новые ОФЗ в юанях — построение кривой доходностей // Деньги и кредит. 2026. Т. 85. № 2. С. 82–100. URL: https://rjmf.econs.online/2026/2/constructing-yield-curve-for-yuan-denominated-ofzs/. Makushkin M.S. (2026). Constructing the Yield Curve for New Yuan-Denominated OFZs. *Russian Journal of Money & Finance*, 85 (2), 82–100 (in Russ.). URL: https://rjmf.econs.online/2026/2/constructing-yield-curve-for-yuan-denominated-ofzs/.
8. Малкина М. Ю., Балакин Р. В. Тенденции развития российской экономики в период новых антироссийских санкций // Russian Journal of Economics and Law. 2024. Т. 18. № 2. С. 287–313. https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.2.287-313. Malkina M.Yu., Balakin R.V. (2024). Trends in the Russian Economy Development During the New Anti-Russian Sanctions. *Russian Journal of Economics and Law*, 18 (2), 287–313 (in Russ.). https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.2.287-313.
9. Морозов А. Г., Азарина В. и др. Обзор российского финансового сектора за 2024 год. Аналитический материал // Банк России. 2025a. URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55548/fs_review_2024.pdf. Morozov A., Azarina V. et al. (2025a). Review of Financial Instruments. *Bank of Russia* (in Russ.). URL: http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/55548/fs_review_2024.pdf.
10. Морозов А. Г., Азарина В. и др. Обзор финансовых инструментов за 2024 год. Аналитический материал // Банк России. 2025b. URL: https://www.cbr.ru/ec_research/analitics/. Morozov A., Azarina V. et al. (2025b). Review of the Russian Financial Sector. *Bank of Russia* (in Russ.). https://www.cbr.ru/ec_research/analitics/.

11. Морозов В. В. Тенденции и перспективы развития срочного рынка в России в условиях санкций // Экономика и управление. 2024. Т. 30. № 5. С. 592–601. https://doi.org/10.35854/1998-1627-2024-5-592-601. Morozov V.V. (2024). Trends and Prospects for the Development of the Derivatives Market in Russia under Sanctions. *Economics and Management*, 30 (5), 592–601 (in Russ.). https://doi.org/10.35854/1998-1627-2024-5-592-601.
12. Морозова А. А. Рынок замещающих облигаций в России: теоретические основы, структура и перспективы развития // Social Phenomena and Processes. 2025. Т. 8. № 1. С. 102–109. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_82579854_55786569.pdf. Morozova A.A. (2025). The Replacement Bond Market in Russia: Theoretical Foundations, Structure and Development Prospects. *Social Phenomena and Processes*, 8 (1), 102–109 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_82579854_55786569.pdf.
13. Попова Е. М., Руденко С. А. Валютные облигации на российском рынке ценных бумаг // Интеллект. Инновации. Инвестиции. 2025. № 4. С. 90–101. https://doi.org/10.25198/2077-7175-2025-4-90. Popova E.M., Rudenko S.A. (2025). Foreign Currency Bonds on the Russian Securities Market. *Intellect. Innovations. Investments*, 4, 90–101 (in Russ.). https://doi.org/10.25198/2077-7175-2025-4-90.
14. Соколова Е. Ю. Финансовый рынок России в условиях санкционных ограничений: поиск альтернативных источников формирования инвестиций // Дискуссия. 2024. Т. 3. № 124. С. 82–90. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_67965110_99365212.pdf. Socolova E.Y. (2024). The Russian Financial Market in the Context of Sanction Restrictions: The Search for Alternative Sources of Investments. *Discussion*, 3 (124), 82–90 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_67965110_99365212.pdf.
15. Таквель В. В. Потенциал юаневых корпоративных облигаций на российском фондовом рынке // Прогрессивная экономика. 2024. № 11. С. 28–38. https://doi.org/10.54861/27131211_2024_11_28. Takvel V.V. (2024). Potential of Yuan Corporate Bonds on the Russian Stock Market. *Progressive Economy*, 11, 28–38 (in Russ.). https://doi.org/10.54861/27131211_2024_11_28.
16. Теплова Т. В., Соколова Т. В. Исследовательские поля облигационных рынков. Москва: ИНФРА-М, 2018. 455 с. URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=37176009. Teplova T.V., Sokolova T.V. (2018). Research Fields of Bond Markets. Moscow: INFRA-M. 455 p. (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=37176009.
17. Тропина Ж. Н. Облигации с плавающим купоном — ведущий защитный инструмент на российском долговом рынке 2023 года // Сибирская финансовая школа. 2023. Т. 4. С. 37–42. https://doi.org/10.34020/1993-4386-2023-4-37-42. Tropina J. (2023). The Leading Protective Tool in the Russian Debt Market in 2023. *Siberian Financial School*, 4, 37–42 (in Russ.). https://doi.org/10.34020/1993-4386-2023-4-37-42.
18. Barry C.B., Mann S.C. et al. (2009). Interest Rate Changes and the Timing of Debt Issues. *Journal of Banking & Finance*, 33 (4), 600–608. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.12.006.
19. Fang Y., Shao Z. (2022). The Russia-Ukraine Conflict and Volatility Risk of Commodity Markets. *Finance Research Letters*, 50, 103264. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103264.
20. Fisher L., Brick I.E. et al. (1983). Tax Incentives and Financial Innovation: The Case of Zero-Coupon and Other Deep-Discount Corporate Bonds. *Financial Review*, 18 (4). 292–305. https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1983.tb00156.x.
21. Ramaswamy K., Sundaresan S.M. (1986). The Valuation of Floating-Rate Instruments: Theory and Evidence. *Journal of Financial Economics*, 17 (2), 251–272. https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90066-8.
22. Sohag K., Gainetdinova A. et al. (2022). The Response of Exchange Rates to Economic Policy Uncertainty: Evidence from Russia. *Borsa Istanbul Review*, 22 (3), 534–545. https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.07.002.
23. Tewari M., Ramanlal P. (2021). Analysis of Floating Rate Bonds and the Firm Characteristics: Evidence from the Stock Price Reaction. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 10 (4), 1–11. https://doi.org/10.20525/ijfbs.v10i4.1357.
24. Umar Z., Polat O. et al. (2022). The Impact of the Russia-Ukraine Conflict on the Connectedness of Financial Markets. *Finance Research Letters*, 48, 102976. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102976.

Информация об авторе

***Михаил Сергеевич Макушкин**, кандидат экономических наук, стажер-исследователь Центра финансовых исследований и анализа данных Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», г. Москва*

Information about the author

***Mikhail S. Makushkin**, Candidate of Economic Sciences, Intern Researcher at the Centre for Financial Research & Data Analytics, National Research University Higher School of Economics, Moscow*

Статья поступила в редакцию 24.12.2025
Одобрена после рецензирования 27.06.2026
Принята к публикации 31.07.2026

The article submitted December 24, 2025
Approved after reviewing June 27, 2025
Accepted for publication July 31, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-45-63

CC BY

Применение методов кластеризации для формирования оптимального инвестиционного портфеля на российском фондовом рынке

Никита Ильич Лысенок
E-mail: nilysenok@hse.ru
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва, Российская Федерация
Юлия Евгеньевна Маркова
E-mail: juliya200003@mail.ru
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
В статье анализируется применение методов кластеризации для формирования оптимального инвестиционного портфеля, который позволил бы инвестору достичь эффективного соотношения риска и доходности. Были рассмотрены три наиболее популярных вида кластеризации: K-Means, MeanShift и DBSCAN. Наибольшее внимание уделено методу DBSCAN, показаны его преимущества сравнительно с другими методами кластеризации в контексте обработки финансовых данных акций, подчеркнута его способность выявлять кластеры произвольной формы, устойчивость к шуму, отсутствие необходимости предварительно задавать количество кластеров. В работе использован комплексный подход к формированию оптимального портфеля. На первом этапе проводится подготовка данных и их дальнейшая кластеризация на основе исторических данных о доходности, волатильности и корреляциях с использованием языка программирования. На втором этапе производится дальнейшее ранжирование путем присвоения интегральных оценок, которые учитывали бы множество критериев и позволили бы выделить наиболее инвестиционно привлекательные акции внутри каждого выбранного кластера. После всех этапов производится формирование оптимального портфеля с наивысшим коэффициентом Шарпа, коэффициентом Сортино и другими показателями, превосходящими средневзвешенный портфель и индекс MOEX. Для валидации результатов используется моделирование методом Монте-Карло, позволяющее оценить устойчивость портфеля в различных рыночных сценариях, включая периоды волатильности и кризисов. Исследование восполняет пробел в изучении методов кластеризации для оптимизации инвестиционного портфеля, предлагая практический алгоритм, который может быть адаптирован для индивидуальных и институциональных инвесторов. Полученные выводы подчеркивают потенциал применения методов кластеризации для формирования оптимального инвестиционного портфеля.

Ключевые слова: *методы кластеризации, оптимальный инвестиционный портфель, метод Монте-Карло, коэффициент Шарпа, фондовый рынок*

JEL: *G11, C38, C61*

Примечание: *в статье использованы материалы из ВКР Ю. Е. Марковой.*

Для цитирования: *Лысенок Н. И., Маркова Ю. Е. Применение методов кластеризации для формирования оптимального инвестиционного портфеля на российском фондовом рынке // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 45–63. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-45-63.*

© Лысенок Н. И., Маркова Ю. Е., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-45-63

Application of Clustering Methods for Forming an Optimal Investment Portfolio

Nikita I. Lysenok[1], ***Yuliya E. Markova***[2]

[1, 2] *HSE University, Moscow, Russian Federation*

[1] *nilysenok@hse.ru*
[2] *juliya200003@mail.ru*

Abstract

The article discusses the application of clustering methods to form an optimal investment portfolio that allows the investor to achieve an effective risk-reward ratio. Three popular clustering methods, K-Means, MeanShift, and DBSCAN, are examined. The article focuses on the DBSCAN clustering method and highlights its advantages over other clustering methods in the context of financial data analysis. DBSCAN is particularly useful for identifying clusters of arbitrary shapes, being resistant to noise and eliminating the need to pre-define the number of clusters. The article presents a comprehensive approach to forming an optimal portfolio. The first step involves preparing the data and clustering it based on historical data on returns, volatility, and correlations using a programming language. The second stage involves further ranking by assigning integral scores that take into account a variety of criteria and allow for the identification of the stocks most attractive for investment within each selected cluster. After completing these stages, an optimal portfolio is formed with the highest Sharpe ratio, Sortino ratio, and other metrics that outperform the weighted average portfolio and the MOEX index. To validate the results, Monte Carlo simulations are used to assess the portfolio's resilience in various market scenarios, including periods of volatility and crises. The study fills a gap in the study of the application of clustering methods for optimizing an investment portfolio, proposing a practical algorithm that can be adapted for individual and institutional investors. The findings highlight the potential of applying clustering methods to form an optimal investment portfolio.

Keywords: *clustering methods, optimal investment portfolio, The Monte Carlo method, Sharpe ratio, stock market*

JEL: *G11, C38, C61*

Note: *The article uses materials from the final qualifying work of Markova Yu.E.*

For citation: *Lysenok N.I., Markova Yu.E. (2026). Application of Clustering Methods for Forming an Optimal Investment Portfolio. Financial Journal, 18 (4), 45–63 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-45-63.*

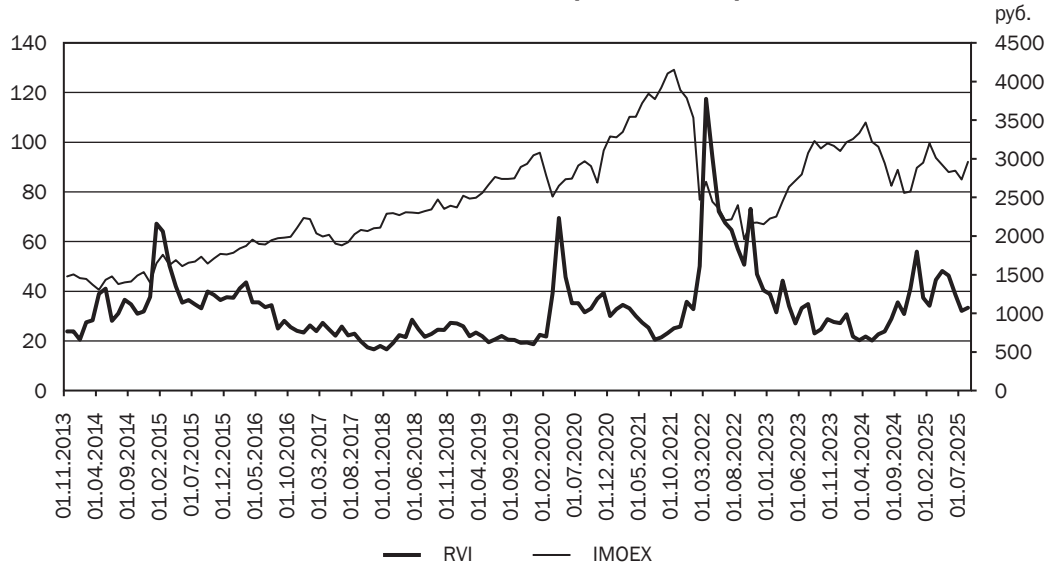
© Lysenok N.I., Markova Yu.E., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Инвесторы зачастую вынуждены принимать решения в условиях высокой неопределенности, волатильности и других факторов, влияющих на доходность и риск инвестиций, ввиду того что современный финансовый рынок представляет собой сложную динамичную систему. В особенности данная проблема актуальна для российского фондового рынка, отличающегося высокой зависимостью от внешнеэкономических условий, политической обстановки, колебаний цен на сырьевые товары, а также макроэкономических условий. К примеру, в 2024–2025 гг. индекс волатильности российского рынка (RVI) находился в диапазоне 39–49 пунктов, иногда превышая отметку в 55 пунктов, указывая на повышенный уровень нестабильности. В 2024 г. индекс MOEX упал на 7%, а в 2025 г. его значение ухудшилось еще на 4,1%. При этом в феврале значение индекса поднималось выше 3300 пунктов, а в октябре опускалось ниже 2500, а на закрытии последней торговой сессии года составило 2766,62. Ежедневные колебания составляли до 1–2%, как представлено на рис. 1. Подобная волатильность подчеркивает, что нестабильность российского рынка — это не временное явление, а системная характеристика, корни которой уходят в недавние кризисы.

Рисунок 1

Показатели волатильности российского рынка



Источник: рисунок авторов по данным сайта ПАО «Московская биржа». URL: https://www.moex.com/ru/index/RVI/archive; https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/archive.

В настоящее время рынок акций в России претерпевает значительные изменения. После санкций, введенных западными странами, существенным изменениям подверглась структура рынка, все большую долю в обороте торгов ценными бумагами занимают ценные бумаги, эмитированные небольшими компаниями. Так, на конец 2023 г. их доля выросла до 10% рынка, что в два раза превышает показатель 2022 г. [Кандрашина, Трошина, 2024]. Массовый уход иностранных инвесторов с февраля 2022 г. резко снизил ликвидность рынка до 17 трлн руб., однако уже по итогам 2024 г. совокупный объем торгов на рынке составил 32 трлн руб. Одновременно с этим принимались меры, направленные на защиту национальной экономики, финансовой стабильности и стратегических активов. Одной из таких мер стал Указ Президента РФ от 8 сентября 2022 г. № 618 «Об особом порядке осуществления (исполнения) отдельных видов сделок (операций)

между некоторыми лицами», ограничивающий проведение отдельных сделок с участием недружественных иностранных лиц и направленный на защиту российского капитала от внешнего давления[1].

В работе [Файзулин, 2024] показано, что сентимент (настроение) частных инвесторов играет существенную роль в развитии фондового рынка, однако существуют манипулятивные и заведомо ложные информационные паттерны, мотивирующие инвесторов совершать выгодные для других участников рынка ошибочные торговые действия. Государство сейчас активно поддерживает частных инвесторов. «Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года» включает задачи по повышению доверия частных инвесторов к рынку ценных бумаг[2]. А документ Банка России «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов» содержит целый раздел о повышении финансовой и инвестиционной грамотности населения[3]. Поэтому инновационные подходы, позволяющие оптимально управлять риском и доходностью инвестиций, важны не только для самих частных инвесторов.

К наиболее эффективным подходам относят методы кластеризации ценных бумаг. Данные методы позволяют группировать активы на основе совокупности их финансовых характеристик таким образом, чтобы объекты внутри одной группы обладали схожими признаками, а между группами наблюдались значительные различия.

В настоящей работе исследуется применение методов кластеризации для формирования оптимального инвестиционного портфеля, а также предлагается практическая модель, которая демонстрирует эффективность этого подхода на примере российских акций.

МЕТОДЫ КЛАСТЕРИЗАЦИИ И ИХ ПРИМЕНЕНИЕ

Процесс кластеризации заключается в группировке множества данных не по одной характеристике, а по нескольким таким образом, чтобы объекты, оказавшиеся в одном кластере, были более схожи друг с другом, чем с объектами, оказавшимися в других кластерах. В кластерном анализе данные делятся на кластеры, или группы, содержащие объекты, объединенные какими-либо общими свойствами.

Отечественные исследователи внесли заметный вклад в разработку проблем кластеризации, в том числе предложили алгоритм автоматической настройки параметров кластеризации DBSCAN [Мосин, Козловский и др., 2024]. В работе [Mirkin, 1996] кластеризация определяется автором как математический метод, предназначенный для раскрытия классификационных структур в реальных данных. Основная цель кластеризации, по его мнению, состоит в том, чтобы сгруппировать сходные точки данных в кластеры, гарантируя, что точки данных внутри кластера будут похожи друг на друга, но в то же время отличаться от точек в других кластерах. В работе [Шевцова, 2024] кластеризация рассматривается как один из основных методов для выявления аномалий в сложных данных. Другими авторами определены отличия кластеризации от классификации и выделены основные этапы кластерного анализа [Руденко, Баева, 2023], изучено применение нейросетей в задачах кластеризации и визуализации результатов [Федотов, 2023]. Сравнение основных методов кластеризации показало, что выбор наиболее подходящего метода должен зависеть от конкретной задачи и требований к точности и скорости работы [Арлашкин, 2021; Жилов, 2023].

---

[1] *По данным СПС «КонсультантПлюс». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_426257.*

[2] *По данным СПС «КонсультантПлюс». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_436693.*

[3] *По данным Банка России. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/165924/onrfr_2025_2027.pdf.*

Большое внимание вопросам кластеризации уделяется и в зарубежной научной литературе. Ниже представлены различные подходы к определению термина «кластеризация», предлагаемые иностранными исследователями. Авторы работ [Oshlack, Zappia, 2018; Li, Rezaeipanah et al., 2022] сходятся во мнении, что объекты внутри одного кластера должны быть максимально похожи между собой и при этом максимально отличаться от элементов других кластеров. Данный подход основан на выявлении внутренних закономерностей в данных, которые не видны на первый взгляд. Кластеризация и классификация различаются в исследовании [Halkidi, Vazirgiannis et al., 2000]. В статье [Golalipour, Akbari et al., 2021] кластеризация рассматривается как неконтролируемое машинное обучение, решающее задачу естественной группировки объектов, а в работе [Rodriguez, Comin et al., 2019] она определяется как способ поиска структуры, упрощения и визуализации многомерных данных. Методы кластеризации активно применяются на развитых финансовых рынках, таких как рынки США и Европы, с целью снижения рисков и оптимизации доходности инвестиционных портфелей.

Несмотря на значительное количество работ российских и зарубежных авторов, посвященных кластерному анализу данных в финансовой сфере, а также отдельным методам оптимизации инвестиционных портфелей, в научной литературе наблюдается заметный исследовательский пробел. Он заключается в том, что существует крайне мало исследований, которые бы описывали процесс формирования оптимального портфеля акций на основе результатов кластеризации. В большинстве существующих исследований авторы ограничиваются разбиением ценных бумаг на кластеры, не используя полученные результаты для оптимизации финансовых решений. Это упущение особенно актуально в контексте волатильных рынков, где кластеризация могла бы служить эффективным предварительным шагом для диверсификации рисков и повышения устойчивости инвестиционного портфеля. Отсутствует bridge-методология, которая бы систематически переводила результаты кластеризации в оптимальные портфельные веса с оптимальным соотношением риска и доходности.

В процессе анализа и кластеризации данных необходимо выбрать наиболее подходящий метод, который будет эффективно справляться с поставленными задачами. Среди наиболее популярных методов стоит выделить K-Means, MeanShift и DBSCAN.

Кластеризация по K-means — один из самых популярных алгоритмов, основанный на евклидовом расстоянии [Wang, Chen et al., 2019]. Стандартный алгоритм был впервые предложен С. Ллойдом в 1957 г. в качестве метода импульсно-кодовой модуляции, хотя опубликован он был только в 1982 г.

MeanShift — это классический алгоритм кластеризации, который итеративно распределяет точки данных по кластерам, сдвигая точки в сторону режима (режим — это самая высокая плотность точек данных в регионе) [Park, 2021]. Это алгоритм на основе центроидов, который работает путем обновления кандидатов на роль центроидов до среднего значения точек в пределах заданной области. Затем эти кандидаты отфильтровываются на этапе постобработки для устранения почти дубликатов и формирования окончательного набора центроидов [Chen Q, He et al., 2022].

DBSCAN (Density-Based Spatial Clustering of Applications with Noise) — это метод кластеризации, впервые использованный в 1996 г. Он основан на плотности, что позволяет данному методу находить кластеры произвольной формы, а также определять выбросы без предварительной обработки данных. Для этого алгоритма не требуется заранее задавать число кластеров, необходимо указать только два параметра: параметр Eps (ε), который отвечает за расстояние между двумя объектами, на отдалении от которого они еще могут относиться к одному кластеру, и параметр MinPts, который представляет собой количество объектов, находящихся поблизости друг от друга, необходимое для того, чтобы классифицировать данное скопление как кластер. Поскольку DBSCAN может находить кластеры

произвольной формы, он обладает хорошими возможностями для сегментации сложных объектов и объектов неправильной формы [Shen, Hao et al., 2016]. ε-окрестность произвольной точки определяется по следующей формуле:

$$N_{Eps} = \{q \in D \,/\, dist\,(p, q) < Eps\}, \quad (1)$$

где D — база данных объектов. Если ε-окрестность точки P содержит по крайней мере минимальное количество точек, то эта точка называется базовой точкой. Базовая точка определяется по формуле:

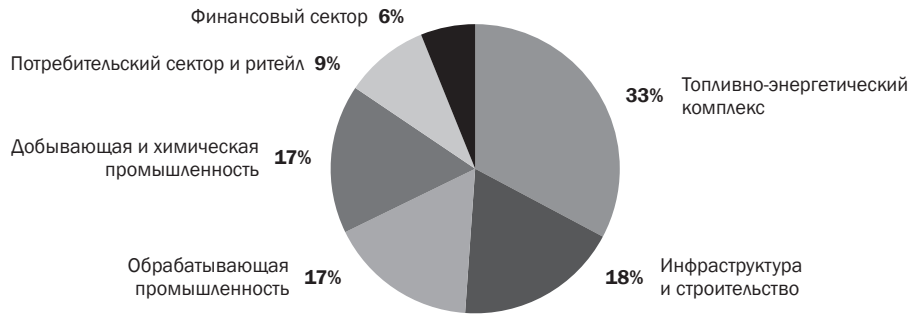
$$N_{Eps}(P) > MinPts. \quad (2)$$

Eps и MinPts — это заданные пользователем параметры, которые означают радиус окрестности и минимальное количество точек в ε-окрестности базовой точки соответственно. Если это условие не выполняется, то данная точка считается неосновной.

Для проведения кластеризации были отобраны 183 акции российских компаний, представляющие весь спектр экономических секторов страны. На рис. 2 показана доля вошедших в выборку акций по отраслям. Для поиска информации о компаниях и данных по определенным метрикам были использованы сайты TradingView и Smart-lab.ru.

Рисунок 2

Отрасли экономики, представленные в выборке



Источник: рисунок авторов.

Для кластеризации акций в ходе выполнения работы были выбраны такие метрики, как P/E, P/BV, ROE, ROA, совокупный среднегодовой темп роста прибыли за 5 лет, дивидендная доходность, бета, капитализация и отрасль компании.

Выбор этих метрик для кластеризации обусловлен их способностью предоставить всестороннюю оценку как финансового здоровья, так и рыночных перспектив компаний. Эти показатели включают не только фундаментальные аспекты, но и показатели риска. Каждая метрика вносит уникальную информацию в модель, что критически важно для качественной кластеризации. Независимость метрик доказывается корреляционным анализом и VIF (Variance Inflation Factor)[4]. Результаты анализа подтверждают, что максимальная корреляция между переменными составляет 0,28, что значительно ниже критического порога 0,7–0,8. VIF для каждой переменной будет близок к 1, что указывает на отсутствие мультиколлинеарности. Расчет показателей представлен на формулах 3 и 4.

[4] *Дополнительная визуализация доступна на Github. URL: https://github.com/nilysenok/Cluster_MOEX.*

$$VIF_i = 1/(1 - R_i^2), \quad (3)$$

где R_i^2 — коэффициент детерминации регрессии i-й переменной на все остальные независимые переменные.

$$r = \sum \frac{(x_i - \overline{x}) * (y_i - \overline{y})}{\sqrt{[\sum (x_i - \overline{x})^2 * \sum (y_i - \overline{y})^2]}}, \quad (4)$$

где $\overline{y}$ — среднее арифметическое всех значений переменной y;
$\overline{x}$ — среднее арифметическое всех значений переменной x.

В качестве языка программирования был выбран Python в среде разработки PyCharm. Далее была выполнена очистка данных от недостающих значений и выбросов путем удаления выбросов из рассматриваемой выборки для каждого заданного столбца. Нормализация является важным этапом предварительной обработки любого типа данных, в работе была проведена Z-нормализация данных с целью обеспечить равномерность масштабов всех признаков [Patro, Sahu, 2015]. Чтобы сократить размерность данных и повысить эффективность последующего анализа, сохранив максимальный объем исходной информации, был применен метод главных компонент (PCA) [Малкина, Балакин, 2023]. Расчет главных компонент и доли объясненной ими дисперсии производился по формулам 5 и 6:

$$PCA_t = \sum_{i=1}^{n} a_i * \frac{(X_{it} - \overline{X_i})}{\sigma_i}, \quad (5)$$

где α_i — собственный вектор (или коэффициент нагрузки) для i-го показателя, определяемый методом максимизации дисперсии PCt;
X_{it} — значение i-го показателя (переменной) в t-м периоде (наблюдении);
X_i — межвременное среднее значение i-го показателя (среднее по всем t);
σ_i — межвременное стандартное отклонение i-го показателя.

$$\text{Explained Variance Ratio}_k = \frac{\lambda_k}{\sum_{i=q}^{p} \lambda_i}, \quad (6)$$

где λ_k — собственное значение для k-й главной компоненты. Это мера дисперсии (вариации), которую объясняет данная компонента. Собственные значения получаются из разложения ковариационной матрицы и отсортированы по убыванию.

Кумулятивная дисперсия достигает порогового уровня в 70% примерно на третьей компоненте, что означает, что первые три главные компоненты суммарно объясняют более 70% общей дисперсии исходных данных[5]. Следовательно, для эффективного снижения размерности данных в рассматриваемом случае достаточно использовать первые три главные компоненты, что позволит сохранить бóльшую часть информации исходного набора данных при существенном сокращении числа переменных.

Применение «метода локтя» показало, что пять кластеров могут быть оптимальными, но однозначного «локтя» нет, что говорит о неидеальной структуре данных для K-Means. Максимальное значение (около 0,23) коэффициента силуэта достигается при пяти кластерах, но данное значение является недостаточно высоким. Это свидетельствует о том, что кластеры не являются четко выраженными. В табл. 1 показаны средние значения метрик, использованных для кластеризации акций.

[5] *Дополнительная визуализация доступна на Github. URL: https://github.com/nilysenok/Cluster_MOEX.*

Таблица 1

Средние значения метрик, использованных для кластеризации акций методом K-Means

Метрика / Кластер	0	1	2	3	4
P/E	5,9	6,5	6,0	3,1	7,5
P/BV	1,1	2,8	0,6	0,3	1,4
ROE, %	11,6	46,9	8,9	10,1	12,1
ROA, %	3,1	19,7	5,3	7,8	5,0
Совокупный среднегодовой темп роста прибыли за 5 лет, %	11,4	30,8	9,5	10,0	23,7
Дивидендный доход, %	1,6	8,6	4,3	16,2	1,8
Капитализация, млрд руб.	181,2	88,7	89,2	889,1	46,6
Бета	0,0	0,1	0,0	0,6	0,0

Источник: составлено авторами.

Можно сделать вывод, что при разделении на пять кластеров данные демонстрируют значительное пересечение, что указывает на отсутствие четких границ между группами. Третий кластер состоит только из одной компании. Следовательно, можно сделать вывод, что кластеризация методом K-Means не является подходящей для данных этого типа. Высокая степень пересечения кластеров, наблюдаемая на визуализациях PCA, и отсутствие значительных различий в финансовых показателях между кластерами свидетельствуют о том, что структура данных не соответствует предположениям K-Means о сферической форме и равномерной плотности кластеров.

После анализа метода K-Means и его ограничений на данной выборке следующим шагом стало изучение метода MeanShift, который не требует заранее задавать число кластеров и способен адаптироваться к плотности данных. Однако эффективность MeanShift в значительной степени зависит от выбора гиперпараметра bandwidth, который определяет радиус области для оценки плотности точек. Полученное значение bandwidth (3,4) является оптимальным с точки зрения баланса между количеством кластеров и коэффициентом силуэта, но низкий коэффициент силуэта (0,255) свидетельствует о том, что кластеризация методом MeanShift с этим параметром не является эффективной[6].

Кластеризация данных методом MeanShift привела к разделению объектов на два кластера. Однако распределение объектов оказалось крайне неравномерным: подавляющее большинство отнесено к кластеру 0, кластер 1 содержит лишь один элемент (Транс нефть). Такая концентрация данных в одном кластере и минимальная дифференциация остальных групп свидетельствует о том, что метод MeanShift не следует применять на данных с такой структурой.

Результаты кластеризации с использованием методов K-Means и MeanShift выявили их ограничения в применении к данной выборке: слишком высокая размерность данных, низкая вычислительная эффективность и низкая эффективность применения на финансовых данных. Учитывая эти недостатки, а также предполагаемую неравномерную плотность и наличие шумов в данных, целесообразно рассмотреть метод DBSCAN, так как он адаптивен к форме кластеров, нечувствителен к выбросам, хорошо работает на неравномерной плотности, а также не требует заранее задавать количество кластеров.

На основе анализа коэффициента силуэта была доказана эффективность метода DBSCAN, так как его максимальный коэффициент силуэта (0,81) оказался выше, чем у K-Means и MeanShift. Можно сделать вывод, что DBSCAN эффективнее справляется с шумом и сложной структурой данных, что подтверждает его применимость для данной выборки.

[6] *Дополнительная визуализация доступна на Github. URL: https://github.com/nilysenok/Cluster_MOEX.*

В табл. 2 представлены средние значения метрик, использованных для кластеризации методом DBSCAN, значение −1 обозначает шумовые точки, не входящие в кластеры.

Таблица 2

Средние значения метрик, использованных для кластеризации методом DBSCAN

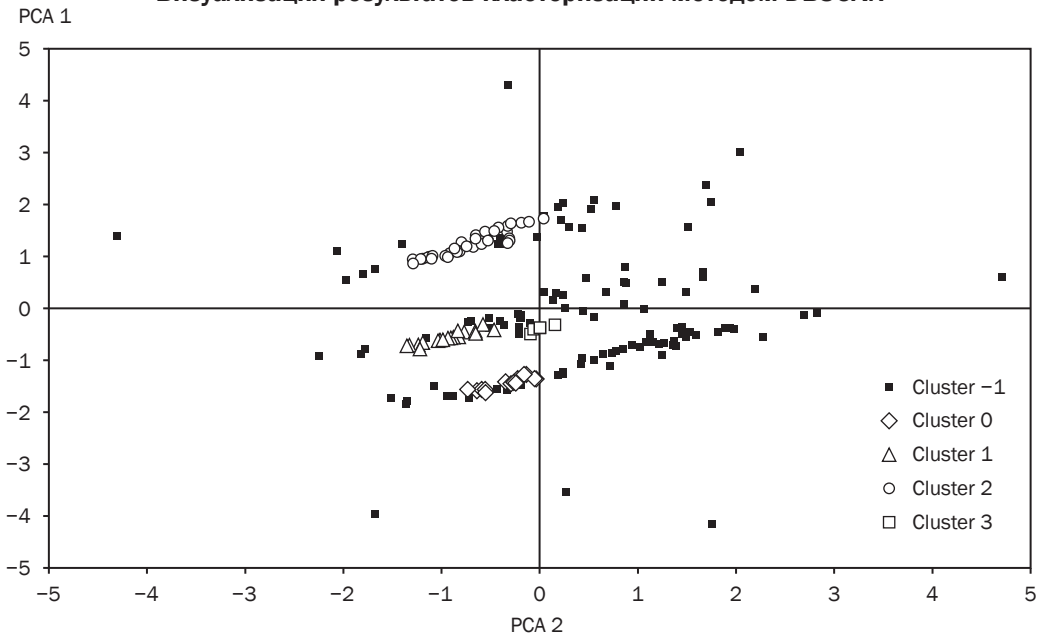
Метрика / Кластер	−1	0	1	2	3
P/E	100,6	4,3	8,6	4,0	10,6
P/BV	−12,0	−0,1	1,9	1,1	4,2
ROE, %	−1,9	13,0	3,1	13,7	17,3
ROA, %	7,3	5,9	3,6	6,2	3,9
Совокупный среднегодовой темп роста прибыли за 5 лет, %	31,0	9,0	0,7	10,1	15,5
Дивидендный доход, %	5,5	1,1	0,5	5,8	4,5
Капитализация, млрд руб.	127,8	63,8	222,3	999,4	392,2
Бета	0,12	0,35	0,13	0,08	0,07

Источник: составлено авторами.

После кластеризации был применен метод bootstrap с 100 000 итераций — метод повторной выборки данных с возвращением, который применяется к результатам кластеризации для оценки их надежности и устойчивости, чем ближе к 1, тем надежнее кластеры. Результаты показали, что полученные кластеры имеют высокую надежность (выше 78%, а некоторые — почти 95%), что подтверждает их устойчивость. Эффективность метода кластеризации DBSCAN проиллюстрирована на рис. 3: успешное разделение кластеров в пространстве PCA подтверждает пригодность метода для данной выборки.

Рисунок 3

Визуализация результатов кластеризации методом DBSCAN



Источник: рисунок авторов.

Кластер 0 имеет риск инвестирования в проблемные или циклические компании, в которых низкая оценка может быть оправдана фундаментальными проблемами бизнеса. Кластер 1 отличается крайне низкой рентабельностью бизнеса, минимальной

прибыльностью, а также низкими дивидендами. Выбор кластеров 2 и 3 для формирования инвестиционного портфеля будет обоснованным по причине того, что он обеспечивает сбалансированное соотношение риска и доходности, финансовую устойчивость, дивидендную привлекательность, низкий систематический и низкий отраслевой риски, так как включает в себя компании почти всех отраслей экономики. Кластер 2 содержит консервативные ценные бумаги с привлекательной стоимостной оценкой и высокими дивидендами, в то время как кластер 3 обеспечивает потенциал роста благодаря выдающейся операционной эффективности.

Кластеризация акций позволяет сгруппировать компании на основе сходства определенных метрик (P/E, P/BV и др.), что помогает выявить скрытые паттерны и сегменты рынка. После этого расчет интегральной оценки (ИО) для каждой группы акций, как указано в формуле 7, позволяет количественно оценить общую привлекательность акций внутри каждого кластера.

Таким образом, комбинация кластеризации и интегральной оценки позволяет систематизировать сложные данные и принять более обоснованные решения на основе объективных финансовых характеристик.

$$\text{ИО} = \text{P/E}*20\% + \text{P/BV}*10\% + \text{ROE}*15\% + \text{ROA}*10\% + \\ + \text{Прибыль}*10\% + \text{Дивиденд}*10\% + \text{Капитализация}*10\% + \text{Beta}*15\%. \quad (7)$$

Выбор весов в интегральной оценке (7) основан на принципах фундаментального анализа, где различные метрики демонстрируют предсказательную силу для прогнозирования доходности акций. Эмпирические исследования показывают высокую значимость коэффициента P/E [Basu, 1977; Piotroski, So, 2012], рентабельности капитала [Fama, French, 2015] и систематического риска [Lo, 2002] в формировании будущей доходности. Учитывая эти результаты, P/E присвоен максимальный вес (20%) как ключевой индикатор недооцененности, ROE и Beta получают по 15% для учета операционной эффективности и рыночного риска соответственно, остальные метрики — по 10% как дополнительные фильтры качества компаний. Результирующая высокая доходность оптимального портфеля (Sharpe Ratio 1,1 на исторических данных 2025–2026 гг.) свидетельствует о соответствии выбранной весовой схемы задаче отбора акций на российском рынке в рассматриваемый период.

Методика формирования итоговой интегральной оценки заключалась в нахождении коэффициента стабильности кластера (если внутри кластера разброс показателей большой, коэффициент можно слегка уменьшить из-за более низкой «устойчивости» данных), а также коэффициента самого кластера: чем выше средняя оценка в кластере, тем он сильнее. Коэффициент кластера итоговый складывался из коэффициента стабильности и коэффициента кластера. В табл. 3 представлены критерии присвоения рейтинга акциям рассмотренных компаний на основе перцентилей.

Таблица 3

Критерии присвоения рейтинга

Диапазон	Рейтинг	Комментарий
90-й перцентиль (10%)	A+	Компании с наивысшей инвестиционной привлекательностью
75-й перцентиль (15%)	A	Первоклассные стратегические инвестиции
50-й перцентиль (25%)	B+	Качественные устойчивые активы
25-й перцентиль (25%)	B	Надежные сбалансированные инвестиции
15-й перцентиль (15%)	C	Умеренно рискованные активы с потенциалом роста
10-й перцентиль (10%)	D	Спекулятивные инвестиции

Источник: составлено авторами.

Суть данной методики заключается в том, что все компании ранжируются согласно их интегральной оценке, делятся на шесть групп, каждой из которых присваивается рейтинг от A+ до D в зависимости от полученной оценки. Рейтинг компании отображает ее инвестиционную привлекательность: чем он выше, тем более инвестиционно привлекательна компания. В дополнительных материалах[7] представлены результаты присвоения рейтинга акциям компаний.

Для того чтобы включить в свой портфель только инвестиционно привлекательные компании, обеспечить долгосрочный рост и стабильность своего инвестиционного портфеля, инвестору следует ориентироваться на акции с высоким инвестиционным рейтингом, включающим в себя те ценные бумаги, которые попали в категорию от компаний с наивысшей инвестиционной привлекательностью (A+) до надежных сбалансированных инвестиций (B+). При этом акции с более низким рейтингом (B и D) могут быть включены в портфель для дополнительной диверсификации, но их общий вес не должен превышать 40% от общей стоимости портфеля, чтобы минимизировать риски.

Таким образом, отбор акций с высоким инвестиционным рейтингом служит ключевым шагом в формировании инвестиционного портфеля, позволяя инвестору сосредоточиться на качественных ценных бумагах с минимальными рисками. Однако для достижения максимальной эффективности полученного портфеля необходимо учитывать принципы портфельной теории, которая предусматривает не только диверсификацию активов, но и оптимальное соотношение между доходностью и риском. По этой причине далее была рассмотрена концепция оптимального портфеля, в рамках которого отобранные ценные бумаги будут распределены таким образом, чтобы обеспечить наилучшее сочетание риска и доходности для конкретного инвестора.

Ключевым методологическим вопросом является переход от результатов кластеризации к практическому инвестиционному портфелю с оптимальными весами активов. Существующая литература по кластерному анализу финансовых данных ограничивается процедурой кластеризации, не предлагая систематического подхода к использованию ее результатов для портфельных решений [Rodriguez, Comin et al., 2019]. Для заполнения этого пробела разработана шестиэтапная bridge-методология: 1) DBSCAN кластеризация 183 акций → 4 кластера; 2) отбор кластеров 2 и 3 по критериям финансовой устойчивости → 43 акции; 3) вычисление интегральной оценки по формуле 7 для каждой акции; 4) рейтингование по перцентилям (A+...D); 5) присвоение начальных весов пропорционально рейтингу (A+=10%, A=7%, B+=5% и т. д.) с ограничением доли низких рейтингов ≤ 40%; 6) Mean-CVaR оптимизация с ограничениями на волатильность (≤ 22%), короткие продажи (≤ 25%) и веса активов (−15%, +15%). Данная методология обеспечивает прозрачный и воспроизводимый переход от кластерного анализа к оптимальному портфелю с коэффициентом Шарпа 1,4 и годовой доходностью 50,7%.

ПОСТРОЕНИЕ ОПТИМАЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ

Отдельные идеи, впоследствии получившие развитие в портфельной теории, зародились в первой половине XX века и фокусировались на необходимости создания хорошо диверсифицированного портфеля, чтобы минимизировать риски и обеспечить оптимальную доходность.

В наиболее ранних работах 1930-х гг. под оптимальным портфелем понимали хорошо диверсифицированный портфель, т. к. достаточное количество ценных бумаг в инвестиционном портфеле может свести риск инвестора к минимуму [Williams, 1938]. В 1950-е гг. Г. Марковиц дал толчок развитию портфельной теории и определил оптимальный портфель как набор активов, который обеспечивает максимальную ожидаемую доходность

[7] *Дополнительная визуализация доступна на Github. URL: https://github.com/nilysenok/Cluster_MOEX.*

при заданном уровне риска или минимальный риск при заданной ожидаемой доходности [Markowitz, 1952]. Дж. Тобин дополнил эту теорию, доказав, что оптимальный портфель сочетает высокую степень риска с гарантированной обеспеченностью вложений и лишь в редких случаях инвесторы стремятся к получению наивысшей прибыли [Tobin, 1958]. В 1962 г. Дж. Трейнор ввел понятие систематического риска, измеряемого бета-коэффициентом [Treynor, 1962]. Впоследствии У. Шарп включал в определение как систематические, так и несистематические риски для достижения максимальной доходности при заданном уровне риска [Sharpe, 1964]. В 1970-е гг. в управлении рисками активно стали использоваться деривативы и арбитраж, основной вклад в развитие портфельной теории в этот период внесли Ф. Блэк и М. Шоулз, чьи работы были посвящены управлению рисками через деривативы, хеджирование и арбитраж [Chen R., 2020]. Модель Блэка — Литтермана решает проблему разрозненности данных, обеспечивая лучшее сочетание исторических доходностей и оценок будущих доходностей, что позволяет создать более стабильный и согласованный портфель [Satchell, 2000].

Несмотря на фундаментальные исследования, посвященные формированию инвестиционных портфелей, существует множество современных научных работ, которые демонстрируют тенденцию к расширению методологического аппарата при построении инвестиционного портфеля, в том числе и на российском фондовом рынке. В работе [Добрина, Чернов, 2024] авторы соединили классическую модель Марковица с инструментами прогнозирования, основанными на машинном обучении, для структурирования портфеля ценных бумаг. В исследовании [Плачинда, 2025] с помощью моделей машинного обучения выявлено, что акции компаний различных секторов экономики реагируют на изменение Банком России ключевой ставки неодинаково, а описанная в работе методика позволяет минимизировать риски при формировании портфеля исходя из монетарной политики ЦБ РФ. В работе [Гарафутдинов, Шевченко, 2025] показано, что использование нейронных сетей позволяет достигать лучшего соотношения доходности и риска инвестиционных портфелей по сравнению с большинством классических моделей, а также превосходить по показателям эффективности фондовый индекс.

Все вышеперечисленное подтверждает, что в современных исследованиях российского рынка ценных бумаг применяется не только классическая портфельная теория, но и активно используются методы анализа данных, которые позволяют более гибко и за короткий срок учитывать изменения в конъюнктуре рынка и в характеристиках активов.

Итак, основная цель инвестора — найти такой баланс между риском и доходностью, который позволит максимизировать прибыль при минимально возможных рисках. Для этого разработано множество методов и моделей, среди которых выделяются два важных подхода: Mean-VaR (ожидаемое значение и Value-at-Risk) и Mean-CVaR (ожидаемое значение и Conditional Value-at-Risk), с помощью которых инвесторы могут управлять рисками и формировать инвестиционные портфели с учетом возможных потерь в случае неблагоприятной ситуации.

Обозначим величину потерь, являющуюся случайной величиной и зависящую от изменения котировок составляющих портфель финансовых инструментов, через X, а α — уровень доверия (например, 95%), $\mathrm{VaR}\alpha$ — значение VaR при уровне доверия α, получим следующие формулы (8–12):

$$\mathrm{P}(X \leq \mathrm{VaR}\alpha) = \alpha, \tag{8}$$

$$\mathrm{VaR}\alpha = m + \sigma * \mathrm{F}^{-1}(\alpha), \tag{9}$$

где m — среднее значение доходности;
σ — стандартное отклонение доходности;
F^{-1} — обратная функция стандартного нормального распределения.

$$\mathrm{CVaR}\alpha(\mathrm{Rp}) = \mathrm{E}\{\mathrm{X}|\mathrm{X} \geq \mathrm{VaR}\alpha\}, \quad (10)$$

где $\mathrm{E}\{\mathrm{X}|\mathrm{X} \geq \mathrm{VaR}\alpha\}$ — условное мат. ожидание потерь, превышающих VaR.

$$\mathrm{E}(\mathrm{Rp}) = \sum_{n}^{i=1} w_i * \mathrm{E}(\mathrm{Ri}), \quad (11)$$

где $\mathrm{E}(\mathrm{Rp})$ — доходность портфеля;
wi — вес i-го актива;
$\mathrm{E}(\mathrm{Ri})$ — ожидаемая доходность i-го актива;
n — количество активов в портфеле.

$$\mathrm{Mean} - \mathrm{CVaR} = \max\{w\}[\mathrm{E}(\mathrm{Rp}) - \lambda * \mathrm{CVaR}\alpha(\mathrm{Rp})], \quad (12)$$

где $\mathrm{E}(\mathrm{Rp})$ — ожидаемая доходность портфеля;
λ — коэффициент неприятия риска.

Для исследования был выбран метод Mean-CVaR, так как данный метод является продолжением метода Mean-VaR, учитывающим экстремальные условия, которым способствуют высокие риски. Он получил широкое распространение, потому что позволяет инвестору более точно и релевантно оценивать риски, что является важным условием в постоянно меняющейся конъюнктуре рынка.

В рамках исследования для формирования оптимального инвестиционного портфеля и проверки модели данные были разделены на обучающую и тестовую выборки. Для проведения кластеризации, а также расчета интегральной оценки были использованы либо доступные данные по состоянию на начало 2024 г. (для рыночных коэффициентов), либо усредненные значения за 2020–2023 гг. (для показателей эффективности деятельности компаний), что позволило снизить влияние разовых колебаний и получить более устойчивую характеристику данных. Это позволило сформировать единую сопоставимую выборку для всех компаний, избежать сокращения выборки за счет акций, по которым более ранние даты доступны не полностью, а также отразить состояние эмитентов и рынка в наиболее близкий к периоду построения момент и обеспечить актуальность полученных кластеров. Обучающая выборка за 2024 г. использовалась для определения оптимальных весов портфеля. Период 2025–2026 гг. использовался исключительно для тестирования полученных результатов без повторной оптимизации. Таким образом, информация тестового периода не использовалась ни при проведении кластеризации, ни в расчете интегральной оценки, ни в оптимизации весов портфеля. Такой подход позволяет снизить риск подгонки модели под исторические данные и оценить ее применимость вне периода формирования портфеля.

Оптимизация портфеля проводилась с учетом ограничений на риск, где максимальная годовая волатильность была установлена на уровне 22%, соответствующем средней волатильности индекса Мосбиржи за рассматриваемый период. Также было установлено ограничение на долю коротких продаж в инвестиционном портфеле до 25% для предотвращения чрезмерного риска, а также доля каждого актива в портфеле была ограничена 15%. Для моделирования различных сценариев и оценки эффективности портфеля был применен метод Монте-Карло, который позволил сгенерировать тысячи возможных комбинаций весов активов и определить оптимальное распределение.

Применение метода Монте-Карло с итерацией 250 000 случайных портфелей показало, что наилучший из полученных результатов по коэффициенту Шарпа равен 0,35. Следовательно, оптимальный портфель, сформированный с помощью алгоритмической

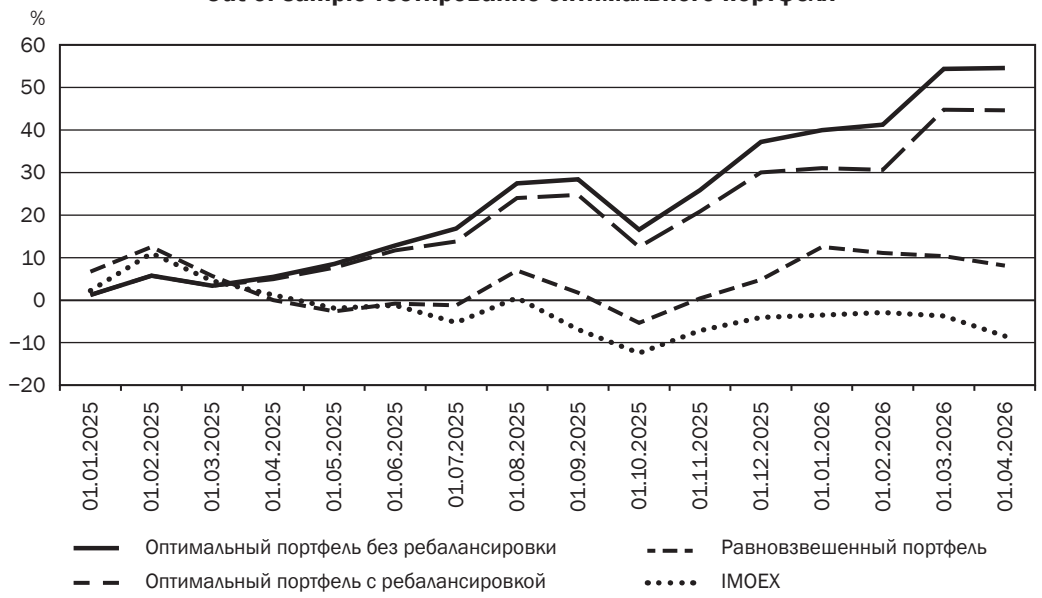
оптимизации, по рассмотренным коэффициентам превосходит варианты портфелей, полученные методом Монте-Карло, что подтверждает в рамках выбранной методологии его эффективность.

Анализ результатов построения оптимального портфеля демонстрирует преимущество стратегий с использованием коротких продаж. Оптимизированный портфель с короткими продажами обеспечивает наивысшую доходность в 50% при фиксированной волатильности 22%, что значительно превосходит показатели портфеля без коротких продаж, доходность которого составляет 35%. Особенно примечательно, что коэффициент Шарпа в первом случае достигает 1,4. Это объясняется тем, что короткие продажи расширяют границы допустимых решений и обеспечивают более эффективное перераспределение капитала между активами.

Таким образом, проведенный анализ убедительно показывает, что оптимальным выбором с точки зрения соотношения риска и доходности является портфель с короткими продажами, особенно построенный с помощью алгоритмической оптимизации с ограничением волатильности. Кроме того, было проведено сравнение оптимального портфеля с равновзвешенным портфелем и с рыночным индексом (IMOEX), которое наглядно демонстрирует, что оптимальный портфель значительно превосходит по доходности средневзвешенный портфель и рыночный индекс при контролируемом уровне риска. Однако для оценки устойчивости полученной модели была проведена ее проверка на данных, не участвовавших в кластеризации, интегральной оценке и построении портфеля в процессе оптимизации весов. На рис. 4 и в табл. 4 представлены результаты out-of-sample теста на данных 2025–2026 гг.

Рисунок 4

Out-of-sample тестирование оптимального портфеля



Источник: рисунок авторов.

Повторная оптимизация данных за 2025–2026 гг. не проводилась, что дает возможность оценить устойчивость модели и ее способность сохранять эффективность вне обучающей выборки. В рамках тестирования рассматривалась стратегия с ребалансировкой удельных весов акций ежеквартально или при отклонении весов более 5%. Это необходимо для поддержания заданной структуры портфеля и ограничения чрезмерной торговой

активности. Поскольку ребалансировка предполагает совершение сделок, в модели и расчетах были учтены транзакционные издержки на уровне 0,05%.

Таблица 4

Результаты out-of-sample тестирования стратегий

Показатель	Оптимальный портфель без ребалансировки		Оптимальный портфель с ребалансировкой		Равновзвеш. портфель		IMOEX	
	2025	2025–2026 (январь–апрель)	2025	2025–2026 (январь–апрель)	2025	2025–2026 (январь–апрель)	2025	2025–2026 (январь–апрель)
Годовая доходность / Накопленная доходность (%)	37	55	30	45	5	8	−4	−8
Волатильность (%)	18	17	17	17	19	18	19	17
Коэффициент Шарпа	1,14	1,31	0,89	1,1	−0,63	−0,61	−1,12	−1,41
Коэффициент Сортино	1,81	2,23	1,15	1,44	−0,81	−0,80	−1,33	−1,57

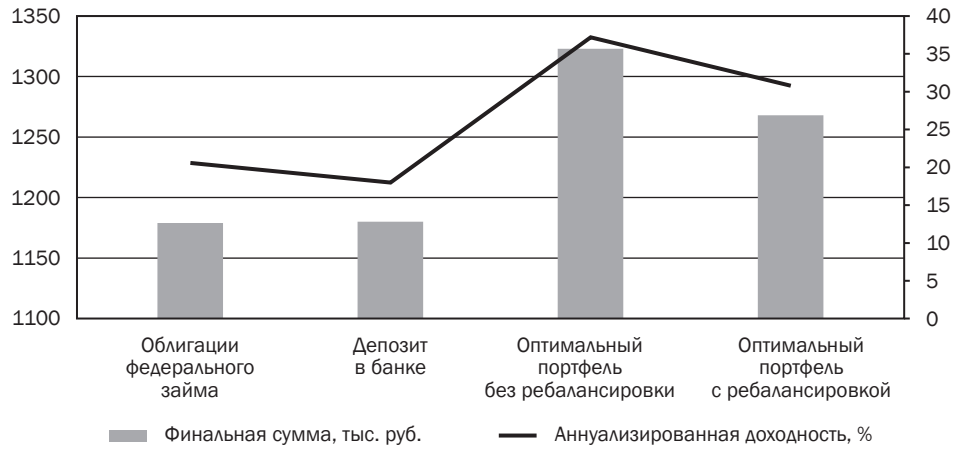
Источник: составлено авторами.

Итак, портфель с оптимальными весами, включающими как длинные, так и короткие позиции, значительно превосходит равновзвешенный портфель и рыночный индекс. Оптимальный портфель сохранил положительную динамику на данных, не участвовавших в процессе построения модели. Наиболее высокие показатели были получены для оптимального портфеля без ребалансировки, что связано с наиболее доходными активами, входящими в его состав, и отсутствием транзакционных издержек на ребалансировку портфеля.

Далее на рис. 5 показан экономический эффект на портфеле размером 1 млн руб. с учетом налогов (13% НДФЛ) и брокерских комиссий (0,05%).

Рисунок 5

Экономический эффект оптимального портфеля



Источник: рисунок авторов.

Результаты свидетельствуют об эффективности предложенного подхода к построению оптимального портфеля, так как оптимальный портфель значительно эффективнее как наивной стратегии равных весов, так и рыночного индекса, он обеспечивает положительную высокую доходность в период, когда рынок в целом демонстрирует существенное падение.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящем исследовании был предложен комплексный подход к формированию инвестиционного портфеля на основе свыше 180 акций российских компаний, представляющих весь спектр экономических секторов страны. Компании подбирались с использованием метода кластеризации DBSCAN, который был выбран на основе максимального коэффициента силуэта (0,8), превышающего значения для методов K-Means и MeanShift. Это позволило эффективно выделить плотные группы компаний с устойчивыми характеристиками, минимизируя влияние выбросов, и обеспечить объективный отбор 40 наиболее перспективных активов. Интегральная оценка компаний на основе взвешенных финансовых показателей, с акцентом на процентили от 50-го и выше (рейтинги A+ до B+), дополнила процесс отбора, ограничив долю менее инвестиционно привлекательных активов до 40% от общего веса портфеля.

Оптимальный портфель, сформированный с учетом ограничения годовой волатильности на уровне 22%, с помощью модели Mean-CVaR, а также моделирования методом Монте-Карло, показал ожидаемую годовую доходность 50% при волатильности 22% и коэффициенте Шарпа 1,4. Эти метрики превосходят показатели средневзвешенного портфеля, портфеля максимальной доходности, полученного методом Монте-Карло, и бенчмарка — индекса Мосбиржи (MOEX), подтверждая эффективность предложенного метода в достижении лучшего соотношения доходности и риска.

Следует при этом отметить и ограничения используемого метода. Во-первых, анализ основан на исторических данных, что не полностью учитывает потенциальные структурные сдвиги в российской экономике, такие как геополитические риски или изменения в регуляторной среде. Во-вторых, необходим подбор параметров, неправильный выбор которых может привести к ошибкам кластеризации, а также возможно снижение эффективности алгоритма кластеризации методом DBSCAN при анализе данных с большим количеством измерений из-за «разреженности» пространства.

Полученные выводы имеют практическое значение для инвесторов и портфельных менеджеров, предлагая инструмент для минимизации рисков в условиях рыночной неопределенности. В будущем перспективно расширить подход за счет интеграции альтернативных данных, например ESG-факторов, а также тестирования на международных рынках для оценки универсальности метода. Можно сделать вывод, что такой комплексный подход позволяет не только идентифицировать устойчивые закономерности в финансовых данных, но и конструировать оптимальные портфели с учетом различных сценариев развития рынка, обеспечивая более надежную основу для принятия инвестиционных решений.

Практическая значимость результатов исследования для «Стратегии развития финансового рынка до 2030 года» и программ Банка России

Предложенная методика формирования инвестиционного портфеля соответствует целям, обозначенным в «Стратегии развития финансового рынка до 2030 года». Она направлена на расширение инвестиционных возможностей граждан, повышение доверия к финансовым институтам, стандартизацию качества и прозрачности розничных продуктов, а также развитие цифровых аналитических инструментов.

Разработанный подход органично вписывается и в «Основные направления развития финансового рынка на 2025–2027 годы» Банка России. Он опирается на принципы дисциплины данных, проверки результатов на out-of-sample интервалах, наличие встроенных риск-лимитов и обязательное раскрытие показателей после учета комиссий и налогов. Все это способствует повышению прозрачности и сопоставимости инвестиционных продуктов и усиливает защиту интересов инвесторов.

Для практической реализации предлагается разработать совместные методические рекомендации Министерства финансов и Банка России, где будут закреплены минимальные требования к качеству данных, процедурам кластеризации и проверке устойчивости результатов, а также ограничения по концентрации и совокупной волатильности портфеля. Важно утвердить стандартизированную форму клиентских раскрытий: раздельное представление результатов на обучающем и вневыборочном периодах, проведение сценарных стресс-проверок, раскрытие полных издержек и налогового воздействия, а также регулирование доступа к операциям повышенного риска — в частности, предоставление возможности коротких продаж только после прохождения тестирования знаний и подтверждения осведомленности о рисках.

Образовательные инициативы Банка России могут быть усилены прикладными модулями, посвященными интерпретации риск-показателей, анализу факторов ликвидности и их влияния на доходность, а также осознанию различий между «обучающими» и «реальными» результатами стратегий. Включение таких разделов в программы по финансовой грамотности и публикация обезличенных эталонных наборов данных для учебных заданий будут способствовать повышению качества принимаемых решений и снижению поведенческих рисков розничных инвесторов.

Таким образом, разработанная методика и полученные результаты не только обладают научной новизной, но и соответствуют стратегическим приоритетам государства в области развития финансового рынка, а именно: росту внутреннего долгосрочного инвестирования, повышению прозрачности и эффективности розничных продуктов, а также укреплению финансовой устойчивости частных инвесторов и защите их прав.

Список источников / References

1. Арлашкин И. Ю. Кластеризация российских регионов по уровню долговой устойчивости // Финансовый журнал. 2021. Т. 13. № 5. С. 108–124. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2021-5-108-124. Arlashkin I.Yu. (2021). Clustering of Russian regions by the level of debt sustainability. *Financial Journal*, 13 (5), 108–124 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2021-5-108-124.
2. Гарафутдинов Р. В., Шевченко М. В. Формирование портфеля акций с использованием нейронных сетей архитектуры LSTM и фрактального анализа // Цифровые модели и решения. 2025. Т. 4. № 2. С. 5–17. https://doi.org/10.29141/2949-477X-2025-4-2-1. Garafutdinov R.V., Shevchenko M.V. (2025). Stock portfolio formation using LSTM neural networks and fractal analysis. *Digital Models and Solutions*, 4 (2), 5–17 (in Russ.). https://doi.org/10.29141/2949-477X-2025-4-2-1.
3. Добрина М. В., Чернов В. П. Оптимизация и прогнозирование портфеля ценных бумаг на основе методов машинного обучения // Проблемы экономики и юридической практики. 2024. Т. 20. № 4. С. 258–267. https://doi.org/10.33693/2541-8025-2024-20-4-258-267. Dobrina M.V., Chernov V.P. (2024). Optimization and forecasting of a securities portfolio based on machine learning methods. *Economic Problems and Legal Practice*, 20 (4), 258–267 (in Russ.). https://doi.org/10.33693/2541-8025-2024-20-4-258-267.
4. Жилов Р. А. Интеллектуальные методы кластеризации данных // Известия Кабардино-Балкарского научного центра РАН. 2023. № 6 (116). С. 152–159. https://doi.org/10.35330/1991-6639-2023-6-116-152-159. Zhilov R.A. (2023). Intelligent methods of data clustering. *Izvestiya Proceedings of the Kabardino-Balkarian Scientific Center of the Russian Academy of Sciences*, 6 (116), 152–159 (in Russ.). https://doi.org/10.35330/1991-6639-2023-6-116-152-159.
5. Кандрашина Е. А., Трошина Е. Р. Трансформация механизмов продвижения размещаемых акций в условиях новой структуры российского фондового рынка // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2024. № 8 (3). С. 382–387. https://doi.org/10.17513/vaael.3671. Kandrashina E.A., Troshina E.R. (2024). Transformation of mechanisms for promoting placed shares in the conditions of the new structure of the Russian stock market. *Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law*, 3 (8), 382–387 (in Russ.). https://doi.org/10.17513/vaael.3671.
6. Малкина М. Ю., Балакин Р. В. Связь финансового и промышленного стрессов с параметрами денежно-кредитной политики в российской экономике // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 3 (23). С. 104–121. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-3-104-121. Malkina M.Yu., Balakin R.V. (2023). The relationship between financial and industrial stresses with the parameters of monetary policy in the Russian economy. *Financial Journal*, 3 (23), 104–121 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-3-104-121.

7. Мосин В. Г., Козловский В. Н. и др. Мониторинг данных о результативности процессов системы менеджмента. Настройка параметров кластеризации DBSCAN по подходящим значениям метрики силуэта // Известия Тульского государственного университета. Технические науки. 2024. № 4. С. 28–32. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_67853302_49127480.pdf. Mosin V.G., Kozlovskiy V.N. et al. (2024). Monitoring of data on the effectiveness of management system processes. Setting DBSCAN clustering parameters according to suitable silhouette metric values. *Proceedings of Tula State University. Technical Sciences*, 4 (1), 28–32 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_67853302_49127480.pdf.
8. Плачинда К. Д. Управление портфелем акций российских компаний при изменении ключевой ставки Банка России // Экономика и управление. 2025. № 31 (3). С. 322–332. https://doi.org/10.35854/1998-1627-2025-3-322-332. Plachinda K.D. (2025). Management of a portfolio of shares of Russian companies under changes in the key rate of the Bank of Russia. *Economics and Management*, 31 (3), 322–332 (in Russ.). https://doi.org/10.35854/1998-1627-2025-3-322-332.
9. Руденко О. В., Баева Д. Н. Статистические методы кластеризации больших объемов данных // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. 2023. № 10 (85). С. 83–88. https://doi.org/10.24412/2500-1000-2023-10-2-83-88. Rudenko O.V., Baeva D.N. (2023). Statistical methods for clustering large volumes of data. *International Journal of Humanities and Natural Sciences*, 10–2 (85), 83–88 (in Russ.). https://doi.org/10.24412/2500-1000-2023-10-2-83-88.
10. Файзулин М. С. Сентимент и стадное поведение частных инвесторов: кластерный анализ российского фондового рынка // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 4. С. 95–112. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-4-95-113. Fayzulin M.S. (2024). Sentiment and herd behavior of private investors: cluster analysis of the Russian stock market. *Financial Journal*, 4 (1), 95–112 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-4-95-113.
11. Федотов И. С. Кластеризация и визуализация данных с помощью нейросетей // Вестник науки. 2023. № 9 (66). С. 132–134. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54369219_40067880.pdf. Fedotov I.S. (2023). Clustering and visualization of data using neural networks. *Bulletin of Science*, 9 (66), 132–134 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_54369219_40067880.pdf.
12. Шевцова Т. А. Выявление аномалий в сложных данных с помощью кластеризации // *Professional Bulletin: Information Technology and Security*. 2024. № 4. С. 39–45. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_80477609_97041604.pdf. Shevtsova T.A. (2024). Detection of anomalies in complex data using clustering. Professional Bulletin: Information Technology and Security, 4 (1), 39–45 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_80477609_97041604.pdf.
13. Basu S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis. *Journal of Finance*, 32 (3), 663–682. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb01979.x.
14. Chen Q., He L. et al. (2022). A Novel Neighborhood Granular Meanshift Clustering Algorithm. *Mathematics*, 11 (1), 1–15. https://doi.org/10.3390/math11010207.
15. Chen R. (2020). The Black-Scholes Option Pricing Model. *Highlights in Business Economics and Management*, 1–10. URL: https://cklixx.people.wm.edu/teaching/math400/Chen-paper2.pdf.
16. Fama E. F., French K. R. (2015). A Five-Factor Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, 116 (1), 1–22. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010.
17. Golalipour K., Akbari E. et al. (2021). From clustering to clustering ensemble selection: A review. *Engineering Aplications of Artificial Intelligence*, 104. https://doi.org/10.1016/j.engappai.2021.104388.
18. Halkidi M., Vazirgiannis M. et al. (2000). Quality Scheme Assessment in the Clustering Process. *Lecture Notes in Computer Science*, 1910, 265–276. https://doi.org/10.1007/3-540-45372-5_26.
19. Li T., Rezaeipanah A. et al. (2022). An Ensemble Agglomerative Hierarchical Clustering Algorithm Based on Clusters Clustering Technique and the Novel Similarity Measurement. *Journal of King Saud University — Computer and Information Sciences*, 34 (6), 3828–3842. https://doi.org/10.1016/j.jksuci.2022.04.010.
20. Lo A. W. (2002). The Statistics of Sharpe Ratios. *Financial Analysts Journal*, 58 (4), 36–52. https://doi.org/10.2469/faj.v58.n4.2453.
21. Markowitz H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7, 77–91. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x.
22. Mirkin B. (1996). Mathematical Classification and Clustering. *Journal of the Operational Research Societ*, 11. https://doi.org/10.1007/978-1-4613-0457-9.
23. Oshlack A., Zappia L. (2018). Clustering trees: a visualisation for evaluating clusterings at multiple resolutions. *GigaScience*, 7 (7), 1–20. https://doi.org/10.1093/gigascience/giy083.
24. Park H. (2021). α-MeanShift++: Improving MeanShift++ for Image Segmentation. *IEEE Access*, 1–10. https://doi.org/10.1109/ACCESS.2021.3114223.
25. Patro S.G., Sahu K.K. (2015). Normalization: A Preprocessing Stage. *IARJSET*, 2 (3), 1–5. https://doi.org/10.17148/IARJSET.2015.2305.
26. Piotroski J.D., So E.C. (2012). Identifying Expectation Errors in Value/Glamour Strategies: A Fundamental Analysis Approach. *Review of Financial Studies*, 25 (9), 2841–2875. https://doi.org/10.1093/rfs/hhs061.
27. Rodriguez M.Z., Comin C.H. et al. (2019). Clustering algorithms: A comparative aProach. *PLOS One*, 14, 1–34. https://doi.org/10.1371/journal.pone.0210236.

28. Satchell S. (2000). A demystification of the Black–Litterman model: Managing quantitative and traditional portfolio construction. *Journal of Asset Management*, 1 (2), 138–150. https://doi.org/10.1057/palgrave.jam.2240011.
29. Sharpe W.F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19 (3), 425–442. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x.
30. Shen J., Hao X. et al. (2016). Zhiyuan Liang Real-time Superpixel Segmentation by DBSCAN Clustering Algorithm. *IEEE Transactions on Image Processing*, 25 (12), 5933–5942. https://doi.org/10.1109/TIP.2016.2616302.
31. Tobin J. (1958). Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, 25 (2), 65–86. https://doi.org/10.2307/2296205.
32. Treynor J. (1962). Toward a Theory of Market Value of Risky Assets, 1–20. https://doi.org/10.2139/ssrn.628187.
33. Wang X.D., Chen R.C. et al. (2019). Fast Adaptive K-Means Subspace Clustering for High-Dimensional Data. *IEEE Access*, 7, 42639–42651. https://doi.org/10.1109/ACCESS.2019.2907043.
34. Williams J.B. (1938). The Theory of Investment Value. *Cambridge Massachusetts Harvard University Press*. URL: https://ia601506.us.archive.org/18/items/in.ernet.dli.2015.225177/2015.225177.The-Theory.pdf.

Информация об авторах

***Никита Ильич Лысенок**, преподаватель и аспирант факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (НИУ ВШЭ), г. Москва*
***Юлия Евгеньевна Маркова**, магистр экономики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (НИУ ВШЭ), г. Москва*

Information about the authors

***Nikita I. Lysenok**, Lecturer and Postgraduate Student, Faculty of Economics, National Research University Higher School of Economics (HSE University), Moscow*
***Yuliya E. Markova**, Master of Economics, National Research University Higher School of Economics (HSE University), Moscow*

Статья поступила в редакцию 22.10.2025
Одобрена после рецензирования 16.03.2026
Принята к публикации 31.07.2026

The article submitted October 22, 2025
Approved after reviewing March 16, 2026
Accepted for publication July 31, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-64-80

CC BY

Финансовые и институциональные аспекты развития импакт-инвестирования в России

Елена Борисовна Тютюкина
E-mail: ebtyutyukina@fa.ru, ORCID: 0000-0001-5195-7230
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Ольга Степановна Осипова
E-mail: ososipova@fa.ru, ORCID: 0000-0002-4111-0391
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Дарья Алексеевна Егорова
E-mail: daegorova@fa.ru, ORCID: 0000-0002-7981-2583
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Элиф Юналовна Силпагар
E-mail: eyusilpagar@fa.ru, ORCID: 0009-0001-9492-0486
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
Импакт-инвестиции рассматриваются в мире в качестве современного инструмента реализации ключевых национальных социально-экономических и экологических приоритетов. В России импакт-инвестиции также осуществляются, несмотря на отсутствие их статуса в нормативно-правовой базе. Целью исследования является разработка предложений по созданию необходимых финансовых и институциональных условий для развития рынка импакт-инвестиций в России. В продолжение идущей в научной литературе дискуссии о терминологической определенности и границах применимости понятий, отражающих различные виды социально ответственных инвестиций, в статье представлены критерии, определяющие сущность импакт-инвестиций.
На основе проведенного авторами анкетного опроса розничных инвесторов с использованием платформы Google Forms выявлена и статистически подтверждена их готовность к импакт-инвестированию, описаны поведенческие установки респондентов в части импакт-инвестиций и использования финансовых инструментов.
Сравнительный анализ российской и зарубежной практики реализации и финансирования импакт-проектов (252 и 201 соответственно) показал готовность хозяйствующих субъектов к их осуществлению в российской экономике, а также позволил выявить направления масштабирования.
Разработаны предложения по развитию рынка импакт-инвестиций, сгруппированные по двум направлениям. Институциональное направление включает закрепление статуса импакт-инвестиций, ведение реестра импакт-проектов с использованием платформенных решений, создание государственной инфраструктуры поддержки импакт-проектов, формирование информационно-коммуникационной среды для популяризации импакт-инвестиций. Финансовое направление включает, с одной стороны, создание специализированных финансовых институтов, а с другой стороны, меры государственной финансовой поддержки как организаций, реализующих импакт-проекты, так и институциональных (привлекающих капитал для финансирования импакт-проектов) и частных (в том числе розничных) импакт-инвесторов.

Ключевые слова: *импакт-инвестиции, розничные импакт-инвесторы, инструменты и институты финансирования, меры государственной финансовой поддержки, институциональные условия*

JEL: *O16*

Финансирование: *статья подготовлена по результатам исследования, выполненного за счет бюджетных средств в рамках государственного задания Финансового университета на 2025 г.*

Для цитирования: *Тютюкина Е. Б., Осипова О. С. и др. Финансовые и институциональные аспекты развития импакт-инвестирования в России // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 64–80. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-64-80.*

© Тютюкина Е. Б., Осипова О. С., Егорова Д. А., Силпагар Э. Ю., 2026

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-64-80

Financial and Institutional Aspects of the Development of Impact Investing in Russia

Elena B. Tyutyukina[1], ***Olga S. Osipova***[2], ***Daria A. Egorova***[3], ***Elif Yu. Silpagar***[4]

[1–4] *Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

[1] *ebtyutyukina@fa.ru, http://orcid.org/0000-0001-5195-7230*
[2] *ososipova@fa.ru, https://orcid.org/0000-0002-4111-0391*
[3] *daegorova@fa.ru, https://orcid.org/0000-0002-7981-2583*
[4] *eyusilpagar@fa.ru, https://orcid.org/0009-0001-9492-0486*

Abstract

Impact investing is increasingly regarded worldwide as a contemporary instrument for delivering key national socio-economic and environmental priorities. In Russia, impact investments are also being made despite the absence of a clearly defined legal and regulatory status for this type of activity. The purpose of this study is to develop proposals for establishing the financial and institutional conditions required for the development of the impact investing market in Russia, based on an assessment of retail investors' readiness to engage in impact investing and an analysis of ongoing impact projects as potential investment targets. Continuing the discussion in the academic literature on terminological clarity and the scope of concepts describing various forms of socially responsible investment, the article proposes criteria that capture the essence of impact investing. Drawing on an original questionnaire survey of retail investors conducted via the Google Forms platform, the authors identify and statistically confirm their readiness to participate in impact investing and describe respondents' behavioural patterns with respect to impact investing and the use of financial instruments. A comparative analysis of Russian and international practices in the implementation and financing of impact projects (252 and 201 projects, respectively) demonstrates the readiness of economic agents to pursue such projects in the Russian economy and makes it possible to identify priority directions for scaling them up. The study develops proposals for the development of the impact investing market, grouped into two areas: institutional and financial. The institutional block includes formal recognition of the status of impact investing; the creation of a registry of impact projects using platform-based solutions; the establishment of state infrastructure to support impact projects; and the formation of an information and communication environment to promote impact investing. The financial block comprises the creation of specialised financial institutions and the introduction of public financial support measures for organisations implementing impact projects, institutional investors raising capital to finance impact projects, and private, including retail, impact investors.

Keywords: *impact investing, retail impact investors, financing instruments and institutions, government financial support measures, institutional conditions*

JEL: *O16*

Funding: *The article was prepared based on the results of research funded by the state assignment to the Financial University for 2025*

For citation: *Tyutyukina E.B., Osipova O.S. et al. (2026). Financial and Institutional Aspects of the Development of Impact Investing in Russia. Financial Journal, 18 (4), 64–80 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-64-80.*

© Tyutyukina E.B., Osipova O.S., Egorova D.A., Silpagar E.Yu., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Более половины реализуемых в настоящее время национальных проектов имеет социальную направленность. В паспортах большинства из них предусмотрены внебюджетные источники финансирования, причем соответствующие суммы значительны[1]. Все это ставит перед органами государственной власти и местного самоуправления непростую задачу привлечения инвесторов для достижения национальных целей развития Российской Федерации на период до 2030 г. и на перспективу до 2036 г. Для ее решения государству необходимо не только использовать эффективные меры финансового и нефинансового стимулирования (с учетом интересов различных групп инвесторов: корпоративных, институциональных, розничных, субъектов малого и среднего предпринимательства), а также различные модели государственно-частного партнерства, но и внедрять новые механизмы и инструменты привлечения средств.

В последние годы в мире для решения социальных и экологических проблем активно используется импакт-инвестирование как самостоятельное направление на стыке финансов и устойчивого развития. Рынок импакт-инвестиций показывает стабильный рост даже в кризисных условиях. Они осуществляются в 37 видах деятельности, расширяется и круг инвесторов. Рынок импакт-инвестиций в 2024 г. составил, по оценкам, 1,6 трлн долл. США. Импакт-активы сосредоточены преимущественно в Европе, включая Великобританию (53%), США и Канаду (35%), а также в странах Восточной Азии (6%)[2].

Несмотря на отсутствие понятия импакт-инвестиций в российской нормативной базе, практика их реализации существует под видом социально ответственных инвестиций или ESG-инвестиций (от англ. “environmental, social, governance”, более детальное описание см. ниже). Круг субъектов такого инвестирования достаточно широк: юридические лица как минимум 19 видов экономической деятельности, социальные предприниматели[3], импакт-фонды[4], импакт-акселераторы[5], импакт-стартапы[6], «Специализированное финансовое

---

[1] *По данным паспортов нацпроектов по состоянию на 10.06.2026, соответствующие доли составляют: «Эффективная транспортная система» — 80%, «Технологическое обеспечение продовольственной безопасности» — 50%, «Экологическое благополучие» — 37%, «Туризм и гостеприимство» — 27%, «Инфраструктура для жизни» — 11%, «Молодежь и дети» — 4%. Финансирование этих нацпроектов из внебюджетных источников за 2025–2030 гг. должно составить 9,6 трлн руб.*

[2] *Sizing the impact investing market // Global Impact Investing Network (GIIN). 2024. URL: https://thegiin.org/research/publication/sizing-the-impact-investing-market-2024.*

[3] *В реестре социальных предпринимателей состоит более 12 тысяч участников // Ведомости. 2025. URL: https://www.vedomosti.ru/press_releases/2025/03/14/v-reestre-sotsialnih-predprinimatelei-sostoit-bolee-12-tisyach-uchastnikov; Социальное предпринимательство в России: итоги и перспективы // Комсомольская правда. URL: https://www.kp.ru/daily/27598/4871377/.*

[4] *Zerno Ventures: первый российский венчурный импакт-фонд с фокусом на поддержку женщин-фаундеров. URL: https://zerno.vc; Соль / Импакт-фонд и экосистема социальных проектов (источник: раздел об импакт-фондах). URL: https://s-ol.ru/; Impact Future: первая в России платформа для социально-преобразующих инвестиций. URL: https://noodome.club/insights/impact/impact-future.*

[5] *Impact Hub Moscow. Программа «Навстречу переменам» (конкурс социально-предпринимательских проектов). URL: https://www.konkurs-navstrechu.ru.*

[6] *Что происходит с импакт-бизнесом в 2026 году: 7 трендов // РБК Стиль. 2026. URL: https://style.rbc.ru/impact_business/6a4b95439a79471160ad6b5f.*

общество “Социального развития”»[7]. Однако количество импакт-проектов незначительно. Тем не менее в научных публикациях российских авторов отмечается, что импакт-инвестиции, наряду с традиционными и ESG-инвестициями, — это активно развивающиеся стратегии инвестирования и развития бизнеса [Азизи Е., Азизи О. и др., 2022; Бондарь, 2023; Аксакова, 2024; Святохо, 2024; Сигова, 2025], а ряд исследователей рассматривает импакт-инвестиции как новый тренд современного социально-экономического развития России [Щепакин, Хандамова, 2025]. По мнению зарубежных авторов, в настоящее время актуальны исследования, посвященные выявлению мотивации и критериев отбора проектов различными типами импакт-инвесторов [Heinz, Velamuri, 2024], а также возможностей реализации импакт-стратегий на публичном рынке акций [Hansen, Sigurjonsson, 2024]. Отдельным направлением выступает изучение восприятия розничными инвесторами экологического эффекта вложений [Siemroth, Hornuf, 2023].

Целью данного исследования является разработка предложений по созданию необходимых финансовых и институциональных условий для развития рынка импакт-инвестиций в России. Для ее достижения выявляется готовность розничных инвесторов осуществлять импакт-инвестиции, а также анализируются реализуемые импакт-проекты в качестве потенциальных объектов для инвестирования.

ИМПАКТ-ИНВЕСТИЦИИ В СИСТЕМЕ СОЦИАЛЬНО ОТВЕТСТВЕННОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Социально ответственное инвестирование (socially responsible investing — SRI) возникло еще в середине XVIII века в деятельности религиозных движений, запрещавших своим членам заниматься работорговлей, производством оружия, спиртных напитков и табака. Одним из первых выразителей идей социально ответственного инвестирования принято считать Джона Уэсли (1703–1791), который в своих проповедях призывал не инвестировать в отрасли, вредные для здоровья рабочих[8] [Renneboog, Ter Horst et al., 2008].

В 1928 г. в США создается первый социально ориентированный инвестиционный фонд Pioneer Fund, исключавший инвестирование в проекты по производству и распространению алкоголя и табака, что также было связано с религиозными убеждениями[9]. В середине XX века начинает складываться понимание, что бизнес не должен ограничиваться чисто финансовыми целями. В частности, 1953 г. считается началом развития концепции корпоративной социальной ответственности (corporate social responsibility — CSR). В качестве первых коллективных социально ответственных инвесторов выступили пенсионные фонды и профсоюзы [Gray, 1983].

В конце 1990-х гг. в мире возник запрос на новые формы решения социальных проблем, а инвесторы стали считать последствия глобального изменения климата значительным риском для бизнеса и инвестиций [Richardson, 2008]. В 1992 г. ООН принимает программные документы, положившие начало разработке и распространению в мире концепции устойчивого развития. В 2004 г. в научный оборот вводится понятие ESG — совокупность правил и подходов к ведению бизнеса, основанных на принципах устойчивого развития. В 2007 г. появляется понятие «импакт-инвестиции» (impact investing), называемые также «инвестициями воздействия» и «преобразующими инвестициями». ООН определяет импакт-инвестиции как «вложение капитала в финансовые инструменты или

---

[7] *ООО «Специализированное финансовое общество “Социального развития”» (ИНН 9705140370). URL: http://sfo-sr.ru/about/.*

[8] *Wesley J. The Use of Money. URL: https://www.whatsaiththescripture.com/Text.Only/pdfs/The_Use_of_Money_Text.pdf.*

[9] *Corporate Social Responsibility: A Brief History // Association of Corporate Citizenship Professionals. 2024. URL: https://accp.org/news/accp-insights-blog/corporate-social-responsibility-brief-history/.*

проекты, направленные на достижение измеримого и положительного социального либо экологического воздействия при одновременном обеспечении финансовой доходности инвестиций»[10]. В 2015 г. Генеральная Ассамблея ООН утвердила 17 целей устойчивого развития (ЦУР) на период до 2030 г. Россия присоединилась к реализации ЦУР[11].

Переход на модель долгосрочного устойчивого развития в мире обусловил развитие принципов инвестирования и создание новых видов инвестиций, относящихся к социально ответственному инвестированию. В научной литературе ведется активная дискуссия о границах применимости приведенных выше понятий для определения особенностей каждого вида социально ответственных инвестиций. По мнению авторов настоящего исследования, исходить нужно из классического понимания инвестиций, критериями которых являются объект и цель вложения средств (табл. 1). У импакт-инвестиций, в отличие от всех других видов социально ответственных инвестиций, целью является получение комбинированного результата (финансового, а также социального и/или экологического). При этом предоставление социального блага интегрируется в бизнес-модель компании в качестве инклюзивной составляющей.

Таблица 1

Ключевые особенности различных видов социально ответственных инвестиций

Виды социально ответственных инвестиций	Критерии инвестиций				
	Объект вложения		Цель вложения для инвестора		
	Сфера деятельности	Инструменты	Вид получаемого результата	Инвестиционный горизонт	Размер получаемого финансового результата
Социальные	Социальная	Финансовые инструменты	Полезный эффект (социальный/экологический/управленческий)	Краткосрочный, среднесрочный	–
Ответственные	Предпринимательская, не связанная с неэтичным бизнесом*	Инвестиционные проекты, финансовые инструменты	Финансовый результат и избежание причинения вреда здоровью	Долгосрочный	Не ниже рыночной доходности
ESG-инвестиции	Социальная/ экологическая/ управленческая составляющая предпринимательской деятельности	Инвестиционные проекты, финансовые инструменты	Минимизация социальных/ экологических рисков в управлении	Среднесрочный, долгосрочный	Возможный рост стоимости компании в будущем
Импакт-инвестиции	Предпринимательская деятельность, имеющая социальную/экологическую составляющую	Инвестиционные проекты, финансовые инструменты	Положительные финансовый результат и социальный/ экологический эффект	Долгосрочный	Ниже / на уровне / выше рыночной доходности
Венчурная филантропия	Социальная	Гранты, займы, нефинансовые услуги	Создание социальных организаций и проектов	Долгосрочный	Нулевой / ниже рыночного
Благотворительность	Социальная	Гранты, субсидии, пожертвования	Социальный эффект или резонанс	Краткосрочный, среднесрочный	–

*Примечание: * производство алкоголя, табака, оружия и др.*
Источник: составлено авторами.

[10] *Impact Investing // United Nations Development Programme (UNDP). URL: https://www.undp.org/policy-centre/istanbul/impact-investing-0.*

[11] *Указ Президента Российской Федерации от 01.04.1996 № 440 «О Концепции перехода Российской Федерации к устойчивому развитию».*

ГОТОВНОСТЬ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ К ИМПАКТ-ИНВЕСТИРОВАНИЮ В РОССИИ

Розничных инвесторов[12] следует рассматривать в качестве потенциальных импакт-инвесторов в российской экономике по следующим основаниям:

1) наличие в распоряжении розничных инвесторов значительных финансовых ресурсов, инвестируемых в финансовые инструменты с различным уровнем доходности (табл. 2);

Таблица 2

Финансовые инструменты розничного инвестирования в России

Финансовые инструменты	Объем инвестиций		Доходность, %	
	в 2024 г.	в 2025 г.	2024 г.	2025 г.
Акции вторичного рынка	Объем чистых покупок 109,8 млрд руб.[1)]	Объем чистых покупок 142 млрд руб.[2)]	Средняя дивидендная доходность 7,3%[3)], курсовая доходность отрицательная (7%)[4)]	Курсовая доходность отрицательная (4,04%)[5)]
Корпоративные облигации	551 млрд руб.[6)]	1,26 трлн руб.[7)]	4,1%[5)]	26,5%[7)]
ПИФы	Чистый приток 734 млрд руб.[8)]	Чистый приток 1,1 трлн руб.[9)]	Для неквалифицированных инвесторов[10)]: 25,6% (ЗПИФ), 16,5% (БПИФ), 4,9% (ИПИФ), 2,1% (ОПИФ)	Средняя 9,96%[9)]
ОФЗ	194 млрд руб.[2)]	490 млрд руб.[2)]	16,4%[11)]	23,1%[7)]
Иностранная валюта	1,12 трлн руб.[2)]	1,12 трлн руб.[7)]	Доходность бивалютной корзины 10,3%[11)]	Доходность бивалютной корзины 8,4%[7)]
Вклады в коммерческих банках	56,06 трлн руб. (на конец года)[12)]	65,2 трлн руб. (на конец года)[13)]	17,54%[13)]	Около 14%[14)]

Источник: составлено авторами по данным:
1) Объем чистых покупок акций физическими лицами на Московской бирже в 2024 г. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/6786272c9a794765ec6e9bd9;
2) Банк России. Пресс-конференция о развитии финансового рынка и участии физических лиц в инвестициях (2025 г.). URL: https://cbr.ru/press/event/?id=28290;
3) Итоги года на российском рынке: цифры и факты / BCS Express. URL: https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/1766745899-itogi-goda-na-rossiiskom-rynke-tsifry-i-fakty;
4) Российский рынок акций впервые с 1998 года упал второй год подряд. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/695229129a79471a3df9f1bc;
5) Рынок облигаций 2024 года: основные итоги. Аналитический обзор ГК «Регион». URL: https://region.broker/upload/iblock/f54/Рынок_облигации_2024.pdf;
6) Граждане купили рекордные объемы ОФЗ и корпоративных облигаций в 2025 году. URL: https://cbr.ru/press/event/?id=28290;
7) Фондовый и инвестиционный рынок России: обзор за 2025 год. Аналитический отчет ГК «Регион» от 20.01.2026. URL: https://region.broker/upload/iblock/c21/nb71w5tfmwnv1ibk3vqedrkrhrdblxoq/2026-01-20_FIR.pdf;
8) В 2025 году объем привлечений в розничные ПИФ достиг 1,1 трлн рублей / Frank Media. URL: https://frankmedia.ru/256788;
9) Итоги года на российском рынке: обзор ключевых индикаторов / РБК Quote. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/69747adb9a794777589e15e4;
10) Новости российского фондового рынка / TradingView Russia. URL: https://ru.tradingview.com/news/rbc:b4534ee6f67b8:0/;
11) Рынок облигаций 2024 года: основные итоги. Аналитический обзор ГК «Регион». URL: https://region.broker/upload/iblock/f54/Рынок_облигации_2024.pdf;
12) АСВ: вклады россиян в 2025 году достигли 65,2 трлн ₽ / Финуслуги. URL: https://finuslugi.ru/navigator/news/novosti_bankovskoj_otrasli/asv_vklady_rossiyan_v_2025_godu_dostigli_652_trln_;
13) Обзор вкладов населения и депозитных ставок в 2025 году / Дзен. URL: https://dzen.ru/a/ZyXciNn6b2RPJ05Z;
14) Вклады физических лиц в российских банках: динамика и структура / Banki.ru. URL: https://www.banki.ru/news/lenta/?id=11019817.

[12] *В рамках данного исследования к розничным инвесторам относятся физические лица, выступающие в качестве субъектов финансового рынка.*

2) высокая инвестиционная активность розничных инвесторов на фондовом рынке, в частности[13]:

— количество физлиц с брокерскими счетами на Мосбирже по итогам 11 месяцев 2025 г. составило 39,7 млн чел.;

— в период торгов выходного дня в 2025 г. средняя доля физлиц достигала 89,2%;

— количество индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) в ноябре 2025 г. составило 6,14 млн, а торговый оборот на счетах ИИС — 228,5 млрд руб., в том числе сделки с акциями (54%), облигациями (20%), паями фондов (26%).

Для выявления отношения розничных инвесторов к импакт-инвестированию и оценки их готовности к ним авторами было проведено социологическое исследование. С использованием платформы Google Forms был проведен анкетный опрос физических лиц[14]. Для повышения качества собранных данных использовалась бесповторная целенаправленная неслучайная стратифицированная выборка с фокусом на включенность опрашиваемых в инвестиционный процесс[15] и финансовую грамотность респондентов. В частности, были представлены следующие группы респондентов: физические лица, имеющие высшее (преимущественно экономическое) образование; молодежь, профессиональная деятельность которой будет связана с экономикой и финансами; квалифицированные и профессиональные инвесторы[16]. Это позволило повысить точность и снизить ошибку выборки. Рассчитанная предельная ошибка по классической формуле расчета случайной массовой выборки составила примерно 5,15% при уровне доверия 95%. Соответственно, фактическое значение ошибки при стратифицированном отборе будет ниже. Тем не менее выборка имеет ряд ограничений, которые следует учитывать при проведении последующих аналогичных исследований[17].

Опрос показал, что более 31% респондентов вообще не знакомы с концепцией импакт-инвестирования, 51% знают о ней «поверхностно» и только 8% опрошенных имеют реальный опыт импакт-инвестирования. Авторы предвидели такой результат, поэтому в анкету включили справочную информацию о сущности импакт-инвестиций, их отличии от ESG-инвестиций, а также разъясняющие примеры. В последующие блоки анкеты были включены предиктивные вопросы, а для более точной достоверности получаемых результатов — контрольные вопросы о готовности участвовать в импакт-инвестировании. На рис. 1 представлены результаты сегментированного анализа полученных данных на основе расчета индекса готовности к импакт-инвестициям ($И_{гот}$), рассчитанного методом средней арифметической взвешенной[18]:

$$И_{гот} = \frac{(2 \cdot X_1)+(1 \cdot X_2)+(0 \cdot X_3)}{X_1 + X_2 + X_3}, \quad (1)$$

где X_1 — число респондентов, ответивших «Определенно планирую»;
X_2 — число респондентов, ответивших «Возможно, буду рассматривать»;
X_3 — число респондентов, ответивших «Не планирую».

---

[13] *Итоги года на российском рынке: цифры и факты (раздел по ПИФам и ИИС) // BCS Express. URL: https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/1766745899-itogi-goda-na-rossiiskom-rynke-tsifry-i-fakty#component1.*

[14] *Онлайн-опрос проводился с 1 по 20 апреля 2025 г. Выборка составила 361 человек из более чем 20 субъектов РФ.*

[15] *52% респондентов инвестируют регулярно, а 48% — планируют начать инвестировать.*

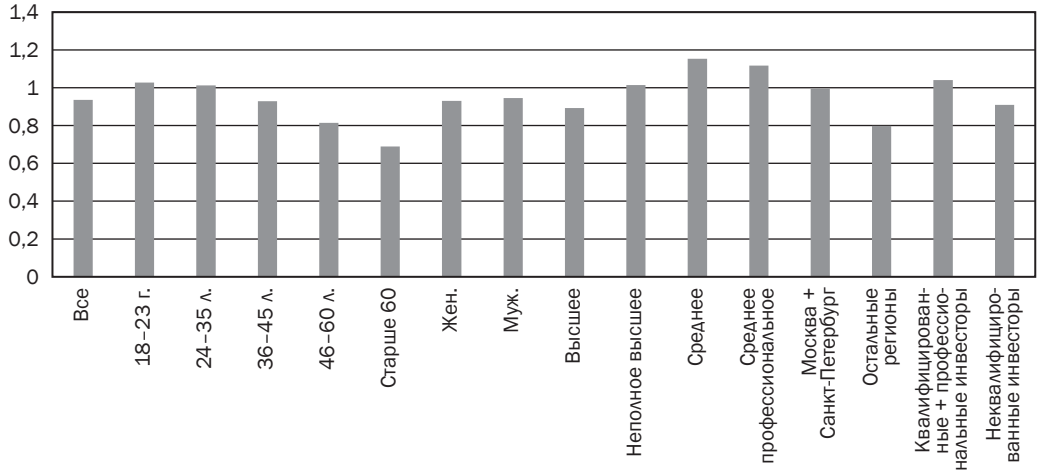
[16] *Доля респондентов, идентифицировавших себя как квалифицированных и профессиональных инвесторов, в выборке составила 20,3%.*

[17] *Ограничения: выборка из 361 человека может не обладать достаточной статистической мощностью для выявления малых эффектов или редких явлений; имеет место смещение по возрасту и полу (в сторону молодежи и женщин); в выборку не вошли частные инвесторы, управление капиталом которых осуществляют, как правило, семейные офисы (family offices).*

[18] *Шкала ответов респондентов: «Определенно планирую» — 2, «Возможно, буду рассматривать» — 1, «Не планирую» — 0.*

Рисунок 1

Индекс готовности розничных инвесторов к импакт-инвестициям



Источник: рисунок авторов.

В целом индекс готовности розничных инвесторов составляет 0,94, что свидетельствует, с одной стороны, об интересе к импакт-инвестициям, с другой стороны, о высокой степени неопределенности их использования. Значение рассчитанного индекса лояльности (net promoter score — NPS, см. [Reichheld, 2006; Райхельд, Дарнелл и др., 2024]), составившее −60, также подтверждает осторожное отношение к импакт-инвестициям большинства розничных инвесторов.

В табл. 3 представлены импакт-инвестиционные предпочтения розничных инвесторов.

Таблица 3

Импакт-инвестиционные предпочтения розничных инвесторов

№ п/п	Характеристики и инвестиционные качества импакт-инвестиций	Распределение респондентов, %				
1	Планируемая сумма импакт-инвестиций, тыс. руб.	до 100	101–500	501–1000		более 1000
		69	15	11		5
2	Срок вложения импакт-инвестиций, лет	до одного	до 3-х	до 5-ти	до 10-ти	бессрочно
		31,6	34,1	20,8	6,1	7,4
3	Ожидаемая доходность импакт-инвестиций	выше рыночной		на уровне рыночной		ниже рыночной
		14,1		48,5		37,4
4	Периодичность получения дохода от импакт-инвестиций	ежеквартальная	годовая	при выходе из проекта		не имеет значения
		44,3	38,2	6,1		11,4
5	Срок от момента вложения импакт-инвестиций до получения первого дохода, лет	1	2	3	более 3-х	
		52,9	24,7	13,9	8,6	
6	Потенциальный финансовый инструмент для импакт-инвестиций*	зеленые облигации	социальные облигации	акции публичных компаний	взносы в уставный капитал	импакт-фонды
		44,9	41	37,7	31,5	30,5
		ЦФА	ПИФы	ETF	займы	
		26	24,9	22,7	7,2	

№ п/п	Характеристики и инвестиционные качества импакт-инвестиций	Распределение респондентов, %				
7	Сфера импакт-инвестиций	здравоохранение	образование	промышленность	финансы	строительство
		41,3	38,2	38,0	34,6	31,6
		сельское хозяйство	транспорт	торговля	культура	связь
		30,7	21,9	21,1	20,5	11,4

*Примечание: * в соответствии с действующей нормативно-правовой базой инвестиции в отдельные финансовые инструменты (внебиржевые облигации, паи ЗПИФов, прямые займы, определенные виды ЦФА) могут осуществлять только квалифицированные инвесторы; ** цифровые финансовые активы; *** биржевые индексные фонды, связанные с индексами ответственного инвестирования.*
Источники: составлено авторами по результатам анкетного опроса.

Таблица 4

Профили розничных импакт-инвесторов на основе мотивирующих факторов

Латентные факторы			
Характеристика	Смешанный локус (стремление к сбалансированности финансовой и социальной отдачи инвестиций)	Внутренний локус (желание повысить личный статус и репутацию посредством инвестиций)	Внешний локус (намерение инвестировать с учетом современных трендов, при этом рассчитывая на получение доходности)
Критерии	Профили розничных импакт-инвесторов		
	Социально ответственный инвестор	Имиджевый инвестор	Тренд-ориентированный инвестор
Мотивация импакт-инвесторов	Стремление к сбалансированности между финансовой выгодой и социальной ответственностью	Достижение личностного роста и статуса в обществе наряду с получением финансовых и социальных результатов	Диверсификация инвестиций с учетом современных трендов
Влияние локус-контроля на принятие решений об импакт-инвестировании	Необходимо наличие внешних факторов, подкрепляющих личную позицию целесообразности участия в ответственном инвестировании	Выбор импакт-инвестиций исходя из собственных оценок и личный мониторинг их реализации	Учет влияния внешних факторов
Ключевая характеристика импакт-инвестора	Рациональность	Эгоцентричность с акцентом на репутацию	Прогрессивность и финансовая грамотность
Целевая аудитория импакт-инвесторов	Широкий круг (от профессиональных инвесторов до новичков)	Люди, которым важен социальный статус (предприниматели, публичные личности, а также люди, стремящиеся к признанию через социально значимые действия)	Осведомленные и стратегически мыслящие люди, более образованные в области финансов, продвинутые инвесторы
Направления воздействия на импакт-инвесторов	Популяризация импакт-инвестиций, повышение финансовой грамотности	Маркетинг импакт-инвестиций с акцентом на престиж	Предложение финансовых продуктов, связанных с реализацией импакт-проектов

Источник: составлено авторами.

Таким образом, более двух третей респондентов (68,4%) предпочли бы импакт-инвестиции в качестве долгосрочных финансовых вложений в размере до 100 тыс. руб., более одной трети (37,4%) готовы получать доходность ниже рыночной. Почти половина рассчитывает на получение доходности не ранее чем через два года после инвестирования. Наиболее востребованными финансовыми инструментами являются облигации и акции, однако от 23 до 30% розничных инвесторов готовы пользоваться услугами посредников, включая применение инструментов коллективного инвестирования и цифровых платформ.

На основе эмпирических данных опроса розничных инвесторов была проведена поведенческая экспертиза с использованием методики локус-контроля[19] и факторного анализа (метод Уорда)[20], позволяющего выявить латентные мотивы респондентов. Предварительная проверка полученных данных подтвердила их пригодность для факторного анализа[21].

В результате статистического анализа выделено три укрупненных латентных фактора, в каждом из которых выявлены наиболее значимые переменные. Это позволило определить профили розничных импакт-инвесторов, а также направления воздействия на них для активизации участия в импакт-инвестировании (табл. 4).

ПРАКТИКА РЕАЛИЗАЦИИ И ФИНАНСИРОВАНИЯ ИМПАКТ-ПРОЕКТОВ

Поскольку в России и за рубежом отсутствует таксономия импакт-проектов, их идентификация для формирования выборки проводилась по критериям, приведенным в табл. 1. Эмпирическая база исследования включала следующие источники.

1. Для России: структурированная база данных «Венчурные инвестиции»[22] и неструктурированные источники (База нефинансовых отчетов РСПП[23], Библиотека корпоративных практик РСПП[24], Каталог импакт-проектов Новосибирской области[25], Фонд «Наше будущее»[26], «Лучшие социальные проекты России»[27]). В выборку вошли 252 импакт-проекта, в том числе 159, идентифицированных по результатам анализа 251 проекта из базы «Венчурные инвестиции»[28], 63 — по результатам анализа отчетности 128 компаний, 30 — реализуемых через Фонд «Наше будущее». Выборка показала, что около 75% венчурных инвесторов и 49% компаний реализуют импакт-проекты в следующих сферах: сельское хозяйство, здравоохранение, социальные услуги, физкультурно-оздоровительная деятельность и спорт, дополнительное образование, информация и связь, изготовление медицинских инструментов и оборудования, производство прочих готовых изделий, прочие виды деятельности в сфере услуг.

2. Для зарубежных стран: структурированная база данных (World Bank Group Projects[29], World Bank Group MIGA Issued Projects[30], OECD[31]) и неструктурированные источники

---

[19] *Склонность человека искать причины своего поведения и приписывать ответственность за его результаты либо внешним обстоятельствам (внешний локус), либо своим усилиям и способностям (внутренний локус).*

[20] *Метод основан на минимизации внутригрупповой дисперсии и позволяет на основе более широкого набора ответов респондентов выделить кластеры приблизительно равных размеров.*

[21] *Мера адекватности выборки Кайзера — Майера — Олкина (KMO) превысила рекомендуемый порог (≥ 0,6), а критерий сферичности Бартлетта показал высокую значимость ($p < 0,001$).*

[22] *Venture Guide: интерактивная панель с ключевыми показателями венчурного рынка Москвы и России // Аналитический центр Московского инновационного кластера. URL: https://ventureguide.i.moscow/russia/.*

[23] *База данных «Национальный Регистр и Библиотека корпоративных нефинансовых отчетов» / Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП). URL: https://rspp.ru/sustainable_development/registr/.*

[24] *Библиотека корпоративных практик / Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП). URL: https://rspp.ru/sustainable_development/.*

[25] *Каталог импакт-проектов Новосибирской области / Центр инноваций социальной сферы Центра «Мой бизнес» Новосибирской области. URL: https://invest-impact.ru.*

[26] *Фонд региональных социальных программ «Наше будущее». URL: https://www.nb-fund.ru.*

[27] *Ежегодная программа «Лучшие социальные проекты России». URL: https://socprojects.org.*

[28] *Из 251 проекта не были идентифицированы 92 проекта, поскольку данные по ним полностью либо частично защищены соглашением о неразглашении и не опубликованы в базе «Венчурные инвестиции» («Информация под NDA»).*

[29] *World Bank Group Projects & Operations / The World Bank. URL: https://data360.worldbank.org/en/search.*

[30] *MIGA Issued Projects / Multilateral Investment Guarantee Agency (World Bank Group). URL: https://www.miga.org/?aid=249.*

[31] *Social Impact Investment / Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). URL: https://www.oecd.org/en/publications/social-impact-investment_9789264233430-en.html.*

(Global Impact Investing Network — GIIN[32], FAO[33], данные инвестиционных фондов (в т. ч. Strategic Investment Fund[34], Acumen[35] и др.), данные национальных профессиональных сообществ (AVPN[36], Impact Club Australia[37], Bundesverband Impact Investing[38], India Impact Investment Council[39] и др.)). В выборку вошел 201 импакт-проект, реализуемый в 10 странах. Импакт-инвестиции используются за рубежом в качестве рыночного инструмента решения острых национальных проблем (старение и бедность населения, расовое и региональное неравенство, устойчивое развитие и зеленые технологии).

Сравнительный анализ практик реализации и финансирования импакт-проектов в России и за рубежом проводился по следующим аспектам.

Средний объем финансирования импакт-проекта

Доля импакт-проектов с объемом инвестиций менее 1 млн долл. США в России и за рубежом составляет 44 и 3,9% соответственно; с объемом более 10 млн долл. США — 4,8 и 58,65%.

Инвесторы и источники финансирования импакт-проектов

Около 70% импакт-проектов в России имеют один источник финансирования. За рубежом у 95% импакт-проектов смешанное финансирование и в него вовлечены все виды инвесторов. Наибольшую долю имеют институциональные инвесторы (40–60%), доли частных и корпоративных — 15–40% и 15–30% соответственно. Однако в Китае и Южной Корее основными инвесторами являются корпоративные (40–60%). В настоящее время по примеру Великобритании участие институциональных инвесторов рассматривается как лучшие практики и бенчмарк при разработке национальных ориентиров развития импакт-инвестиций. Институциональными инвесторами являются:

— фонды фондов при участии государства и частных инвесторов в Японии, специализированные фонды импакт-инвестиций в Южной Корее и США, социально ориентированные фонды в Индии, фонд «Big Society Capital», основанный правительством Великобритании с привлечением крупных банков;

— сеть финансовых институтов развития местного сообщества (CDFIs) в США, государственные специализированные банки в Великобритании и Германии, индийские институты микрокредитования коммерческих организаций для дальнейшего финансирования ими социально ориентированных проектов и предприятий.

В качестве механизмов привлечения финансирования в импакт-проекты в Великобритании и Германии широко используются краудинвестинговые и краудфандинговые платформы, в Индии — социальная биржа, в Китае — p2p-инструменты.

Инструменты финансирования импакт-проектов

В российской практике используются те же инструменты финансирования импакт-проектов, что и за рубежом: облигации (устойчивые, социальные, зеленые, социального воздействия), кредиты, займы, прямые инвестиции, венчурные инвестиции, корпоративные венчурные инвестиции, гранты и субсидии. Имеются также единичные примеры привлечения финансирования с использование цифровых финансовых активов (ЦФА). Ниже перечислены инструменты, которые не используются в российской практике.

1) Гарантированные кредиты, обеспечивающие полное финансирование инвестиционной стадии проекта в сферах здравоохранения, образования, культуры и социальной

---

[32] *Global Impact Investing Network (GIIN). URL: https://thegiin.org.*

[33] *Investment Centre / Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). URL: https://www.fao.org/support-to-investment/en/.*

[34] *Strategic Investment Fund (SIF) / Gates Foundation. URL: https://sif.gatesfoundation.org/.*

[35] *Acumen: Nonprofit Global Venture Fund. URL: https://acumen.org.*

[36] *AVPN (Asian Venture Philanthropy Network): Moving Capital towards Impact in Asia. URL: https://avpn.asia.*

[37] *Impact Club Australia: Australia's First Impact Investing Network. URL: https://impactinvestingaustralia.com/.*

[38] *Bundesverband Impact Investing e.V. (BVII). URL: https://bundesinitiative-impact-investing.de.*

[39] *Impact Investors Council (IIC), India. URL: https://iiic.in.*

экономики, реализуемого в форме проектного финансирования под гарантии доноров импакт-проекта. Данный инструмент использует GLS Bank, являющийся одним из крупнейших банков Германии с этической бизнес-моделью[40]. В частности, такие кредиты применяются для финансирования типовых проектов стоимостью 10–50 тыс. евро по развитию инфраструктуры инклюзивного дошкольного образования, донором которых выступает локальное сообщество (преимущественно родительские комитеты) численностью от 20 до 40 человек.

2) Займы, погашаемые в виде процентных платежей от выручки до полного погашения долга. Используются для финансирования проектов с нестабильными денежными потоками — например, женских кооперативов в сфере финансовой грамотности и сельского хозяйства в Индии, в сфере образования в США.

3) Возвратные гранты (recoverable grants), предполагающие полный или частичный их возврат при достижении проектом рентабельности. Данный инструмент используется, в частности, в Индии для создания сети высокотехнологичных телемедицинских клиник (e-Doctor Clinics), обеспечивающих доступ малообеспеченного сельского населения в удаленных провинциях к квалифицированной медицинской помощи.

Меры государственной поддержки при реализации и финансировании импакт-проектов

В настоящее время при реализации импакт-проектов в нашей стране можно использовать следующие действующие единичные меры поддержки:

1) налоговые преференции:

— по налогу на прибыль организаций (нулевую ставку налога на прибыль организаций для ряда социально значимых видов деятельности[41]);

— по НДС (освобождение от НДС отдельных видов социальных товаров и услуг[42]);

— по налогу на имущество организаций (установление нулевой ставки при внедрении зеленых технологий[43]);

— для организаций и индивидуальных предпринимателей (далее — ИП), включенных в «Реестр социальных предприятий» и применяющих упрощенную систему налогообложения (льготные налоговые ставки[44]);

2) финансовые преференции в виде:

— возмещения затрат на выплату купонного дохода по облигациям и (или) на уплату процентов по кредитам в рамках проектов по внедрению наилучших доступных технологий или улучшению экологической обстановки[45];

— субсидирования ставки купона по облигациям и затрат при выходе на фондовый рынок для субъектов малого и среднего предпринимательства (далее — МСП)[46];

— субсидирования процентной ставки по кредитам при реализации проектов по снижению выбросов в атмосферу[47], в сфере социального обслуживания населения[48];

3) нефинансовые преференции при закупках у субъектов малого предпринимательства[49].

За рубежом около 79% импакт-проектов реализуются с использованием мер государственной поддержки и стимулирования, причем непосредственно относящихся к импакт-инвестициям (налоговые льготы, льготные целевые кредиты, гранты и субсидии). В отдельных странах предусмотрены таргетированные меры поддержки, в частности:

---

[40] *GLS Bank: Banking on Values / GLS Gemeinschaftsbank eG. URL: https://www.gls.de/ueber-uns/english/.*

[41] *П. 1 и 2 ст. 284.1, п. 1 и 2 ст. 284.5 НК РФ.*

[42] *П. 2 ст. 149 НК РФ.*

[43] *П. 21 ст. 381 НК РФ.*

[44] *П. 1 и 2 ст. 346.20 НК РФ.*

[45] *П. 1, 2 постановления Правительства РФ от 30.04.2019 № 541.*

[46] *П. 1, 2, 4 постановления Правительства РФ от 30.04.2019 № 532.*

[47] *Постановление Правительства РФ от 06.05.2023 № 709.*

[48] *Постановление Правительства РФ от 31.12.2020 № 2390 (ред. от 16.02.2023).*

[49] *Ч. 1 ст. 30 Федерального закона от 05.04.2013 № 44-ФЗ.*

— налоговый вычет для индивидуальных инвесторов в размере 30% прямых инвестиций в социальные предприятия (Великобритания);

— целевой инвестиционный налоговый кредит в размере до 39% суммы инвестиций для CDE (community development entities) — организаций, занимающихся общественным развитием сообществ с низкими доходами и выступающих посредниками в предоставлении займов или финансового консультирования (США);

— отсрочка по уплате налога инвесторам, осуществляющим инвестиции через QOF (qualified opportunity funds) — фонды квалифицированных возможностей, целью которых является инвестирование в районы с низким уровнем дохода или слаборазвитые регионы (США);

— государственное субсидирование затрат социальных предприятий на выплату заработной платы сотрудникам и страховых выплат (Южная Корея);

— субсидии для проектов в сфере инклюзии (Япония).

Развитию импакт-инвестиций способствуют профессиональные сообщества, выступающие в качестве катализаторов изменений в мировой и национальной инвест-повестке (например, в Австралии, Германии, Индии, Китае, Японии). В России в 2020 г. также была создана Ассоциация импакт-инвесторов (impact-investor.org), которая, однако, так и не начала функционировать.

ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО РАЗВИТИЮ РЫНКА ИМПАКТ-ИНВЕСТИЦИЙ В РОССИИ

Анализ готовности розничных инвесторов к импакт-инвестированию, а также хозяйствующих субъектов к реализации и финансированию импакт-проектов позволяет сделать вывод о наличии в российской экономике потенциала развития рынка импакт-инвестиций.

На основе проведенного исследования, в том числе анализа и обобщения передовых зарубежных и отечественных практик, а также контент-анализа [Демочкина, 2022; Магомедова, Мусаева, 2023; Миракян, 2020], предложения по развитию рынка импакт-инвестиций в России сгруппированы по двум направлениям: институциональному и финансовому.

В рамках *институционального* направления необходимо, прежде всего, определение и закрепление статуса импакт-инвестиций в законодательстве для идентификации их субъектов. Разработка национального подхода к системе таксономии и верификации импакт-инвестиций может быть следующим этапом унификации и стандартизации процессов устойчивого развития[50]. Необходима также стандартизация отчетности о реализации импакт-проектов — 43,2% опрошенных розничных инвесторов отметили ее в качестве фактора, влияющего на их решение осуществлять импакт-инвестиции.

Для упрощения поиска объектов инвестирования для импакт-инвесторов, а также для демонстрации примеров реализации импакт-проектов с целью их масштабирования целесообразно создание единой цифровой платформы импакт-инвестирования (базы проектов, аналитики, биржи инвестиционных предложений и др.). На это указали при опросе розничные инвесторы (34,9%). В качестве держателя реестра может выступать Минэкономразвития России либо институт развития (например, ВЭБ.РФ).

Еще одной мерой в рамках институционального направления должно стать создание государственной инфраструктуры поддержки импакт-проектов. Это могут быть краудфандинговые площадки для привлечения средств, а также акселераторы, бизнес-инкубаторы для оказания помощи на прединвестиционной стадии реализации импакт-проектов, которые могут повысить привлекательность последних для импакт-инвесторов. Подобный

[50] *В настоящее время определены критерии зеленых, переходных и социальных проектов постановлением Правительства Российской Федерации от 21 сентября 2021 года № 1587 (ред. от 14.10.2025).*

опыт у государства есть — в частности, создание акселераторов с государственным участием для поддержки начальных стадий венчурного бизнеса. Следует также распространить действия законодательных норм, регулирующих доступ социальных предприятий и субъектов МСП к государственным закупкам, на организации с верифицированными импакт-проектами.

Розничные импакт-инвесторы, согласно результатам опроса, отводят значительную роль информационно-просветительским инициативам: распространению успешных кейсов (61,2% респондентов), проведению образовательных кампаний (51,8%), разработке импакт-рейтингов (42,7%), проведению масштабной информационной кампании и наличию законодательства в области импакт-инвестиций (отметили 52,6% респондентов). Составление импакт-рейтингов может стать импульсом для развития импакт-инвестиций в крупных компаниях и у институциональных инвесторов. По мнению респондентов, информировать розничных инвесторов об импакт-инвестициях должны СМИ (55,4% опрошенных), финансовые институты — банки, инвестиционные компании, фонды (41%), профессиональные журналы и публикации (37,7%). Отмечается также роль корпоративных университетов крупных компаний и «Ассоциации институциональных и розничных инвесторов».

Таким образом, для популяризации импакт-инвестиций необходимо формирование информационно-коммуникационной среды, инициатором которой может стать Минэкономразвития России совместно с ВЭБ.РФ при непосредственном участии Минфина России, Минобрнауки России, органов власти субъектов РФ, системно значимых банков, институциональных инвесторов. К этой работе целесообразно привлечь «Ассоциацию институциональных и розничных инвесторов», «Национальный союз облигационных инвесторов», крупнейшие российские рейтинговые агентства.

Финансовые меры господдержки должны строиться на следующих принципах. Во-первых, они должны компенсировать затраты на осуществление импакт-инвестиций не полностью, а частично. Во-вторых, одни должны учитывать отраслевую направленность импакт-инвестиций [Губернаторов, 2025]. В-третьих, их предоставление должно происходить траншами по достижении заявленных социальных или экологических эффектов.

Если исходить из зарубежного опыта, то наибольшую долю в финансировании импакт-проектов должны составлять институциональные инвесторы. Для этого необходимо создание специализированных финансовых институтов, прежде всего импакт-фондов (корпоративных, с государственным участием) и специализированных финансовых обществ, а также активное вовлечение финансовых институтов развития и системно значимых банков. Все эти финансовые институты могут формировать новые инструменты финансирования импакт-проектов (гарантированные кредиты, возобновляемые гранты, микрокредиты, софинансирование в партнерстве с розничными и корпоративными инвесторами и др.), а также финансовые продукты импакт-инвестирования для корпоративных и розничных инвесторов.

Меры государственной финансовой поддержки должны применяться ко всем участникам рынка импакт-инвестиций, а именно:

— к организациям, реализующим импакт-проекты: субсидии на компенсацию затрат (или их части) на верификацию импакт-проектов, субсидии и гранты для проектов в сфере инклюзии, налоговые льготы (по аналогии с льготами для благотворительности и пожертвований), пониженные ставки налогов, возникающих в связи с реализацией импакт-проекта;

— к институциональным инвесторам, привлекающим капитал для финансирования импакт-проектов: регуляторные стимулы, программы субсидирования недополученных доходов;

— к частным импакт-инвесторам: налоговые вычеты по аналогии с осуществлением пожертвований, а также при осуществлении прямых инвестиций в социальные предприятия;

— к розничным импакт-инвесторам: введение механизма гарантий возврата инвестиций (так считают 58,2% респондентов), освобождение от налогообложения доходов от

импакт-инвестиций (54,3%), снижение налоговой ставки на доходы от импакт-инвестиций (47,4%), инвестиционный налоговый вычет без ограничения суммы импакт-инвестиций / на определенную сумму импакт-инвестиций (31,9 и 24,1% соответственно), снижение порога входа (отметили 36,8% респондентов).

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Импакт-инвестиции рассматриваются в мире как самостоятельный инструмент социально-экономического развития, отличающийся от других видов социально ответственных инвестиций по совокупности критериев, таких как объект вложения, цели, размер и длительность получения результата, реализуемая бизнес-модель. В России, несмотря на отсутствие в нормативных актах терминологии и понятийного аппарата, соответствующих импакт-инвестированию, практика его реализации — пусть и незначительная — тем не менее существует под видом социально ответственных инвестиций или ESG-инвестиций. При этом розничные инвесторы не вовлечены в эту деятельность: более 80% из них либо не знают о концепции импакт-инвестирования, либо знакомы с ней лишь поверхностно. Однако наличие у розничных инвесторов значительных финансовых ресурсов позволяет рассматривать их в качестве потенциальных импакт-инвесторов.

Проведенный авторами анкетный опрос показал интерес розничных инвесторов участвовать в импакт-инвестировании. Однако большинство из них, рассматривая широкий перечень финансовых инструментов для инвестирования, проявляют выраженную осторожность в отношении суммы, срока и доходности вложений. С использованием методики локус-контроля и метода Уорда были выявлены латентные мотивы респондентов. Это позволило определить три укрупненных профиля розничных импакт-инвесторов, а также сформулировать направления воздействия на них для активизации участия в импакт-инвестировании.

В отсутствие таксономии импакт-проектов их идентификация для анализа практики реализации и финансирования проведена на основе совокупности предложенных критериев. Выборка составила 252 импакт-проекта, реализуемых в России, и 201 — за рубежом. Анализ зарубежного опыта показал, что основную долю импакт-инвесторов в экономически развитых странах составляют институциональные инвесторы, прежде всего специализированные фонды (импакт-фонды, социально ориентированные фонды, фонды фондов), в том числе с участием государства, частных инвесторов, банков. В развитых и развивающихся странах создаются финансовые институты, адаптированные под импакт-инвестиции (финансовые институты местного сообщества, специализированные банки и микрофинансовые организации); используются таргетированные инструменты финансирования импакт-проектов (гарантированные кредиты, соглашения о разделе дохода, возобновляемые гранты и др.); широко применяются меры государственной финансовой поддержки и стимулирования, непосредственно относящиеся к импакт-инвестициям (налоговые льготы в виде вычетов и отсрочки, льготные целевые кредиты, гранты, субсидии).

На основе проведенного исследования разработаны предложения по развитию рынка импакт-инвестиций в России, сгруппированные по двум направлениям: институциональному и финансовому.

В рамках институционального направления необходимо: определение и закрепление статуса импакт-инвестиций, их таксономии и верификации в нормативно-правовой базе; формирование централизованного реестра импакт-проектов с использованием платформенных решений; создание государственной инфраструктуры поддержки импакт-проектов; формирование информационно-коммуникационной среды для популяризации импакт-инвестиций в обществе.

Меры государственной финансовой поддержки должны применяться ко всем участникам рынка импакт-инвестиций: организациям, реализующим импакт-проекты (субсидии

и гранты, налоговые льготы); институциональным инвесторам, привлекающим капитал для финансирования импакт-проектов (регуляторные стимулы, программы субсидирования недополученных доходов); частным импакт-инвесторам (налоговые вычеты); розничным импакт-инвесторам (гарантии возврата инвестиций, освобождение доходов от налогообложения, снижение налоговой ставки на доходы, инвестиционный налоговый вычет, снижение порога доступности к ряду финансовых инструментов).

Список источников / References

1. Азизи Е. О., Азизи О. и др. Импакт-инвестиции: мировой опыт и особенности российского рынка // Фундаментальные исследования. 2022. № 3. С. 7–12. URL: https://fundamental-research.ru/article/view?id=43206. Azizi E.O., Azizi O. et al. (2022). Impact investments: world experience and features of the Russian market. *Fundamental Research*, 3, 7–12 (in Russ.). URL: https://fundamental-research.ru/article/view?id=43206.
2. Аксакова Н. В. Возможности и ограничения применения импакт-инвестиций // Вестник университета. 2024. № 4. С. 196–206. URL: https://vestnik.guu.ru/jour/article/view/5235. Aksakova N.V. (2024). Opportunities and limitations of impact investing. *Vestnik Universiteta*, 4, 196–206 (in Russ.). URL: https://vestnik.guu.ru/jour/article/view/5235.
3. Бондарь Д. П. Международная практика использования механизма импакт-инвестирования в интересах обеспечения устойчивого развития национальной экономики // Стратегия развития экономики Беларуси: вызовы, инструменты реализации и перспективы: [в 2 т.]. Минск: Право и экономика, 2023. Т. 1. С. 512–517. URL: https://economics.basnet.by/files/sbor2023_1.pdf?ysclid=msmtf9dtdk144886607. Bondar' D.P. (2023). International practice of using the impact investing mechanism to ensure sustainable development of the national economy. URL: https://economics.basnet.by/files/sbor2023_1.pdf?ysclid=msmtf9dtdk144886607.
4. Губернаторов А. М. Оценка влияния импакт-инвестиций на социально-экономическое развитие отраслей экономики России // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2025. № 7. С. 57–66. URL: https://s.vaael.ru/pdf/2025/7-1/4223.pdf. Gubernatorov A.M. (2025). Assessment of the impact of impact investments on the socio-economic development of sectors of the Russian economy. *Vestnik of the Altai Academy of Economics and Law*, 7, 57–66 (in Russ.). URL: https://s.vaael.ru/pdf/2025/7-1/4223.pdf.
5. Демочкина М. В. Проекты социального воздействия как инструмент укрепления экономики России // Конференциум АСОУ: сборник научных трудов и материалов научно-практических конференций. Вып. 2. М.: АСОУ, 2022. С. 255–260. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_49248087_23766915.pdf. Demochkina M.V. (2022). Social impact projects as a tool for strengthening the Russian economy. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_49248087_23766915.pdf.
6. Магомедова С. А., Мусаева С. Д. и др. К вопросу оценки социального воздействия программ и проектов на качество жизни благополучателей // Региональные проблемы преобразования экономики. 2023. № 11. С. 172–179. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_59930659_86122567.pdf. Magomedova S.A., Musaeva S.D. et al. (2023). On the issue of assessing the social impact of programs and projects on the quality of life of beneficiaries. *Regional Problems of Transforming the Economy*, 11, 172–179 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_59930659_86122567.pdf.
7. Миракян Д. Г. Проекты социального воздействия: перспективы развития в Российской Федерации // Мир новой экономики. 2020. Т. 14. № 2. С. 91–100. https://doi.org/10.26794/2220-6469-2020-14-2-91-100. Mirakyan D.G. (2020). Social impact projects: prospects for development in the Russian Federation. *The World of New Economy*, 14 (2), 91–100 (in Russ.). https://doi.org/10.26794/2220-6469-2020-14-2-91-100.
8. Райхельд Ф., Дарнелл Д. и др. Взаимная лояльность. Легендарная стратегия привлечения клиентов / пер. с англ. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2024. Reichheld F., Darnell D. et al. (2024). Winning on Purpose: The Unbeatable Strategy of Loving Customers. Moscow: Mann, Ivanov i Ferber (in Russ.). URL: https://www.litres.ru/book/fred-rayheld/vzaimnaya-loyalnost-legendarnaya-strategiya-iskrennego-privle-68969331/.
9. Святохо Н. В. К вопросу о сущности импакт-инвестирования в современных рыночных условиях // Фундаментальные исследования. 2024. № 10. С. 159–170. URL: https://fundamental-research.ru/article/view?id=43704. Svyatokho N.V. (2024). On the essence of impact investing in modern market conditions. *Fundamental Research*, 10, 159–170 (in Russ.). URL: https://fundamental-research.ru/article/view?id=43704.
10. Сигова М. В. Социально ответственные инвестиции и социальная инклюзивность российских компаний // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 5. С. 59–75. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-59-75. Sigova M.V. (2025). Socially responsible investments and social inclusiveness of Russian companies. *Financial Journal*, 17 (5), 59–75 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-59-75.
11. Щепакин М. Б., Хандамова Э. Ф. К проблеме обеспечения устойчивого развития экономики региона в контексте маркетингово-поведенческой адаптации бизнеса к новым экономическим реалиям // Экономика, предпринимательство и право. 2025. Т. 15. № 1. С. 573–598. URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=80404151. Shchepakin M.B., Khandamova E.F. (2025). On the problem of ensuring sustainable development of the regional economy in the context of marketing and behavioral adaptation of business to new economic

realities. *Journal of Economics, Entrepreneurship and Law*, 15 (1), 573–598 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/item.asp?id=80404151.
12. Gray H. (1983). New Directions in the Investment and Control of Pension Funds. Washington, DC: Investor Responsibility Research Center, 36–37. URL: https://openlibrary.org/works/OL5380664W/New_directions_in_the_investment_and_control_of_pension_funds.
13. Reichheld F.F. (2006). The Ultimate Question: Driving Good Profits and True Growth. Boston: Harvard Business School Press, 224. URL: https://archive.org/details/ultimatequestion00reic.
14. Richardson B.J. (2008). Socially Responsible Investment Law: Regulating the Unseen Polluters. *Oxford: Oxford University Press*. URL: https://www.nhbs.com/socially-responsible-investment-law-regulating-the-unseen-polluters-book.
15. Renneboog L., Ter Horst J. et al. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), 1723–1742. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039.
16. Heinz D.C., Velamuri V.K. (2024). Intentionality and Decision-Making in Impact Investing — Understanding Investment Motivation and Selection Criteria of Impact Investors. *Sustainability*, 16 (11), 4497. https://doi.org/10.3390/su16114497.
17. Siemroth C., Hornuf L. (2023). Why Do Retail Investors Pick Green Investments? A Lab-in-the-Field Experiment with Crowdfunders. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 209, 74–90. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2023.02.023.
18. Hansen S.E., Sigurjonsson T.O. (2024). Do impact investing opportunities exist in public equity? An empirical examination. *Journal of Governance and Regulation*, 13 (1), 84–94. https://doi.org/10.22495/jgrv13i1art8.

Информация об авторах

***Елена Борисовна Тютюкина**, доктор экономических наук, главный научный сотрудник Института финансово-промышленной политики Факультета экономики и бизнеса Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*
***Ольга Степановна Осипова**, доктор социологических наук, ведущий научный сотрудник Института финансово-промышленной политики Факультета экономики и бизнеса Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*
***Дарья Алексеевна Егорова**, кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник Института финансово-промышленной политики Факультета экономики и бизнеса Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*
***Элиф Юналовна Силпагар**, кандидат экономических наук, младший научный сотрудник Института финансово-промышленной политики Факультета экономики и бизнеса Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

Information about the authors

***Elena B. Tyutyukina**, Doctor of Economic Sciences, Chief Research Fellow, Institute of Financial and Industrial Policy, Faculty of Economics and Business, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow*
***Olga S. Osipova**, Doctor of Sociological Sciences, Leading Research Fellow, Institute of Financial and Industrial Policy, Faculty of Economics and Business, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow*
***Daria A. Egorova**, Candidate of Economic Sciences, Leading Research Fellow, Institute of Financial and Industrial Policy, Faculty of Economics and Business, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow*
***Elif Yu. Silpagar**, Candidate of Economic Sciences, Junior Research Fellow, Institute of Financial and Industrial Policy, Faculty of Economics and Business, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow*

Статья поступила в редакцию 05.03.2026
Одобрена после рецензирования 15.06.2026
Принята к публикации 31.07.2026

The article submitted March 5, 2026
Approved after reviewing June 15, 2026
Accepted for publication July 31, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-81-99

CC BY

Управление свободными остатками единого казначейского счета: необходимость универсального сервиса

Эли Абубакарович Исаев
E-mail: eaisaev@fa.ru, ORCID: 0000-0001-9261-121X
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Елена Алексеевна Федченко
E-mail: eafedchenko@fa.ru, ORCID: 0000-0002-4844-0991
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Любовь Васильевна Гусарова
E-mail: lvgusarova@fa.ru, ORCID: 0000-0001-8068-0357
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Юрий Сергеевич Рылов
E-mail: Ysrylov@fa.ru, ORCID: 0009-0008-4525-7244
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Дарья Викторовна Руднева
E-mail: dvrudneva@fa.ru, ORCID: 0000-0002-0564-7319
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация
Диляра Рамилевна Мутагирова
E-mail: drmutagirova@fa.ru, ORCID: 0009-0009-5141-6106
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
Введение. В условиях бюджетных ограничений и высокой волатильности экономической среды управление остатками на едином казначейском счете (ЕКС) становится не просто источником дополнительных доходов, но и критическим фактором финансовой устойчивости государства. Существующая система кэш-менеджмента в государственном секторе, доказав свою эффективность, сталкивается с институциональными и технологическими барьерами, сдерживающими ее дальнейшее развитие. Основная цель исследования — раскрыть архитектуру концепции «универсального сервиса» как эволюционного развития модели единого казначейского окна, направленного на преодоление этих барьеров.
Материалы и методы. Исследование базируется на системном подходе. Использованы методы критического и сравнительного анализа, обобщения практик управления ликвидностью, а также элементы экономико-математического моделирования для обоснования предлагаемых решений. Теоретической основой послужила адаптированная модель Баумоля — Тобина, дополненная принципами Федерального казначейства, Минфина России, а также результатами анализа региональных практик.
Результаты. Предложенная в исследовании архитектура концепции «универсального сервиса» стала логическим продолжением публикаций авторов: ранее была предложена модель единого

казначейского окна, направленная на решение ключевых проблем, ограничивающих эффективность кэш-менеджмента в государственном секторе. Архитектура «универсального сервиса» включает четыре основных модуля: единый портал данных, прогнозный модуль остатков ЕКС на базе ИИ, модуль оптимизации размещения и модуль цифрового риск-аудита. В отличие от существующих моделей, таких как модель Миллера — Орра, используемая для оптимизации остатков денежных средств, или традиционные модели казначейского исполнения бюджета, предложенный сервис предполагает адаптивную настройку для пользователей с разным уровнем цифровой зрелости.
Выводы. Предложенная архитектура «универсального сервиса» позволяет перейти от реактивного управления ликвидностью к проактивному, основанному на предиктивной аналитике и автоматизированном риск-менеджменте. За счет более точного прогнозирования единого казначейского счета и эффективного использования доступных финансовых инструментов реализация сервиса будет способствовать снижению кассовых разрывов, повышению прозрачности управления и генерации дополнительных доходов от размещения временно свободных средств. Дальнейшие исследования будут направлены на разработку алгоритмов для прогнозного модуля и оценку экономического эффекта от внедрения сервиса.

Ключевые слова: *временно свободные средства бюджета, кэш-менеджмент, управление ликвидностью в государственном секторе, универсальный сервис, единое казначейское окно, единый казначейский счет, прогнозирование*

JEL: *G17, H11, H12, H63*

Финансирование: *статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве Российской Федерации.*

Для цитирования: *Исаев Э. А., Федченко Е. А. и др. Управление свободными остатками единого казначейского счета: необходимость универсального сервиса // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 81–99. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-81-99.*

© Исаев Э. А., Федченко Е. А., Гусарова Л. В., Рылов С. Ю., Руднева Д. В., Мутагирова Д. Р., 2026

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-81-99

Managing Available Balances of the Single Treasury Account: The Need for Universal Service

Eli A. Isaev[1], ***Elena A. Fedchenko***[2], ***Lyubov V. Gusarova***[3], ***Yuriy S. Rylov***[4], ***Darya V. Rudneva***[5], ***Dilyara R. Mutagirova***[6]

[1–6] *Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation*

[1] *eaisaev@fa.ru, https://orcid.org/0000-0001-9261-121X*
[2] *eafedchenko@fa.ru, https://orcid.org/0000-0002-4844-0991*
[3] *lvgusarova@fa.ru, https://orcid.org/0000-0001-8068-0357*
[4] *Ysrylov@fa.ru, https://orcid.org/0009-0008-4525-7244*
[5] *dvrudneva@fa.ru, https://orcid.org/0000-0002-0564-7319*
[6] *drmutagirova @fa.ru, https://orcid.org/0009-0009-5141-6106*

Abstract
Introduction. In the context of budget constraints and a highly volatile economic environment, managing balances in the Single Treasury Account (STA) is becoming not just a source of additional revenue but also a critical factor in the state's financial stability. The existing state cash management system, having proven its effectiveness, faces institutional and technological barriers that hinder its further development. The main goal of this article is to explore the architecture of the "universal service" concept as an evolutionary development of the Single Treasury Window model, aimed at overcoming these barriers.
Materials and Methods. The study is based on a systems approach. Critical and comparative analysis, a generalization of liquidity management practices, and elements of economic and mathematical modeling were used to substantiate the proposed solutions. The theoretical basis was an adapted

Baumol-Tobin model, supplemented by principles of the Federal Treasury, the Russian Ministry of Finance, and an analysis of regional practices.
Results. The architecture of the universal service concept proposed in the study was a logical continuation of the authors' earlier publications, which proposed a Single Treasury Window model aimed at solving key problems that limit the effectiveness of state cash management. The architecture of the universal service includes four main modules: a single data portal, a forecast module for CEN balances based on AI, a placement optimization module and a digital risk audit module. Unlike existing models — such as the Miller-Orr model used to optimize cash balances or traditional treasury budget execution models — the proposed service involves adaptive customization for users with different levels of digital maturity.
Conclusions. The proposed universal service architecture makes it possible to move from reactive liquidity management to proactive, based on predictive analytics and automated risk management. The implementation of the service will help reduce cash gaps, increase the transparency of management and generate additional income from the placement of temporarily free funds due to more accurate forecasting of CEN and the effective use of available financial instruments. Further research will be aimed at developing algorithms for the forecast module and assessing the economic effect of the service implementation.

Keywords: *temporarily available budget funds, cash management, liquidity management in the public sector, universal service, single treasury window, single treasury account, forecasting*

JEL: *G17, H11, H12, H63*

Funding: *The article was prepared based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds under a state assignment from the Financial University.*

For citation: *Isaev E.A., Fedchenko E.A. et al. (2026). Managing Available Balances of the Single Treasury Account: The Need for Universal Service. Financial Journal, 18 (4), 81–99 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-81-99.*

© Isaev E.A., Fedchenko E.A., Gusarova L.V., Rylov S.Yu., Rudneva D.V., Mutagirova D.R., 2026

ВВЕДЕНИЕ

В условиях ограниченности ресурсов и нестабильности внешнеэкономической среды возрастает значимость эффективного управления ликвидностью в государственном секторе. Реализация единого казначейского счета (далее — ЕКС)[1] и системы казначейских платежей позволила консолидировать ресурсы всех бюджетов бюджетной системы Российской Федерации, предоставив публично-правовым образованиям инструмент оперативного управления средствами. На федеральном уровне размещение временно свободных средств осуществляет Федеральное казначейство, на уровне субъектов Российской Федерации — их финансовые органы.

Эффективность функционирования данного механизма подтверждается практикой. Так, управление остатками на ЕКС принесло бюджету около 1,5 трлн руб.[2, 3] дополнительных

[1] *Единый казначейский счет (ЕКС) — банковский счет (совокупность банковских счетов), открытый (открытых) Федеральному казначейству в Банке России в валюте Российской Федерации (в кредитных организациях — в иностранной валюте) для совершения переводов денежных средств в целях обеспечения осуществления и отражения операций на казначейских счетах, за исключением казначейских счетов для осуществления и отражения операций с денежными средствами Фонда национального благосостояния.*

[2] *Казначейство в 2025 году перевело в российский бюджет 1,5 трлн рублей // Коммерсантъ. 2025. URL: https://www.kommersant.ru/doc/8479091.*

[3] *Эксперт РА: Регионы заработали рекордные доходы от размещения средств на депозитах // Агентство экономической информации ПРАЙМ: [сайт]. 2025. URL: https://1prime.ru/20250528/regiony-857977527.html.*

доходов (2,9% налоговых и неналоговых доходов консолидированного бюджета Российской Федерации), став важнейшим фактором его финансовой устойчивости.

Однако действующая система управления ликвидностью, основанная на жесткой вертикальной централизации через Федеральное казначейство либо на самостоятельном размещении средств субъектами Российской Федерации, сопряжена с существенными системными ограничениями. Анализ практики показывает тенденцию к сокращению числа субъектов РФ, допущенных к самостоятельному размещению средств: по состоянию на 2026 г. подавляющее большинство регионов (72 из 89) делегировали данные полномочия на федеральный уровень. Подобный дисбаланс генерирует риски снижения точности прогнозирования региональных кассовых потоков, усугубляемые фрагментацией информационных систем («АЦК-Финансы», «БАРС», казначейские модули 1С) и, как следствие, неоптимальным распределением ликвидности между уровнями бюджетной системы.

Цель исследования — обоснование концепции *универсального сервиса* управления ликвидностью в государственном секторе, способствующего развитию модели единого казначейского окна, ранее обоснованной авторами в статье [Исаев, Гусарова и др., 2026]. В отличие от предшествующих работ, фокусирующихся преимущественно на концептуальных принципах трансформации кэш-менеджмента в государственном секторе, настоящее исследование направлено на формирование целевой архитектуры сервиса и формализацию требований к его функциональным модулям.

МАТЕРИАЛЫ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Исследование показало, что институциональная модель управления ликвидностью может иметь различные формы. В зарубежной практике успешно применяется передача полномочий по управлению ликвидностью специализированным агентствам. Наиболее показательным примером является французская модель Agence France Trésor (AFT) — автономное агентство, подотчетное Министерству экономики и финансов, которое управляет кассовыми остатками бюджетных средств и суверенным долгом, действуя как единый «фронт-офис» на финансовых рынках.

В России подобная идея обсуждалась более десяти лет назад в контексте создания ОАО «Российское финансовое агентство» (2012–2013 гг.), целью которого была консолидация функций управления в рамках единого института. Однако риски коммерциализации и регуляторной непрозрачности, заложенные в основу ОАО «Российское финансовое агентство», привели к отклонению соответствующего законопроекта, а функции по управлению ликвидностью с 2008 г. были переданы Федеральному казначейству в соответствии со ст. 236 БК РФ[4] и постановлением Правительства Российской Федерации от 29.03.2008 № 127[5].

По мнению авторов, подобные институциональные альтернативы заслуживают глубокого ретроспективного анализа в рамках отдельного исследования. Однако в условиях сложившейся институциональной среды и реализуемой стратегии цифровой трансформации государственного сектора действующая модель управления бюджетной ликвидностью представляется наиболее оптимальной, поскольку ее модернизация не требует радикальной реорганизации казначейской системы исполнения бюджетов. Нормативно-правовой фундамент этой системы стабилен: базовые полномочия по управлению ликвидностью ЕКС закреплены положением о Федеральном казначействе, утвержденным постановлением

---

[4] *Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ.*

[5] *Постановление Правительства Российской Федерации от 29.03.2008 № 227 «О порядке размещения средств федерального бюджета на банковские депозиты» (документ утратил силу).*

Правительства Российской Федерации от 01.12.2004 № 703. В этой связи предложение *универсального сервиса* рассматривается как ИТ-расширение действующей системы, направленное на преодоление технологической разобщенности.

Методологическую основу исследования составляет системный подход, позволяющий трактовать управление ликвидностью в государственном секторе не как совокупность изолированных операций, а как сложную динамическую систему, интегрированную в бюджетный процесс. В исследовании использованы методы критического и сравнительного анализа для оценки текущих подходов к управлению остатками ЕКС, а также методы обобщения и классификации для систематизации выявленных проблем и лучших практик кэш-менеджмента.

Теоретической базой послужила модифицированная модель Баумоля — Тобина[6], адаптированная к условиям государственного сектора с учетом специфики межбюджетных отношений. В классическом виде модель определяет оптимальный остаток денежных средств в зависимости от трансакционных издержек и альтернативной доходности. Цель модели заключается в том, чтобы найти такой оптимальный остаток средств, при котором сумма влияния обоих факторов будет минимальной. В контексте кэш-менеджмента в государственном секторе данная модель трансформируется в задачу балансировки между поддержанием ликвидности для исполнения обязательств и размещением свободных средств для получения дохода с учетом особенностей бюджетного процесса.

В своей базовой форме модель Баумоля — Тобина предлагает расчет оптимального объема денежных средств, наглядно демонстрирует зависимость уровня ликвидности от трансакционных издержек и объемов расходов (формула 1). В контексте государственного сектора данная математическая логика объясняет объективные причины централизации кэш-менеджмента.

$$C = \sqrt{\frac{2FT}{i}}, \quad (1)$$

где C — оптимальная сумма денежных средств, на которую пополняется остаток, или сумма, изымаемая из инвестиций;
F — фиксированные трансакционные издержки на одну операцию;
T — общая потребность в денежных средствах, необходимых для поддержания текущих операций (например, годовой объем расходов);
i — ставка альтернативной доходности (процентная ставка краткосрочных рыночных ценных бумаг).

Адаптация классической модели Баумоля — Тобина к специфике ЕКС требует следующей корректировки переменных:
C — оптимальный объем временно свободных средств ЕКС, направляемый на размещение;
F — постоянные затраты на одну операцию по размещению (комиссия депозитария, затраты на проведение аукциона по размещению, внутренние операционные расходы);
T — плановый объем кассовых расходов бюджета за период (например, квартал, год);
i — доходность доступных для ЕКС краткосрочных финансовых инструментов (например, ставка по депозитам ЦБ РФ, доходность ОФЗ с погашением до одного года, ставка overnight на межбанковском рынке).

Применение формулы 1 в чистом виде возможно только при идеальных условиях. В этой связи для ЕКС, функционирующего в условиях неравномерности поступлений и выплат денежных средств, формулу 1 целесообразно дополнить следующими элементами.

---

[6] *Концепция Баумоля — Тобина — экономическая модель трансакционного спроса на деньги, разработанная независимо Уильямом Баумолем (1952) и Джеймсом Тобином (1956).*

1. Для учета неравномерности расходов необходимо ввести коэффициент сезонности (k), корректируя T на пиковые нагрузки:

$$Tскорр = T(1 + \sigma), \quad (2)$$

где σ — коэффициент вариации месячных расходов.

2. Если на ЕКС хранятся остатки, которые нельзя размещать (неснижаемый остаток), формула модифицируется:

$$Смод = \sqrt{\frac{2F(T-R)}{i-c}}, \quad (3)$$

где R — минимальный гарантированный (неснижаемый) остаток ЕКС для покрытия непредвиденных платежей;
c — стоимость привлечения средств на ЕКС (например, ставка по кредитам казначейства); если i ≤ c — размещение невыгодно.

3. Для ЕКС в иностранной валюте или при высокой инфляции ставку i используют реальную (номинальную минус инфляция).

4. Так как для размещения остатков ЕКС доступны финансовые инструменты с различными сроками и доходностями, вместо i следует использовать взвешенную доходность портфеля, а вместо F — средние затраты по всем инструментам.

Вместе с тем международный опыт подтверждает практическую ценность данного математического аппарата при условии его модификации. Так, релевантный опыт Китая [Chen Jianqi, Zhang Yuan, 2017] показывает, что расширение модели Баумоля — Тобина для управления казначейскими остатками в государственном секторе позволило оценить масштаб «омертвленных» средств (триллион юаней в год) и потери от упущенной выгоды, которые в среднем составляют ежегодно более 10 млрд юаней. Для российской практики этот опыт доказывает необходимость создания сквозных технологических платформ, способных собирать разрозненные данные и рассчитывать ликвидность в режиме реального времени.

Следует заметить, что расширенная модель Баумоля — Тобина не применяется в российской практике кэш-менеджмента государственного сектора в качестве официально утвержденной методики. Управление остатками ЕКС осуществляется в рамках детального кассового планирования и нормативно закрепленных процедур размещения средств. На наш взгляд, принятие решения о параметрах размещения остатков ЕКС на основе строгой математической формулы, подобной модели Баумоля — Тобина, может стать аналитическим инструментом, способствующим решению фундаментальной задачи кэш-менеджмента в государственном секторе: найти экономически обоснованный баланс между поддержанием ликвидности для выполнения текущих обязательств и эффективным использованием временно свободных средств в целях получения дополнительного дохода или снижения стоимости государственных заимствований при необходимости покрытия кассовых разрывов.

Данный инструмент может быть гармонично встроен в интегрированную модель единого казначейского окна в качестве *универсального сервиса* для проведения операций по управлению свободными остатками ЕКС. Для построения модели *универсального сервиса* использовались принципы сервисно ориентированной архитектуры (SOA) и событийно ориентированного подхода (event-driven), что позволяет обеспечить гибкость, масштабируемость и интеграцию с существующими государственными информационными системами (ГИИС «Электронный бюджет», ГАС «Управление», ГИС «ГМП» и др.). Внедрение такого подхода позволяет преодолеть фрагментацию региональных платформ («АЦК-Финансы», «БАРС», казначейские модули 1С) без радикальных изменений.

Информационную базу исследования составили данные Федерального казначейства о доходах от управления ликвидностью в 2008–2025 гг., отчеты об исполнении бюджетов субъектов РФ, а также результаты анализа нормативно-правовой базы, регулирующей размещение временно свободных средств.

Анализ научной литературы по теме исследования позволил сделать вывод об отсутствии работ, посвященных построению *универсального сервиса* для реализации кэш-менеджмента в государственном секторе. Среди наиболее близких к теме настоящего исследования трудов можно выделить несколько публикаций. В статье [Лапина, Завьялов и др., 2022] рассматриваются проблемы управления ликвидностью в государственном секторе с позиции целесообразности создания единой эффективной системы. Авторы исследований [Прокофьев, 2014; Шубина, 2017] изучали управление бюджетными средствами в парадигме, предложенной в классическом труде экономиста Р. Масгрейва [Musgrave, 1959], и определили, что бюджетные доходы и расходы — это непрерывный денежный поток, одновременно исследуя возможности оптимизации его параметров. Значимая роль в управлении ликвидностью отводится казначейским технологиям [Коробова, 2021] и процессам цифровизации [Зеленева, 2023; Харченко, 2024], что открывает новые возможности для повышения точности прогнозирования остатков ЕКС. Новые методы ИИ-прогнозирования на основе дискретного вейвлет-преобразования предложили ученые Финансового университета [Караев, Бельников и др., 2026]. Метод является альтернативным применяемому Минфином России для прогнозирования доходов бюджета (метод SARMA/SARIMA). Полученные авторами результаты доказали возможность доведения точности классических методов краткосрочного прогнозирования до 96–99%. В настоящее время ведутся исследования по адаптации данного метода к модели единого казначейского окна. Несомненно, это будет способствовать росту эффективности и результативности операций по управлению ликвидностью в государственном секторе.

Из зарубежных публикаций наибольший интерес вызывают научные работы, посвященные вопросам использования возможностей цифровизации и искусственного интеллекта в управлении бюджетными средствами и оптимизации расходов бюджета [Polak, Nelischer et al., 2020; Abu Bakkar Siddik, Yong Li et al., 2025; Aldasoro, Gambacorta et al., 2024; Ridwan, Hassan et al., 2026]. Особого внимания заслуживают исследования, посвященные возможностям и синергетическим эффектам распространения ИИ, облачных вычислений и блокчейна в финансах [Wenhui Ma, Kai-Hua Wang et al., 2025; Kazar, 2024]. Авторы обосновывают необходимость использования различных моделей машинного обучения для прогнозирования и оптимизации денежных потоков, что соотносится с нашими выводами о целесообразности создания *универсального сервиса* управления ликвидностью в государственном секторе — единого казначейского окна на основе передовых цифровых технологий.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Управление свободными средствами бюджета: текущее состояние

Федеральное казначейство осуществляет функции по управлению временно свободными остатками средств бюджета с 2008 г. Переломным моментом, изменившим подходы к размещению средств бюджета (ранее не допускавшему их присутствия на финансовых рынках), стал кризис 2008 г., вызвавший острую нехватку ликвидности в коммерческих банках. В сложившихся тогда условиях было предложено размещать незадействованные средства бюджета на банковских депозитах на рыночных, но строго регламентированных условиях. Эта инициатива, поддержанная Минфином России, была утверждена постановлением Правительства Российской Федерации от 29.03.2008 № 227. Основной

целью внедрения механизма бюджетных депозитов являлось не получение дополнительного дохода федерального бюджета, а предоставление банкам инструмента ликвидности и стабилизация денежной системы. С этого момента началось формирование системы управления остатками средств на едином счете федерального бюджета (ЕСФБ). Примечательно, что для федерального уровня такая практика была новой, тогда как субъекты РФ уже активно пользовались правом размещения депозитов, закрепленным в ст. 236 БК РФ[7]. Уже в 2004 г. состоялось первое размещение временно свободных средств бюджета Санкт-Петербурга на банковские депозиты, а с 2005 г. город стал первым субъектом РФ, приступившим к размещению средств регионального бюджета на банковские депозиты на регулярной основе. Эти депозитные аукционы проходили с использованием торговой системы акционерного общества «Санкт-Петербургская валютная биржа»[8].

В настоящее время в соответствии с требованиями ст. 236 Бюджетного кодекса РФ к размещению бюджетных средств допускаются субъекты РФ, в бюджетах которых расчетная доля межбюджетных трансфертов из федерального бюджета (за исключением субвенций) в течение двух из трех последних отчетных финансовых лет не превышала 20% объема собственных доходов консолидированного бюджета субъекта РФ. Со временем круг регионов, самостоятельно осуществляющих операции по управлению бюджетными средствами, значительно расширился, однако в последние годы число таких регионов имеет тенденцию к уменьшению (рис. 1).

Рисунок 1

Количество субъектов Российской Федерации, допущенных к размещению бюджетных средств в 2016–2025 гг.

Источник: рисунок авторов по данным приказов Министерства финансов Российской Федерации об утверждении перечней субъектов Российской Федерации в соответствии с положениями п. 5 ст. 130 Бюджетного кодекса Российской Федерации за 2015–2025 гг.

Основной причиной такого снижения стало внедрение в 2021 г. «большого» ЕКС и переход на систему казначейских платежей. При этом существовавшие ранее единые счета региональных бюджетов, функционировавшие как отдельные банковские счета, были закрыты. Им на смену пришли единые счета бюджетов субъектов РФ, получившие статус казначейских и представляющие лицевые счета, открытые в Федеральном казначействе. Остатки всех казначейских счетов оказались консолидированы на ЕКС, открытом Федеральному казначейству в Банке России. Некоторые субъекты РФ взяли курс на максимально полное самостоятельное размещение остатков средств на едином счете

[7] *Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 № 145-ФЗ.*

[8] *Санкт-Петербург представил уникальный опыт управления бюджетной ликвидностью. URL: https://fincom.gov.spb.ru/committees/news?itemId=2415.*

и смогли выстроить систему управления остатками средств на единых счетах своих бюджетов, позволившую наиболее эффективно минимизировать размер остатков средств (табл. 1).

Таблица 1

Субъекты Российской Федерации, обеспечившие максимально высокую долю доходов от самостоятельного размещения остатков средств на едином счете бюджета по итогам 2024 г.

№ п/п	Наименование субъекта РФ	Доходы от размещения временно свободных средств бюджетов субъектов РФ (млрд руб.)	Доходы от операций по управлению остатками средств на ЕКС, зачисляемые Федеральным казначейством в бюджеты субъектов РФ (млрд руб.)	Общая сумма доходов от размещения временно свободных средств, поступившая в бюджеты субъектов РФ (млрд руб.) (гр. 2 + гр. 3)	Доля доходов от самостоятельного размещения временно свободных средств в общем объеме доходов от размещения средств (%) (гр. 2 / гр. 4)
	1	2	3	4	5
1	Санкт-Петербург	58,061	0,486	58,547	99,2
2	Москва	204,022	2,403	206,425	98,8
3	Ленинградская область	13,745	0,3	14,045	97,9
4	Свердловская область	17,819	0,823	18,642	95,6
5	Республика Татарстан	19,738	2,543	22,284	88,6
6	Красноярский край	13,364	2,694	16,058	83,2
7	ЯНАО	11,802	4,328	16,130	73,2

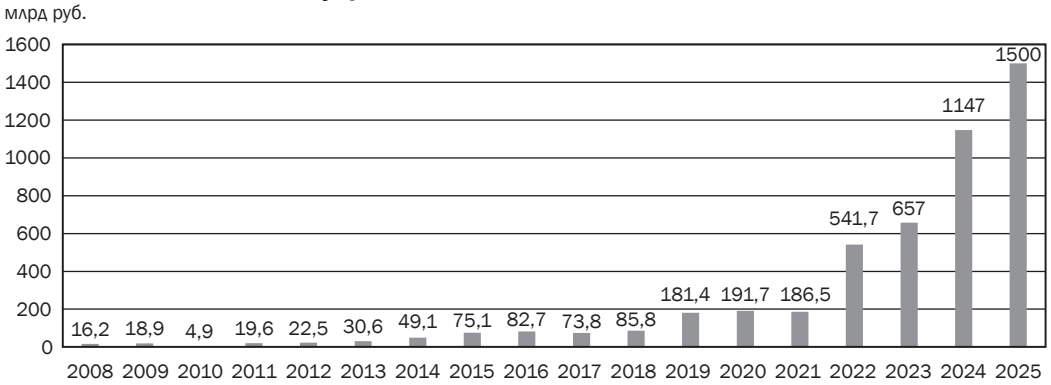
Источник: составлено авторами по данным нормативно-правовых актов об исполнении региональных бюджетов за 2024 г.

Как видим, у таких регионов, как Санкт-Петербург, Москва и Ленинградская область, доля доходов, полученных от самостоятельного размещения средств, в общей структуре доходов от размещения временно свободных средств, поступивших в бюджеты субъектов РФ, превышает 97%. Данные регионы практически полностью размещают собственные средства, что объясняет достаточно высокий уровень развития прогнозирования и управления остатками на единых счетах бюджетов этих регионов. Другие субъекты РФ исходят из того, что минимизация остатков на едином счете бюджета не является самоцелью, и сочетают оба представленных подхода, при которых финансовые органы осуществляют самостоятельное размещение денежных средств, в случае если рыночная конъюнктура позволяет это сделать на достаточно привлекательных условиях. Оставшиеся на единых счетах бюджетов регионов неиспользованные средства размещаются Федеральным казначейством в общем порядке.

Для осуществления полномочий по управлению остатком единого казначейского счета Федеральное казначейство использует широкий набор рыночных инструментов, а также развитую систему риск-менеджмента, позволяющую минимизировать рыночные риски и обеспечить своевременность и полноту возврата размещенных средств и начисленных процентов по ним. Реализация данных полномочий осуществляется Межрегиональным управлением Федерального казначейства в сфере управления ликвидностью (далее — МУФК СУЛ). Эволюция данного механизма за прошедшие девятнадцать лет носит экспоненциальный характер: если в 2008 г. объем полученных доходов составлял 16,2 млрд руб., то к исходу 2025 г. этот показатель достиг 1500 млрд руб., что подтверждает институциональную зрелость кэш-менеджмента в государственном секторе (рис. 2).

Рисунок 2

Доходы от управления ликвидностью за 2008–2025 гг.



Источник: рисунок авторов по данным МУФК СУЛ. URL: https://roskazna.gov.ru/finansovye-operacii/razmeshchenie-sredstv-edinogo-kaznachejskogo-scheta/informaciya-ob-obeme-sredstv-poluchennyh-ot-razmeshcheniya-vremenno-svobodnyh-sredstv-edinogo-kaznachejskogo-scheta/informatsiya-ob-ob-eme-sredstv-poluchennyh-ot-razmeshcheniya-vremenno-svobodnyh-sredstv-edinogo-kaznacheyskogo-scheta.

Доходы, полученные Федеральным казначейством от управления остатками средств ЕКС, подлежат распределению и ежемесячно зачисляются в федеральный бюджет, в бюджеты субъектов РФ, в бюджеты федеральных территорий, а также на лицевые счета организаций, определяемых Правительством РФ. Для определения суммы средств к перечислению на ежедневной основе определяется расчетный остаток каждого бюджета на ЕКС и рассчитывается его доля в сумме расчетных остатков на всех казначейских счетах, участвующих в расчетах, в порядке, установленном Правительством РФ[9]. По окончании отчетного периода общий объем поступивших за это время доходов распределяется в каждый из бюджетов пропорционально рассчитанной для него доле. В случае предоставления субъекту РФ бюджетного кредита на пополнение остатка средств на едином счете бюджета сумма кредита не учитывается при расчете остатка средств бюджета.

Эффективность функционирования данного механизма подтверждается статистическими данными. Так, совокупный объем средств, перечисленных Федеральным казначейством в бюджеты субъектов РФ, по итогам размещения временно свободных средств ЕКС в 2025 г. достиг 1499,7 млрд руб., превысив показатель 2024 г. в 1,36 раза. Общий объем доходов, перечисленный в бюджеты с 2021 по 2025 г., составил 3801,55 млрд руб. При этом темп роста доходов федерального бюджета в 2025 г. по отношению к 2021 г. составил 12,4%, в то время как по региональным бюджетам аналогичный прирост зафиксирован на уровне 8,8%[10].

Набор финансовых инструментов Федерального казначейства по управлению ликвидностью, помимо банковских депозитов, включает операции РЕПО (не на организованных торгах), депозиты и РЕПО с центральным контрагентом, а также банковские счета до востребования. Основным инструментом размещения средств являются банковские депозиты,

---

[9] *Постановление Правительства РФ от 11.07.2020 № 1020 «О порядке и случаях зачисления средств, полученных от размещения временно свободных средств единого казначейского счета, а также начисления дохода на остатки средств, отраженных на лицевых счетах организаций, определенных Правительством Российской Федерации, за счет таких средств».*

[10] *Проект итогового доклада о результатах деятельности Федерального казначейства за 2025 г. URL: https://os.roskazna.gov.ru/api/documents/documents/d87b7283-419b-4185-a0ac-745990ccc8f7/020f52b8-c38a-42e1-a66b-34eaa570029d-Итоговый%20доклад_2025.pdf?download=1.*

на которые ежегодно приходится более 60% от общего объема полученных доходов. Кроме того, начиная с 2014 г. для поддержки субъектов РФ применяется инструмент бюджетных кредитов на пополнение остатка средств на единых счетах бюджетов, получаемых регионами из федерального бюджета по ставке 0,1% годовых. Это дает возможность проведения более активной политики по управлению ликвидностью на региональном уровне и использования бюджетных кредитов в случае возможных кассовых разрывов. С целью регулирования данного вопроса начиная с 2025 г. регионы, получившие бюджетные кредиты из федерального бюджета (за исключением бюджетных кредитов на финансовое обеспечение реализации инфраструктурных проектов, специальных казначейских кредитов и случаев реструктуризации обязательств (задолженности) по бюджетным кредитам), могут размещать бюджетные средства на банковских депозитах на срок не более чем один месяц, а не на двенадцать месяцев, как ранее. Таким образом, Казначейство России выступает крупнейшим участником (инвестором) денежного рынка, обеспечивая значительные суммы дополнительных доходов от размещения временно свободных средств ЕКС в федеральный и региональные бюджеты. При этом 72 субъекта Российской Федерации полностью делегировали Федеральному казначейству полномочия по управлению ликвидностью в государственном секторе.

Вместе с тем дальнейшее развитие кэш-менеджмента в государственном секторе сталкивается с рядом ограничений, систематизация которых позволила авторам в качестве ключевых выделить институционально-технологическую фрагментацию и недостаточную точность прогнозирования[11]. Разнородность учетных систем на региональном уровне («АЦК-Финансы», «Барс», 1С) и их слабая интеграция с государственными информационными системами не позволяет консолидировать данные в реальном времени, что создает барьеры для межбюджетного взаимодействия и оперативного управления ликвидностью. Кассовые планы регионов имеют высокий процент отклонений фактических показателей от плановых из-за устаревших методик и дефицита аналитических инструментов. Это приводит к систематическим кассовым разрывам, избыточным остаткам или, напротив, дефициту средств, увеличивая зависимость от краткосрочных заимствований. Дополнительным институциональным фактором является региональная асимметрия, когда низкий уровень цифровой зрелости и дефицит кадровых компетенций замедляют внедрение инноваций.

Следует выделить также недостаточную прозрачность и подотчетность региональных бюджетов, пробелы в контроле использования ими бюджетных средств [Седова, Воронцов, 2023], что ведет к нерациональному расходованию или избыточному резервированию и, как следствие, к «висящим» остаткам или кассовым разрывам. Отсутствие единой методики оценки эффективности лишает органы государственной власти объективного инструмента мониторинга и обоснования мероприятий по совершенствованию системы кэш-менеджмента. В свою очередь централизованное управление ликвидностью в условиях цифровизации актуализирует задачу обеспечения кибербезопасности и защиты финансово-информационной инфраструктуры.

Разрозненные меры не способны преодолеть указанные системные ограничения. Решение проблемы видится в создании *универсального сервиса*, который должен стать не просто технологической платформой, а комплексным организационно-функциональным механизмом, обеспечивающим сквозную интеграцию данных, применение предиктивного моделирования на основе ИИ и Big Data, единые стандарты планирования и риск-менеджмента. Это позволит перейти от реактивной модели к проактивному управлению, снизить кассовые расходы, повысить финансовую устойчивость бюджетов

---

[11] *Отчет о промежуточном этапе фундаментальной научно-исследовательской работы «Теория и методология кэш-менеджмента в государственном секторе» (государственное задание 2025 г., утвержденное заместителем Председателя Правительства Российской Федерации 26.12.2024 за № ДЧ-П8-45984).*

и минимизировать операционные риски, создав основу для объективной оценки эффективности системы кэш-менеджмента в государственном секторе.

Архитектура универсального сервиса управления бюджетной ликвидностью

Отечественная система кэш-менеджмента обладает необходимым набором элементов, обеспечивающих успешную реализацию Федеральным казначейством полномочий по управлению ликвидностью в государственном секторе.

1. Прогнозирование остатка средств и оценка состояния ЕКС на предмет сопоставимости имеющихся средств и обязательств (их недостатка или избытка), которое осуществляется по составлению и ведению кассовых планов исполнения бюджетов на текущий год в разрезе месяцев и на текущий месяц в разрезе рабочих дней[12].

2. Система казначейских платежей[13], внедрение которой в систему казначейского обслуживания бюджетов в 2021 г. предоставила новые перспективы для увеличения доходов от управления остатками средств на ЕКС и предопределила необходимость прогнозирования движения денежных средств на ЕКС. Кроме того, внедрение СКП невозможно без API-интеграции[14] с банками, которая позволяет получать данные об остатках счетов в режиме реального времени.

3. Набор финансовых инструментов, используемых для размещения временно свободных остатков средств бюджета как на организованном, так и на неорганизованном рынке[15].

4. Современная интегрированная платформа, объединяющая функции бюджетирования, казначейского обслуживания, бухгалтерского учета и отчетности (ГИИС «Электронный бюджет).

Вместе с тем активная цифровизация государственного управления и казначейских технологий, а также необходимость решения системных проблем кэш-менеджмента обосновывают целесообразность создания *универсального сервиса*, который бы объединил современные инструменты управления ликвидностью в государственном секторе, включая предиктивные методики оценки рисков и прогнозирования остатков ЕКС (в том числе на базе ИИ). Эмпирическая модель такого сервиса была ранее представлена авторами в исследовании [Исаев, Гусарова и др., 2026]. Модель предусматривает электронный документооборот и доступ к внешним источникам информации, что дает возможность оперативно администрировать ресурсы и представлять отчетность. Система может взаимодействовать с другими сервисами через API на основе принципов event-driven (событийно ориентированная архитектура) и service-oriented (сервисно ориентированная архитектура) с применением модели Data Management Capability Assessment Model[16], разработанной советом Enterprise Data Management, что создает предпосылки для раскрытия архитектуры данного сервиса, включающего четыре функциональных модуля.

---

[12] *Для федерального бюджета кассовый план составляет и ведет Федеральное казначейство в соответствии с приказом Минфина России от 09.12.2013 № 117н. В отношении других бюджетов бюджетной системы Российской Федерации кассовые планы составляются и ведутся соответствующими финансовыми органами и органами управления государственными внебюджетными фондами.*

[13] *В соответствии с гл. 24.2 Бюджетного кодекса Российской Федерации (введена Федеральным законом РФ от 27.12.2019 № 479-ФЗ) система казначейских платежей (СКП) — это совокупность участников и оператора системы казначейских платежей, взаимодействующих по правилам, установленным Минфином России совместно с Банком России. Оператором СКП является Федеральное казначейство.*

[14] *API (Application Programming Interface — программный интерфейс приложения) — набор способов и правил, по которым различные программы общаются между собой и обмениваются данными.*

[15] *В настоящее время участниками операций Федерального казначейства в сфере управления бюджетной ликвидностью являются Московская и Санкт-Петербургская биржи, Национальный расчетный депозитарий и Национальный клиринговый центр, кредитные и международные финансовые организации.*

[16] *Модель оценки возможностей управления данными — глобальный стандарт для управления данными с целью повышения стратегической ценности.*

Модуль 1. Единый портал данных и мониторинга

Модуль обеспечивает сбор, консолидацию и визуализацию данных о движении средств на ЕКС в режиме, близком к реальному времени. В отличие от существующих разрозненных систем, портал агрегирует информацию по казначейским счетам, включая региональные и муниципальные, формируя единую картину ликвидности в государственном секторе. Технически это реализуется через унифицированные API-интерфейсы с банками и казначейскими системами. Модуль решает проблему фрагментации информационной инфраструктуры, предоставляя уполномоченным пользователям доступ к консолидированной информации через:

1) API-интеграцию с банками и казначейскими системами для получения данных об остатках на счетах без задержек и ручного ввода;

2) обеспечение интеграции с различными учетными системами при помощи унифицированных интерфейсов и адаптеров;

3) ролевую модель доступа: активную (для регионов-лидеров) — посредством расширенного аналитического доступа с возможностью построения пользовательских отчетов, доступом к API для выгрузки данных в собственные аналитические системы региона; пассивную (для остальных пользователей) — с доступом только к сводным данным и базовым графикам;

4) визуализацию данных в режиме дашбордов[17] с отображением ключевых индикаторов (текущего и прогнозируемого остатка, отклонения от плана, риска кассового разрыва);

5) хранение исторических данных с глубиной не менее 5 лет для обучения прогнозных моделей.

Модуль 2. Прогнозирование остатков ЕКС на базе искусственного интеллекта

Использует гибридные алгоритмы машинного обучения для прогнозирования ежедневных кассовых поступлений и выплат. Учитывает налоговый календарь и сезонность поступлений, макроэкономические индикаторы (ключевую ставку, уровень инфляции, курс национальной валюты), исторические данные по остаткам ЕКС глубиной 3–5 лет, данные о крупных планируемых расходах и сроках их осуществления.

Обеспечение высокой точности прогнозирования в текущих условиях не представляется возможным без внедрения в практику управления ликвидностью в государственном секторе инструментов ИИ-прогнозирования. Отметим, что возможность использования технологий искусственного интеллекта пока только рассматривается Федеральным казначейством для прогнозирования кассовых поступлений и выплат. Однако имеющийся мировой опыт — в США, Венгрии, Турции и других странах[18] — подтверждает возможность обеспечения высокой точности прогнозирования на основе использования эконометрических моделей, методов сценарного моделирования и комбинированных подходов. Реализация данного предложения позволит Казначейству России осуществлять концепцию нулевого остатка (Zero Balance Account)[19] и оперативно управлять совокупным объемом ликвидности. Кроме того, внедрение ИИ в прогнозирование ликвидности является приоритетным направлением развития казначейских систем в странах PEMPAL[20] на период 2026–2030 гг.

---

[17] *Дашборд (dashboard) — интерактивная аналитическая панель, на которой представлены ключевые показатели из разных источников.*

[18] *ЕКС и управление ликвидностью в странах PEMPAL: Отчет по итогам опроса Казначейского сообщества 2021 г. / Казначейское сообщество PEMPAL. 2021. 50 с.*

[19] *План деятельности Федерального казначейства на 2024 год и плановый период 2025–2029 годов (утв. Минфином России) предполагает достижение к 2027 г. состояния «условного нуля» свободного остатка ЕКС. URL: https://old-fk.roskazna.gov.ru/upload/iblock/1f8/Obnovlennaya-redaktsiya-PD-FK-2024_2029_04.03.2025.pdf.*

[20] *PEMPAL (Public Expenditure Management Peer Assisted Learning) — международная сеть для содействия обмену профессиональным опытом и знаниями в области управления гос. финансами.*

Технически модуль представляет комплекс нейросетевых моделей (LSTM[21], трансформеры[22]) и моделей временны́х рядов (SARIMA[23], Prophet[24]), совместное использование которых позволяет достичь минимальной ошибки прогнозирования. Входными данными для обучения моделей являются: ежедневные данные об остатках, поступлениях и выплатах по ЕКС за последние 5–10 лет; данные налогового календаря (сроки уплаты НДС, налога на прибыль, акцизов и т. д.); макроэкономические индикаторы (ключевая ставка ЦБ РФ, курс рубля, уровень инфляции). Активные пользователи могут задавать сценарии и параметры модели, подгружать дополнительные данные. Для пассивных пользователей прогноз формируется автоматически и представляется в виде рекомендации.

Точность прогноза оценивается с использованием следующих метрик: MAE (Mean Absolute Error) — средняя абсолютная ошибка; MAPE (Mean Absolute Percentage Error) — средняя абсолютная процентная ошибка; RMSE (Root Mean Square Error) — среднеквадратическая ошибка.

Целевым ориентиром для внедрения ИИ-прогнозирования является достижение MAPE < 5% для краткосрочного прогноза (1–5 дней) и MAPE < 10% для среднесрочного прогноза (до 30 дней).

Модуль 3. Модуль оптимизации и принятия решений

На основе прогнозных данных и заданных параметров реализуется решение многокритериальной оптимизационной задачи, направленной на максимизацию доходности размещения или минимизации стоимости поддержания ликвидности (в случае прогнозируемого дефицита). Ключевыми параметрами оптимизационной модели являются следующие.

1. Целевая функция (максимизация дохода).

$$\mathrm{Dmax} = \sum_{i=1}^{n} (\mathrm{Ri} \times \mathrm{Pi} \times \mathrm{ti}) - \sum_{j=1}^{m} (\mathrm{Lj} \times \mathrm{Cj} \times \mathrm{tj}), \quad (4)$$

где Ri — объем средств, размещаемых в инструмент i;
Pi — доходность инструмента i (депозит, РЕПО и др.);
ti — срок размещения;
Lj — объем привлекаемых средств (например, бюджетный кредит) по инструменту j;
Cj — стоимость привлечения инструмента j;
tj — срок привлечения.

2. Ограничения:

— объем размещения не может превышать прогнозируемый свободный остаток (Sпрогноз) за вычетом необходимого буфера ликвидности (B): $\sum \mathrm{Ri} \leq \mathrm{S}_{\text{прогноз}} - \mathrm{B}$;

— буфер ликвидности должен покрывать краткосрочную волатильность остатка $\mathrm{B} \geq \sigma \times \sqrt{\mathrm{t}}$;

— соблюдение установленных лимитов и ограничений (ст. 236 БК РФ).

Отметим, что модель формирует рекомендации по оптимальному портфелю инструментов (депозиты, РЕПО) и срокам размещения. Оценка приоритетности финансовых инструментов может осуществляться на основе метода анализа иерархий (МАИ) с учетом критериев доходности, ликвидности и риска [Чениб Р., Чениб Б., 2017].

Для активных пользователей модуль выполняет автоматическую отправку заявок на размещение в соответствии с утвержденными алгоритмами и обеспечивает автоматическое

---

[21] *LSTM (Long Short-Term Memory) — для учета долгосрочных зависимостей в данных, особенно важных для прогнозирования в периоды макроэкономической нестабильности.*

[22] *Transformer-based модели — для обработки большого количества временных рядов и выявления сложных нелинейных зависимостей.*

[23] *SARIMA (Seasonal AutoRegressive Integrated Moving Average) — для учета сезонности и тренда в налоговых поступлениях.*

[24] *Prophet — для моделирования, устойчивого к выбросам изменений.*

участие в депозитных аукционах за счет интеграции с биржевой инфраструктурой (Московской биржей и Национальным клиринговым центром).

Модуль 4. Модуль контроля и риск-аудита

С теоретической точки зрения управление ликвидностью включает необходимость риск-менеджмента, основные задачи которого заключаются в предотвращении кассовых разрывов и задержек в исполнении обязательств, минимизации потерь от неэффективного размещения бюджетных средств, а также в нейтрализации рисков, связанных с информационной и кибербезопасностью.

Следует заметить, что система риск-менеджмента в управлении ликвидностью обеспечивается в ручном (обязательная система внутреннего контроля и аудита) и директивном[25] форматах, что не позволяет осуществлять контроль и мониторинг в реальном времени, своевременно выявлять проблемы и обеспечивать защиту данных. Внедрение цифрового аудита может стать одним из решений реализуемой модели цифрового казначейства, на финансирование которой в 2025 г. из федерального бюджета выделено 1,16 млрд руб. (на закупку серверов и ПО для кибербезопасности, запуск центра разработки ИИ и создание единого цифрового пространства в бюджетном процессе), в 2026 г. — 8,4 млрд руб. (на обслуживание вычислительных ресурсов)[26].

Модуль контроля и риск-аудита осуществляет непрерывный мониторинг ключевых индикаторов ликвидности в режиме реального времени: текущего остатка на ЕКС; отклонений фактических поступлений и выбытий от прогнозных; уровня буфера ликвидности; норматива покрытия текущих обязательств. Модель автоматически идентифицирует риски возникновения кассовых разрывов и инициирует оповещение ответственных лиц. Реализует стресс-тестирование сценариев (например, падение доходов на 10%, резкий рост расходов, изменение ключевой ставки) с оценкой влияния на способность бюджета исполнять обязательства. По сути, это цифровизация ручной системы контроля и риск-менеджмента, что соответствует современным трендам развития «цифрового казначейства» [Косов, 2025].

Экономический результат внедрения *универсального сервиса* складывается из *прямого эффекта* (дополнительный доход от размещения средств за счет повышения точности прогнозирования) и *косвенного эффекта* (экономия на стоимости привлечения средств для покрытия кассовых разрывов) (табл. 2).

Таблица 2

Результаты управления ликвидностью Федерального казначейства

Показатель	2024 г.	2025 г.
Доходы от управления ликвидностью ЕКС, млрд руб.	1100	1500
Среднедневной остаток на ЕКС, млрд руб.	232,1	185
Объем размещенных средств, трлн руб.	8,96	9,5*
Доходы, перечисленные в бюджеты субъектов РФ, млрд руб.	229,7	320

*Примечание: * оценка авторов на основе динамики размещения средств за предыдущие годы.*
Источник: составлено авторами по данным Итогового доклада о результатах деятельности Федерального казначейства за 2025 г. и основных направлениях деятельности на среднесрочную перспективу. https://os.roskazna.gov.ru/api/documents/documents/d87b7283-419b-4185-a0ac-745990ccc8f7/020f52b8-c38a-42e1-a66b-34eaa570029d-Итоговый%20доклад_2025.pdf ?download=1.

[25] *Параметры размещения свободных остатков бюджетных средств (рекомендуемые объемы, сроки, процентные ставки в разрезе инструментов) устанавливаются строго по согласованию с Министерством финансов и Центральным банком Российской Федерации.*

[26] *Цифровизация Федерального казначейства РФ. URL: https://www.tadviser.ru/index.php/Статья: Цифровизация_Федерального_казначейства_РФ.*

Прямой эффект от внедрения прогнозного модуля (Модуль 2) оценивается через повышение точности прогнозирования и, как следствие, увеличение объема средств, доступных для размещения. Текущая эффективность размещения (Dтек) может быть оценена как отношение полученного дохода к среднедневному остатку денежных средств на ЕКС.

$$\text{Dтек} = \frac{\text{Доход год.}}{\text{Остаток ср.дн.}} = \frac{1500}{185} = 8{,}11. \quad (5)$$

Таким образом, текущая доходность размещения составила 8,11, или 811% годовых от среднедневного остатка средств на ЕКС. Такая высокая доходность объясняется тем, что средства размещаются неоднократно в течение года, то есть один и тот же рубль может быть размещен несколько раз на разные сроки.

Внедрение ИИ-прогнозирования позволяет сократить страховой буфер ликвидности до расчетной величины (в перспективе до «условного нуля»), а также увеличить объем и сроки размещения, снижая риск кассовых разрывов. По данным Международного валютного фонда, внедрение продвинутых систем прогнозирования позволяет сократить буфер ликвидности на 20–30%. Предположим, что при сохранении текущей доходности (Dтек) дополнительный доход при консервативном сценарии составит 10%. Тогда дополнительный доход (ΔДоход) за счет увеличения доступного для размещения остатка составит:

ΔДоход = (0,10 × Остаток ср. дн.) × Dтек = 18,5 × 8,11 = 150 млрд руб.

При оптимистичном сценарии (при росте эффективности на 25%) дополнительный доход может составить:

ΔДоход = (0,25 × 185) × 8,11 = 375,1 млрд руб.

Внедрение *универсального сервиса* позволит более точно прогнозировать потребность в заемных средствах, а значит, сокращать процентные расходы на привлечение заемных средств для покрытия кассовых разрывов.

Важным аспектом оптимизации ликвидности выступает согласование межбюджетных потоков и реализация механизма централизованного контроля над остатками средств через казначейскую систему [Татарникова, 2022]. Решение данной проблемы находится в интеграции информации государственных информационных систем (ГИИС «Электронный бюджет», ГАС «Управление», ГИС «Государственные и муниципальные платежи» и др.), что позволит обеспечить постепенную интеграцию всех уровней бюджетной системы Российской Федерации. Реализация данного предложения уже осуществляется Федеральным казначейством на Единой бюджетной платформе[27]. Однако для повышения эффективности управления ликвидностью в государственном секторе требуется улучшение координации между информационными системами различных уровней бюджетной системы. Это позволит добиться синергии за счет консолидации данных, стандартизации операций и устранения избыточных звеньев и операционных издержек в процессе управления платежами. Теоретически это выражается в построении централизованной архитектуры управления финансовыми потоками, где ключевую роль играет не только техническое обеспечение, но и логика распределения полномочий и ответственности между участниками бюджетного процесса, что может стать отдельным направлением дальнейших научных исследований.

---

[27] *Единая бюджетная платформа (ЕБП) — это модуль бюджетного процесса в части казначейского обслуживания, а также исполнения бюджетов субъектов Российской Федерации (местных бюджетов), государственных внебюджетных фондов.*

ВЫВОДЫ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного исследования выявлено, что существующая система управления ликвидностью в Российской Федерации, несмотря на общую эффективность, сталкивается с рядом системных ограничений. Они связаны с фрагментацией информационной инфраструктуры, недостаточной точностью прогнозирования, а также неравномерностью цифрового и кадрового развития регионов. Результаты анализа подтверждают, что дальнейший рост эффективности кэш-менеджмента невозможен без интеграции современных технологий предиктивной аналитики и формирования единого информационного пространства.

В качестве основного решения предложена концепция *универсального сервиса*, которая призвана обеспечить эволюционное развитие модели единого казначейского окна. Предложенная концепция органично вписывается в стратегию цифровой трансформации государственного управления. Реализация данной концепции позволит перейти от реактивной к проактивной модели управления ликвидностью в государственном секторе, повысить прозрачность бюджетных потоков, минимизировать риски кассовых разрывов и обеспечить генерацию дополнительных доходов бюджетов.

Дальнейшие исследования в этой области должны быть направлены на решение следующих задач: 1) разработку и верификацию конкретных алгоритмов прогнозирования и оценку их точности на реальных данных; 2) разработку методики количественной оценки экономической эффективности кэш-менеджмента в государственном секторе; 3) анализ нормативно-правовых барьеров для внедрения API-интеграции между информационными системами разных ведомств.

Список источников / References

1. Зеленева Е. С. Оценка характеристик, сфер и границ применения цифровых инноваций в финансовом секторе // Финансы: теория и практика. 2023. № 27 (2). С. 76–86. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_53829273_36229531.pdf. Zeleneva E.S. (2023). Assessment of the characteristics, spheres and boundaries of application of digital innovations in the financial sector. *Finance: Theory and Practice*, 27 (2), 76–86 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_53829273_36229531.pdf.
2. Исаев Э. А., Гусарова Л. В. и др. Фундаментальные проблемы развития кэш-менеджмента в государственном секторе // Финансы: теория и практика. 2026. № 30 (1). С. 242–264. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2026-30-1-242-264. Isaev E.A., Gusarova L.V. et al. (2026). Fundamental problems of cash management development in the public sector. *Finance: Theory and Practice*, 30 (1), 242–264 (in Russ.). https://doi.org/10.26794/2587-5671-2026-30-1-242-264.
3. Караев А. К., Бельников С. С. и др. Новые подходы к прогнозированию доходов бюджетов на основе резервуарных вычислений // Финансы: теория и практика. 2026. № 30 (1). С. 65–78. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2026-30-1-66-78. Karaev A.K., Belnikov S.S. et al. (2026). New approaches to forecasting budget revenues based on reservoir calculations. *Finance: Theory and Practice*, 30 (1), 65–78 (in Russ.). https://doi.org/10.26794/2587-5671-2026-30-1-66-78.
4. Коробова Т. С. О казначейском устройстве государства в условиях современного развития сектора государственного управления // Экономика. Налоги. Право. 2021. № 14 (3). С. 67–78. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_46530874_76650979.pdf. Korobova T.S. (2021). On the treasury structure of the state in the context of modern development of the public administration sector. *Economy. Taxes. Law*, 14 (3), 67–78 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_46530874_76650979.pdf.
5. Косов М. Е. Управление ликвидностью и рисками в системе казначейских платежей Российской Федерации // E-Management. 2025. Т. 8. № 2. С. 32–44. https://doi.org/10.26425/2658-3445-2025-8-2-32-44. Kosov M.E. (2025). Liquidity and Risk Management in the Treasury Payment System of the Russian Federation. *E-Management*, 8 (2), 32–44 (in Russ.). https://doi.org/10.26425/2658-3445-2025-8-2-32-44.
6. Лапина М. А., Завьялов М. М. и др. Коммерциализация управления публичными финансами: современные реалии и организационно-правовая модернизация // Финансы: теория и практика. 2022. № 26 (5). С. 60–78. https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-5-60-78. Lapina M.A., Zavyalov M.M. et al. (2022). Commercialization of Public Finance Management: Modern Realities and Organizational and Legal Modernization. *Finance: Theory and Practice*, 26 (5), 60–68 (in Russ.). https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-5-60-78.

7. Прокофьев С. Е. Комплексное управление денежными потоками в сфере российских государственных финансов // Финансы. 2014. № 9. С. 7–12. URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=22809822. Prokofiev S.E. (2014). Integrated management of cash flows in the sphere of Russian public finances. *Finance*, 9, 7–12 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=22809822.
8. Седова М. Л., Воронцов А. Н. Цифровые инструменты управления финансами в общественном секторе // Менеджмент и бизнес-администрирование. 2023. № 4. С. 155–164. https://doi.org/10.33983/2075-1826-2023-4-155-164. Sedova M.L., Vorontsov A.N. (2023). Digital tools for financial management in the public sector. *Management and Business Administration*, 4, 155–164 (in Russ.). https://doi.org/10.33983/2075-1826-2023-4-155-164.
9. Татарникова В. В. Внутрирегиональные межбюджетные отношения как инструмент стимулирования развития муниципальных образований в условиях асимметрии: дис. канд. экон. наук. Томск. 2022. 312 с. URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=54422147. Tatarnikova V.V. (2022). Intraregional interbudgetary relations as a tool for stimulating the development of municipalities in conditions of asymmetry. Dissertation of Candidate of Economic Sciences. Tomsk, 312 p. (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=54422147.
10. Харченко К. В. Типология показателей региональных программ цифровизации управления // Экономика. Налоги. Право. 2024. № 17 (2). С. 106–115. https://doi.org/10.26794/1999-849X-2024-17-2-106-115. Kharchenko K.V. (2024). Typology of indicators of regional digitalization programs of management. *Economy. Taxes. Law*, 17 (2), 106–115 (in Russ.). https://doi.org/10.26794/1999-849X-2024-17-2-106-115.
11. Чениб Р. Ш., Чениб Б. Р. Виртуальный кэш-пулинг как модель управления казначейскими счетами бюджетов // Вестник Финансового университета. 2017. Вып. 3. С. 149–157. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_29457169_12095315.pdf. Chenib R.Sh., Chenib B.R. (2017). Virtual cash pooling as a model for managing treasury accounts of budgets. *Bulletin of the Financial University*, 3, 149–157. URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_29457169_12095315.pdf.
12. Шубина Л. В. Развитие операций по управлению остатками средств на едином счете федерального бюджета, осуществляемых Федеральным казначейством // Экономика. Налоги. Право. 2017. № 10 (1). С. 60–65. URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=28930278. Shubina L.V. (2017). Development of operations to manage balances of funds in a single account of the federal budget, carried out by the Federal Treasury. *Economy. Taxes. Law*, 10 (1), 60–65 (in Russ.). URL: https://elibrary.ru/item.asp?id=28930278.
13. Abu Bakkar Siddik, Yong Li et al. (2025). Fueling financial development: The crucial role of generative AI financing across nations. *Finance Research Letters*, 72. https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.106519.
14. Aldasoro I., Gambacorta L. et al. (2025). Intelligent financial system: How AI is transforming finance. *Journal of Financial Stability*, 81. https://doi.org/10.1016/j.jfs.2025.101472.
15. Chen Jianqi, Zhang Yuan et al. (2017). Calculation and Estimation of Optimal Cash Balance in China's Treasury: A Theoretical Analysis and Empirical Study Based on the Extension of Baumol's Model. *Journal of Public Administration* (in Chinese). URL: http://www.ggglxbzz.cn/.
16. Kazar G. (2024). A data-driven approach for predicting cash flow performance of public owners in building projects: insights from Turkish cases. *Engineering, Construction and Architectural Management*, 32 (11), 7507–7538. https://doi.org/10.1108/ECAM-06-2024-0706.
17. Musgrave R.A. (1958). The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy. McGraw-Hill. 628 p. https://doi.org/10.1007/978-1-349-23426-4.
18. Polak P., Nelischer C. et al. (2020). "Intelligent" finance and treasury management: what we can expect. *AI & SOCIETY*, 35 (2), 715–726. https://doi.org 10.1007/s00146-019-00919-6.
19. Ridwan M., Hassan M.R. et al. (2026). Leveraging AI innovation for a sustainable environment in G-7: Finance and governance roles. *Global Transitions*, 8 (1), 166–180. https://doi.org/10.1016/j.glt.2026.01.001.
20. Wenhui Ma, Kai-Hua Wang et al. (2025). Revolutionizing green finance: The synergistic spillover effects of AI, cloud computing, and blockchain. *Technology in Society*, 83. https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2025.103030.

Информация об авторах

***Эли Абубакарович Исаев**, доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой «Финансовый контроль и казначейское дело» финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

***Елена Алексеевна Федченко**, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры «Финансовый контроль и казначейское дело», главный научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

***Любовь Васильевна Гусарова**, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры «Финансовый контроль и казначейское дело», главный научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

***Юрий Сергеевич Рылов**, преподаватель кафедры «Финансовый контроль и казначейское дело», младший научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

***Дарья Викторовна Руднева**, кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансовый контроль и казначейское дело», ведущий научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

***Диляра Рамилевна Мутагирова**, преподаватель кафедры «Финансовый контроль и казначейское дело», младший научный сотрудник Института финансовых исследований финансового факультета Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва*

Information about the authors

***Eli A. Isaev**, Doctor of Economic Sciences, Professor, Head of the Department of Financial Control and Treasury, Faculty of Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow*

***Elena A. Fedchenko**, Doctor of Economic Sciences, Associate Professor, Professor in the Department of Financial Control and Treasury, Chief Research Fellow at the Institute of Financial Research, Faculty of Finance, Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow*

***Lyubov V. Gusarova**, Doctor of Economic Sciences, Associate Professor, Professor in the Department of Financial Control and Treasury, Chief Research Fellow at the Institute of Financial Research, Faculty of Finance, Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow*

***Yuri S. Rylov**, Lecturer in the Department of Financial Control and Treasury, Junior Research Fellow at the Institute of Financial Research, Faculty of Finance, Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow*

***Daria V. Rudneva**, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor in the Department of Financial Control and Treasury, Leading Research Fellow at the Institute of Financial Research, Faculty of Finance, Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow*

***Dilyara R. Mutagirova**, Lecturer in the Department of Financial Control and Treasury Affairs, Junior Research Fellow at the Institute of Financial Studies, Faculty of Finance, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow*

Статья поступила в редакцию 06.05.2026
Одобрена после рецензирования 23.06.2026
Принята к публикации 30.07.2026

The article submitted May 6, 2026
Approved after reviewing June 23, 2026
Accepted for publication July 30, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-100-119

CC BY

Динамика межтерриториальных расчетов в сфере ОМС: результаты реформ 2021–2022 гг.

Наталья Николаевна Сисигина
E-mail: sisigina@nifi.ru, ORCID: 0000-0001-9130-2343
Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, г. Москва, Российская Федерация;
Центр экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация
Во второй половине 2010-х гг. территориальные фонды обязательного медицинского страхования (ОМС) столкнулись с быстрым ростом расходов на оплату медицинской помощи вне региона страхования. Для предупреждения дефицита финансового обеспечения территориальных программ ОМС в 2021–2022 гг. в механизм межтерриториальных расчетов (МТР) был внесен ряд изменений, призванных ограничить отток средств.
Целью настоящей работы стала оценка влияния реформ 2021–2022 гг. на финансовое бремя МТР. Расходы и поступления по МТР рассчитаны на основе данных об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС за 2018–2024 гг. Для анализа причин изменения расходов использованы публикации специалистов территориальных фондов ОМС (ТФОМС).
Результаты исследования показали значительное снижение финансового бремени МТР как в масштабах страны, так и на уровне отдельных регионов. Совокупные расходы по МТР сократились с 4,9 до 3,7% от общего объема субвенции ТФОМС. При этом число субъектов РФ с высоким уровнем чистого оттока средств по МТР (более 5% объема субвенции) снизилось с 15–18 до 3–6 регионов. Важный вклад в снижение расходов по МТР внес переход к прямому финансированию федеральных медицинских организаций.

Ключевые слова: *межтерриториальные расчеты, обязательное медицинское страхование, федеральные медицинские организации, финансы здравоохранения*

JEL: *I13, I18*

Для цитирования: *Сисигина Н. Н. Динамика межтерриториальных расчетов в сфере ОМС: результаты реформ 2021–2022 гг. // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 100–119. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-100-119.*

© Сисигина Н. Н., 2026

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-100-119

Dynamics of Interterritorial Settlements in Mandatory Health Insurance System: Results of 2021–2022 Reforms

Natalya N. Sisigina[1, 2]

[1] *Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation*
[2] *Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Moscow, Russian Federation*
[1, 2] *sisigina@nifi.ru, https://orcid.org/0000-0001-9130-2343*

Abstract

In the second half of 2010s territorial mandatory health insurance (MHI) funds faced the rapid growth of spending on medical care provided outside the insurance territory. In 2021–2022 federal regulators introduced a series of amendments to interregional settlements (IRS) mechanism to prevent shortfall in territorial MHI programs.

The study aims to assess the impact of 2021–2022 reforms on financial burden related to IRS. Using data from acts on territorial MHI funds' budget implementation author evaluates regional expenditures and revenues in 2019–2024. To analyze the causes of the changes in spending territorial MHI funds experts' publications were taken.

The findings show significant reduction in both national and regional financial burden. The total spending on IRS fell from 4,9 to 3,7% of subvention for territorial MHI funds. The number of regions with high levels of financial losses (> 5% of federal subvention) decreased from 15–18 in 2019–2020 to 3–6 territories in 2022–2024. A significant contribution in spending lowering came from the transition to direct financing of federal medical organizations.

Keywords: *interregional settlements, mandatory health insurance, federal medical organizations, health care finance*

JEL: *I13, I18*

For citation: *Sisigina N.N. (2026). Dynamics of Interterritorial Settlements in Mandatory Health Insurance System: Results of 2021–2022 Reforms. Financial Journal, 18 (4), 100–119 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-100-119.*

© Sisigina N.N., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Федеральный закон «Об обязательном медицинском страховании в Российской Федерации» устанавливает право застрахованных лиц на бесплатное получение медицинской помощи в объеме, установленном базовой программой ОМС, на всей территории РФ. Одновременно с этим закон передает полномочия по реализации базовой программы ОМС органам государственной власти субъектов РФ[1]. Доступность бесплатной медицинской помощи за пределами региона, где был выдан полис ОМС, обеспечивается специальным механизмом межтерриториальных расчетов (МТР) в сфере ОМС.

МТР применяются для оплаты помощи, оказанной медицинскими организациями, расположенными за пределами региона страхования и не участвующими в реализации его территориальной программы ОМС. В силу непредсказуемости места обращения и состава необходимой помощи из механизма МТР исключена система предварительных договоров между территориальными фондами ОМС (ТФОМС), страховыми медицинскими организациями и медицинскими организациями. Застрахованные лица, столкнувшиеся с необходимостью получения медицинской помощи за пределами региона страхования, вправе обратиться за помощью в любую медицинскую организацию, участвующую в реализации хотя бы одной территориальной программы ОМС. В свою очередь, медицинские организации — участники ОМС обязаны оказать лицам, застрахованным на территории иного региона, любую запрошенную помощь, входящую в базовую программу ОМС и указанную в лицензии медицинской организации на осуществление медицинской деятельности, независимо от видов и объемов медицинской помощи, распределенных

[1] *Федеральный закон от 29.11.2010 № 326-ФЗ «Об обязательном медицинском страховании в Российской Федерации».*

организации решением Комиссии по разработке территориальной программы ОМС[2]. Оказанная медицинская помощь оплачивается ТФОМС по месту нахождения медицинской организации за счет средств собственного нормированного страхового запаса по расценкам, установленным тарифным соглашением в сфере ОМС по месту оказания помощи с последующим возмещением расходов из средств нормированного страхового запаса ТФОМС по месту страхования пациента[3].

Страховые медицинские организации из проведения МТР исключены. Контроль объемов, сроков, качества и условий предоставления медицинской помощи осуществляет ТФОМС по месту оказания медицинской помощи, при этом проверка счета на соответствие распределенным объемам медицинской помощи не проводится. ТФОМС вправе запросить проведение расширенного контроля в случае несогласия с выставленным счетом, но также не может устанавливать какие-либо ограничения на состав и объемы оплачиваемой медицинской помощи[4].

Отсутствие ограничений на оказание и оплату медицинской помощи по МТР гарантирует застрахованным лицам доступность необходимой помощи за пределами региона страхования, но вступает в противоречие с практикой нормирования оплачиваемых объемов медицинской помощи в рамках реализации территориальных программ ОМС. Особенно острым данное противоречие стало после включения в базовую программу ОМС дорогостоящей высокотехнологичной медицинской помощи (ВМП), доступность которой резко различается между регионами. В этой ситуации застрахованные лица начали массово использовать механизм МТР для получения дорогостоящего планового лечения в обход внутрирегиональных ограничений. Это привело к быстрому росту соответствующей статьи расходов ТФОМС. По данным Счетной палаты РФ, совокупный объем расходов по МТР в 2015–2019 гг. увеличился более чем в 2 раза: с 47,7 млрд руб. (3,3% стоимости базовой программы ОМС) до 112,7 млрд руб. в 2019 г. (5,3% стоимости базовой программы ОМС). В 72 из 85 субъектов РФ расходы по МТР превышали доходы, в отдельных регионах расходы по МТР достигали 10% и более от размера субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС — основного источника средств на реализацию базовой программы ОМС[5].

Неконтролируемые потери средств в рамках МТР создавали очевидную угрозу стабильному финансированию собственных медицинских организаций. Это привело к массовым задержкам и отказам в оплате счетов по МТР со стороны регионов — покупателей медицинской помощи. Ответной реакцией территорий-поставщиков стали попытки ограничить оказание медицинской помощи лицам, застрахованным на территории других субъектов[6]. В конце 2019 г. проблема межтерриториальных расчетов была вынесена на заседание президиума Государственного совета, по итогам которого Минздраву России было поручено подготовить предложения по совершенствованию механизма МТР[7].

---

[2] *Приказ Минздрава России от 06.08.2025 № 470н «Об утверждении формы типового договора на оказание и оплату медицинской помощи по обязательному медицинскому страхованию».*

[3] *Приказ Минздрава России от 21.08.2025 № 496н «Об утверждении Правил обязательного медицинского страхования».*

[4] *Приказ Минздрава России от 19.03.2021 № 231н «Об утверждении Порядка проведения контроля объемов, сроков, качества и условий предоставления медицинской помощи по обязательному медицинскому страхованию застрахованным лицам, а также ее финансового обеспечения».*

[5] *Счетная палата. Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ эффективности функционирования системы обязательного медицинского страхования в Российской Федерации». URL: https://ach.gov.ru/upload/iblock/432/wjvi2beix796z4vpn04vyii4ppk4fxcr.pdf.*

[6] *Vademecum. Феодальные волны: что такое межтерриториальные расчеты в системе ОМС. URL: https://vademec.ru/article/feodalnye_volny-_komu_iz_operatorov_rynka_meduslug_udaetsya_cherpat_dokhody_iz_potoka_vzaimorascheto/.*

[7] *Перечень поручений по итогам заседания президиума Государственного совета. URL: http://kremlin.ru/acts/assignments/orders/62316.*

Первоначально предполагалось, что механизм МТР будет полностью пересмотрен с включением в его состав элементов планирования объемов медицинской помощи, аналогичных принятым при реализации территориальных программ ОМС[8]. Однако впоследствии реформа ограничилась точечным изменением норм и практик, внесших наибольший вклад в рост расходов и возникновение задолженности территориальных фондов ОМС в предыдущие годы. Ключевыми новациями стали:

— передача полномочий по оплате помощи, оказываемой федеральными медицинскими организациями (ФМО), Федеральному фонду ОМС (с 2021 г.)[9];

— признание неправомерным оказания плановой специализированной медицинской помощи по МТР без направления из медицинской организации постоянного прикрепления или организации, где пациент ранее проходил лечение (обновленные разъяснения Федерального фонда ОМС впервые опубликованы в сентябре 2021 г.[10], в 2021–2022 гг. они вошли в судебную практику[11], с 2023 г. — включены в ежегодные разъяснения по вопросам формирования и экономического обоснования территориальных программ государственных гарантий бесплатного оказания гражданам медицинской помощи[12]; в законодательстве до настоящего момента не закреплены);

— наделение ТФОМС полномочиями по самостоятельному прикреплению застрахованных лиц, сменивших постоянное место жительства, к страховым медицинским организациям соответствующей территории (с 2022 г.)[13];

— установление требований к минимальному размеру финансового обеспечения экстерриториальной медицинской помощи при планировании территориальной программы ОМС (с 2022 г. включены в ежегодные разъяснения по вопросам формирования и экономического обоснования территориальных программ государственных гарантий бесплатного оказания гражданам медицинской помощи[14]; в законодательстве до настоящего момента не закреплены).

Дополнительным фактором сокращения расходов по МТР должны были стать государственные программы развития здравоохранения, призванные выровнять доступность медицинской помощи между регионами[15].

Оценка влияния принятых мер на объем и распределение финансового бремени МТР не опубликована. Из сообщений представителей Федерального фонда ОМС известно, что в 2021–2022 гг. объем текущих расходов по МТР и ранее накопленных задолженностей по МТР сокращался. К 2023 г. сообщалось о сохранении проблем с финансированием МТР в двух неназванных регионах, которым планировалось оказать помощь

---

[8] *Vademecum. Елена Чернякова: «Для себя всегда найдется оправдание». URL: https://vademec.ru/article/elena_chernyakova-_-dlya_sebya_vsegda_naydetsya_opravdanie/.*

[9] *Федеральный закон от 08.12.2020 № 430-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “Об обязательном медицинском страховании в Российской Федерации”».*

[10] *Письмо Федерального фонда ОМС от 08.09.2021 № 00-10-30-2-06/5050 «О причинах неоплаты счетов территориальными фондами обязательного медицинского страхования по месту оформления полисов обязательного медицинского страхования за оказанную застрахованным лицам специализированную медицинскую помощь в плановой форме медицинскими организациями Московской области».*

[11] *Определение Верховного Суда РФ от 05.10.2021 № 306-ЭС-21-17206 по делу № А55-18333/2020.*

[12] *Письмо Минздрава России от 30.01.2023 № 31-2/И/2-1287 «О формировании и экономическом обосновании территориальных программ государственных гарантий бесплатного оказания гражданам медицинской помощи на 2023–2025 годы».*

[13] *Федеральный закон от 06.12.2021 № 405-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон “Об обязательном медицинском страховании в Российской Федерации” и статью 13.2 Федерального закона “Об актах гражданского состояния”».*

[14] *Письмо Минздрава России от 13.01.2022 № 11-7/И/2-275 «О формировании и экономическом обосновании территориальных программ государственных гарантий бесплатного оказания гражданам медицинской помощи на 2022–2024 годы».*

[15] *ТАСС. ФОМС не видит существенного роста кредиторской задолженности у организаций здравоохранения. URL: https://tass.ru/ekonomika/16171087.*

в индивидуальном порядке[16]. В то же время известно о нескольких обращениях субъектов РФ к Минздраву России и Федеральному фонду ОМС с просьбами о внесении дополнительных изменений в механизм финансирования МТР[17], направленных уже после принятия перечисленных мер. Появление таких запросов свидетельствует о сохранении озабоченности территориальных фондов ОМС данной проблемой и возможной недостаточности предложенных решений.

В рамках настоящей работы предпринята попытка провести развернутую оценку результатов реформы МТР на основе открытых данных. Основной целью исследования стало определение реального финансового бремени МТР в масштабах страны и отдельных регионов и его изменений в период 2019–2024 гг. Дополнительно ставилась задача выявить причины сохранения высокой нагрузки на бюджеты отдельных ТФОМС и дать предложения по дальнейшему совершенствованию механизма расчетов за медицинскую помощь, оказанную за пределами региона страхования пациента.

МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ

Сведения о доходах и расходах территориальных фондов ОМС в рамках МТР получены из законов субъектов РФ об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС в 2018–2024 гг. Доходом в рамках МТР признавалась сумма, указанная в перечне доходов ТФОМС по коду 395 2 02 59999 («Прочие межбюджетные трансферты, передаваемые бюджетам территориальных фондов ОМС»), если в сопроводительных документах (пояснительной записке к законопроекту, заключении контрольно-счетного органа субъекта РФ) и иных публикациях ТФОМС (отчетах о результатах деятельности ТФОМС, размещенных на официальном сайте фонда, сообщениях в СМИ), содержащих официальные данные об объеме и составе поступлений по МТР, не было заявлено иное[18].

Расходы по МТР определялись как сумма, указанная по разделу 09 «Здравоохранение» с направлением расходов 5093* (субвенции бюджетам территориальных фондов ОМС на финансовое обеспечение организации ОМС на территориях субъектов РФ) и видом расходов 5** (межбюджетные трансферты). При разбивке соответствующих данных по отдельным проектам (программам) для анализа использовалась сумма всех значений. Случаи включения в указанную статью иных расходов по данным сопроводительных документов не обнаружены.

Для выявления причин изменения доходов и расходов по МТР, а также актуальных проблем осуществления МТР использовались материалы сопроводительных документов и публикаций ТФОМС.

---

[16] *Стенограмма обсуждения на пленарном заседании Госдумы законопроекта № 367978-8 «Об исполнении бюджета Федерального фонда обязательного медицинского страхования за 2022 год». URL: http://api.duma.gov.ru/api/transcript/367978-8; Заседание Комитета Госдумы по охране здоровья. URL: http://duma.gov.ru/multimedia/video/events/78249/.*

[17] *Адыгея сегодня. Широкова рассказала о межтерриториальных расчетах в системе ОМС. URL: https://adigeatoday.ru/news/41643.html; Псковское агентство информации. Проблему межтерриториальных расчетов за лечение подняли депутаты. URL: https://informpskov.ru/news/407948.html; Федеральный фонд ОМС. Финансовая устойчивость системы ОМС / Территориальный фонд обязательного медицинского страхования Республики Адыгея. URL: https://arfoms.ru/NEWS_2023/22_04_2_1.pdf.*

[18] *В 2023 г. во всех отчетах территориальных фондов ОМС указанная статья доходов, помимо поступлений от МТР, включала средства межбюджетного трансферта из бюджета Федерального фонда ОМС в соответствии с распоряжением Правительства РФ от 23.11.2023 № 3308-р, в 2024 г. — межбюджетных трансфертов в соответствии с распоряжением Правительства РФ от 11.12.2024 № 3674-р и постановлением Правительства РФ от 27.12.2019 № 1910. Случаи включения иных поступлений были обнаружены только в отчетах территориального фонда ОМС Пермского края (межбюджетный трансферт из бюджета края на финансовое обеспечение оказания медицинской помощи в экстренной форме лицам, не застрахованным по ОМС). Данные суммы были исключены из анализа.*

РЕЗУЛЬТАТЫ

Полные тексты законов об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС, содержащие данные о размере доходов и расходов по МТР, опубликованы 86 территориальными фондами ОМС, фактически осуществлявшими расходы на протяжении всего рассматриваемого периода (включая 85 субъектов РФ и г. Байконур). По меньшей мере один дополнительный документ, содержащий информацию о причинах изменения расходов или доходов по МТР, опубликован 31 субъектом РФ.

Совокупные расходы на МТР в 2019–2024 гг. составляли от 3,7 до 4,9% субвенции, направляемой из бюджета Федерального фонда ОМС бюджетам территориальных фондов ОМС на финансовое обеспечение расходных обязательств, возникающих при осуществлении переданных в сфере ОМС полномочий (далее — субвенция на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС). После 2020 г. доля МТР в структуре субвенции преимущественно снижалась (за исключением краткосрочного подъема в 2022 г., табл. 1). В номинальном выражении рост расходов продолжился, однако его темпы оказались значительно ниже предыдущих значений: в 2019–2023 гг. увеличение составило лишь 36,5% против 136,3% за сопоставимый период 2015–2019 гг. (по данным Счетной палаты РФ[19]).

Таблица 1

Динамика МТР в 2019–2024 гг.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Совокупные расходы на МТР, млн руб.	95 804,8	108 453,2	100 287,8	118 885,8	106 069,6	116 304,6
Изменение к предыдущему году, %	+23,3	+13,2	−7,5	+18,5	−10,8	+9,6
Изменение к 2019 г., %	–	+39,6	+29,1	+53,0	+36,5	+49,7
Совокупный размер расходов по МТР, % субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС	4,6	4,9	4,4	4,8	3,9	3,7

Примечание. Показатели за 2019 г. отличаются от ранее приведенных материалов Счетной палаты РФ вследствие использования различных источников данных. Значения табл. 1 рассчитаны исходя из расходов, осуществленных ТФОМС; при этом отчет Счетной палаты учитывал все счета по МТР, принятые к оплате, независимо от фактического перечисления средств.
Источник: расчеты автора по данным законов об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС и законов о бюджете Федерального фонда ОМС за 2019–2024 гг.

Для оценки нагрузки на бюджеты отдельных территориальных фондов ОМС использовались показатели расходов по МТР и сальдо по МТР (доходы минус расходы), оба выраженные в виде доли от субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС, полученной территориальным фондом в соответствующем году. Поскольку опубликованные документы ТФОМС не содержали прямых указаний на объем МТР, представляющий угрозу для стабильного финансирования территориальной системы здравоохранения, предельные значения были определены условно. Высокой нагрузкой признавались расходы по МТР в размере 10% субвенции и более или чистые потери от МТР в размере 5% субвенции и более. В 2023 г. указанные уровни нагрузки примерно соответствовали 95-му перцентилю распределения субъектов РФ.

Оба подхода к оценке показали резкое и устойчивое сокращение числа территорий с высоким уровнем нагрузки после 2020 г. (табл. 2).

[19] *Счетная палата РФ. Отчет о результатах экспертно-аналитического мероприятия «Анализ эффективности функционирования системы обязательного медицинского страхования в Российской Федерации». URL: https://ach.gov.ru/upload/iblock/432/wjvi2beix796z4vpn04vyii4ppk4fxcr.pdf.*

Таблица 2

Влияние МТР на бюджеты территориальных фондов ОМС

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Расходы по МТР						
Число территорий с расходами по МТР более 10% субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС	11	10	6	4	6	5
Максимальные расходы по МТР, % субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС	20,2 (ЛО)	19,1 (ЛО)	17,1 (ЛО)	22,0 (МО)	14,7 (РА)	14,2 (РА)
Территории — нетто-плательщики						
Число территорий с отрицательным сальдо МТР	70	75	66	68	67	69
в т. ч. с чистым оттоком средств более 5% субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС	18	15	4	3	5	6
Максимальный размер чистого оттока средств, % субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС	−9,4 (КЧР)	−9,5 (КЧР)	−7,4 (РК)	−8,1 (МО)	−10,4 (ЕАО)	−10,1 (ЕАО)
Территории — нетто-получатели средств						
Число территорий с положительным сальдо МТР	16	11	20	18	19	17
в т. ч. с чистым притоком средств более 3% субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС	6	4	4	4	4	5
Максимальный размер чистого притока средств, % субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС	8,3 (СПб)	8,6 (Москва)	10,0 (Москва)	7,8 (Москва)	5,8 (Москва)	6,3 (Москва)

Примечание. ЕАО — Еврейская автономная область, КЧР — Карачаево-Черкесская Республика, ЛО — Ленинградская область, МО — Московская область, РА — Республика Адыгея, РК — Республика Калмыкия.
Источник: расчеты автора по данным законов об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС и законов о бюджете Федерального фонда ОМС за 2019–2024 гг.

В 2019–2020 гг. высокий уровень нагрузки по меньшей мере по одному показателю наблюдался у 20 территорий, в 2021–2024 гг. их число сократилось до шести регионов (табл. 3).

Таблица 3

Территории с высоким уровнем нагрузки по МТР, % субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС

	Средние расходы по МТР		Среднее сальдо по МТР	
	2019–2020	2021–2024	2019–2020	2021–2024
Ленинградская область*	19,6	16,1	−5,2	2,0
Еврейская автономная область*	13,7	12,5	−9,0	−8,3
Карачаево-Черкесская Республика	13,2	8,6	−9,5	−2,9
Республика Адыгея (Адыгея)*	13,0	13,2	−4,7	1,0
Московская область*	12,0	14,9	3,0	−3,0
Республика Ингушетия*	11,6	10,4	−7,0	−6,2
Ненецкий автономный округ	11,3	8,2	−7,3	−3,4
Республика Калмыкия*	11,2	9,5	−7,6	−5,2
Новгородская область	10,7	7,7	−7,9	−4,9
Владимирская область	10,3	7,3	−7,0	−3,0
Калужская область	10,3	8,3	4,3	−0,1
г. Байконур	9,8	3,3	−7,7	−2,8
город федерального значения Севастополь	9,4	7,1	−6,1	−3,3
Республика Дагестан	9,4	5,0	−6,9	−0,7
Чеченская Республика	8,9	5,7	−5,6	−0,2
Псковская область	8,8	5,3	−6,4	−2,9
Рязанская область	8,8	6,2	−7,0	−3,5

	Средние расходы по МТР		Среднее сальдо по МТР	
	2019–2020	2021–2024	2019–2020	2021–2024
Тульская область	8,7	5,5	−7,0	−3,2
Республика Северная Осетия — Алания	8,2	5,3	−5,3	−2,2
Брянская область	6,5	4,7	−5,4	−3,1

Примечание. Звездочкой отмечены регионы, сохранявшие высокий уровень нагрузки по меньшей мере по одному показателю в 2021–2024 гг.
Источник: расчеты автора по данным законов об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС и законов о бюджете Федерального фонда ОМС за 2019–2024 гг.

Число и распределение регионов — получателей средств изменилось в меньшей степени. Устойчиво положительное сальдо по МТР на всем протяжении рассматриваемого периода сохраняли семь субъектов РФ, из которых выделяются три региона, где средний уровень поступлений по МТР составлял более 4% субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС (г. Москва, г. Санкт-Петербург, Кировская область), в некоторых случаях средние поступления от МТР не превышали 2% субвенции (Новосибирская, Томская, Тюменская области, Хабаровский край). Для остальных регионов с положительным средним сальдо по МТР были характерны чередования годов со слабоположительным и слабоотрицательным сальдо, что не позволяет однозначно отнести их к регионам — поставщикам услуг. Отдельным субъектам РФ (Ленинградская область, Удмуртская Республика) удалось перейти из группы нетто-плательщиков в группу регионов с высокими поступлениями от МТР (более 3% субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС), но продолжительность наблюдений пока не позволяет сделать однозначный вывод о реальном изменении роли данных регионов в системе МТР.

ОБСУЖДЕНИЕ

Ограничения исследования

При последующем анализе динамики и причин изменений объемов МТР необходимо учитывать ограничения использованных источников данных. В отличие от специализированной формы статистического наблюдения «Сведения о межтерриториальных расчетах», законы об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС отражают только фактически перечисленные в рамках МТР средства. При этом реальная стоимость оказанной и полученной помощи может быть как выше реальных расходов (при накоплении задолженности), так и ниже (при погашении ранее накопленной задолженности). Отчеты об исполнении бюджетов ТФОМС и сопроводительные документы, за редкими исключениями, не содержат сведений о моменте формирования и погашения задолженности. Поэтому выделить чистые расходы на экстерриториальную медицинскую помощь по годам оказалось невозможным. Опубликованные данные о совокупном размере задолженности (от 6 млрд руб. в конце 2021 г. до 1,5 млрд руб. в июне 2023 г.[20]) позволяют предположить, что колебания уровня задолженности не оказали решающего влияния на динамику расходов по МТР на федеральном уровне, но могли стать причиной резких изменений финансового бремени МТР в отдельных регионах год к году.

Другим важным ограничением исследования стал неполный охват субъектов РФ качественным анализом МТР. Из 86 ТФОМС, действовавших на протяжении всего рассматриваемого периода, лишь 31 опубликовал какие-либо дополнительные данные о МТР (структура расходов и поступлений по видам, профилям и условиям медицинской помощи,

[20] *Стенограмма обсуждения на пленарном заседании Госдумы законопроекта № 367978-8 «Об исполнении бюджета Федерального фонда обязательного медицинского страхования за 2022 год». URL: http://api.duma.gov.ru/api/transcript/367978-8.*

основные регионы-контрагенты, предполагаемые причины обращения за экстерриториальной медицинской помощью и принятые на региональном уровне меры управления МТР). В частности, развернутая аналитика расходов по МТР в пореформенном периоде не опубликована ни одним из субъектов РФ, сохраняющих высокий уровень расходов или чистого оттока средств по МТР. Это не позволяет однозначно определить причины и последствия сохранения значительного финансового бремени. Таким образом, выводы настоящего исследования о причинах изменения объемов МТР и перспективных направлениях совершенствования механизмов оплаты экстерриториальной медицинской помощи фактически представляют собой гипотезы, опирающиеся на материалы менее половины субъектов РФ. Окончательное подтверждение или опровержение полученных результатов станет возможным только в случае раскрытия полной отчетности по МТР всеми субъектами РФ.

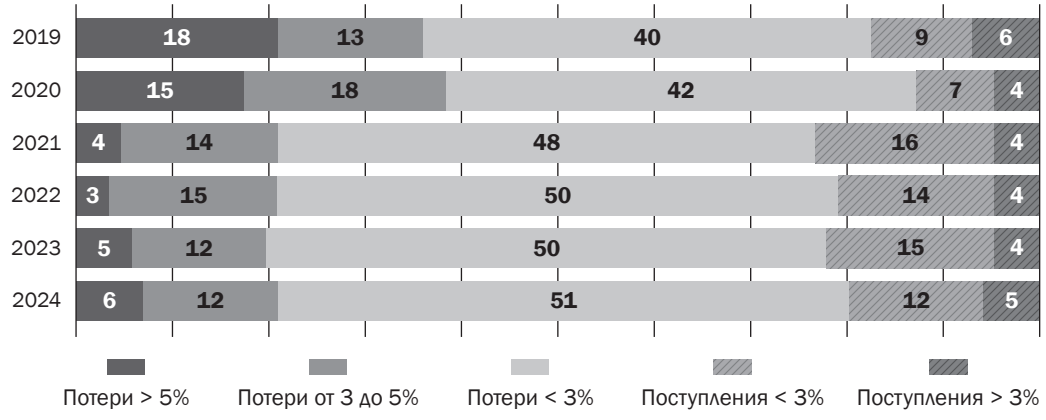
Динамика МТР на федеральном и региональном уровнях

Динамика совокупных расходов в масштабах страны свидетельствует о замедлении роста МТР после 2020 г. Одновременность изменений в большинстве регионов, а также устойчивость и масштабы сокращения расходов однозначно указывают на наличие общих детерминант изменений на федеральном уровне. Наиболее вероятным объяснением являются реформы механизма МТР.

До начала реформ расходы на МТР продолжали увеличиваться: в 2019 г. — темпами, сопоставимыми со средними значениями в период 2015–2019 гг. (+23,3% к предыдущему году), в 2020 г. — с небольшим замедлением (+13,2% к предыдущему году), вызванным, по всей видимости, ограничениями, введенными в период пандемии новой коронавирусной инфекции. В 2021 г. расходы на МТР впервые снизились как в абсолютном (−8,2 млрд руб.), так и в относительном выражении (−7,5% к предыдущему году). При этом расходы сократились одновременно в 63 из общего количества анализируемых территорий, а число субъектов РФ с высоким уровнем чистого оттока средств по МТР (более 5%) уменьшилось с 15 до 4 регионов. В 2022 г. произошел краткосрочный подъем совокупных расходов по МТР (+18,5% к предыдущему году), однако эти колебания не привели к критическому увеличению нагрузки на отдельные регионы. После 2021 г. высокие потери от МТР наблюдались в единичных субъектах РФ (рис. 1).

Рисунок 1

Распределение субъектов РФ по сальдо МТР (расходы — доходы), % субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС



Источник: расчеты и рисунок автора по данным законов об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС и законов о бюджете Федерального фонда ОМС за 2019–2024 гг.

Краткосрочный рост совокупных расходов по МТР в 2022 г. (+18,6 млрд руб., или 18,5% к предыдущему году) может объясняться сочетанием ситуативных факторов. Возможными причинами роста расходов могли стать следующие.

1. *Погашение ранее накопленной задолженности и более полное покрытие текущих расходов*. Ведомственная отчетность об уровне задолженности территориальных фондов ОМС не публикуется. Из ранее процитированного выступления главы Федерального фонда ОМС следует, что бóльшая часть задолженности, сложившейся до 2021 г. (более 4,5 из 6 млрд руб.), была погашена в 2022 — первой половине 2023 г.[21] Кроме того, с 2022 г. были установлены дополнительные требования к планированию объемов и финансового обеспечения экстерриториальной медицинской помощи. Планируемые объемы медицинской помощи за пределами территории страхования и размер ее финансового обеспечения не могут быть ниже соответствующих показателей предыдущего года и должны соответствовать размеру расходов, включенных в закон о бюджете территориального фонда ОМС[22]. Эта мера также должна была привести к увеличению текущих расходов по МТР за счет запрета на искусственное ограничение выплат, однако отсутствие развернутой статистики не позволяет оценить ее вклад в рост годовых расходов.

2. *Снятие ограничений, связанных с пандемией новой коронавирусной инфекции*. В течение 2020–2021 гг. неоднократно вводились ограничения на плановые госпитализации, затронувшие в т. ч. деятельность крупнейших федеральных и региональных медицинских центров [Кудрин (ред.), 2021]. Ограничения предложения могли сформировать отложенный спрос, реализованный в первый год после полного снятия ограничений.

3. *Активизация маркетинговой политики отдельных медицинских организаций*. Часть медицинских организаций в 2022 г. могла столкнуться с падением спроса по традиционным каналам. Для крупных федеральных центров фактором риска стало сокращение международного медицинского туризма, для частных медицинских организаций — сокращение выделенных объемов медицинской помощи по ОМС в условиях продолжающейся модернизации первичного звена здравоохранения. Для компенсации выпадающих доходов эти категории медицинских организаций могли усилить рекламные кампании, направленные на пациентов иных регионов. В частности, подобную деятельность консультативных онлайн-центров, помогающих региональным пациентам выбрать необходимую медицинскую организацию, в числе основных причин продолжающегося роста спроса на экстерриториальную медицинскую помощь указал ТФОМС Ставропольского края[23]. Специалисты территориального фонда ОМС Кемеровской области обнаружили факты сговора негосударственных медицинских организаций в целях генерации межрегиональных потоков пациентов, не подпадающих под ограничения оплачиваемых объемов медицинской помощи [Воронкова, 2023]. В Санкт-Петербурге отмечена высокая доля частных медицинских клиник в МТР: в 2021 г. на их долю пришлось более 3,5 из 10,3 млрд руб. поступлений, а доходы частных организаций от МТР многократно превысили доходы непосредственно от участия в реализации территориальной программы ОМС[24].

---

[21] *Стенограмма обсуждения на пленарном заседании Госдумы законопроекта № 367978-8 «Об исполнении бюджета Федерального фонда обязательного медицинского страхования за 2022 год». URL: http://api.duma.gov.ru/api/transcript/367978-8.*

[22] *Письмо Минздрава России от 13.01.2022 № 11-7/И/2-275 «О формировании и экономическом обосновании территориальных программ государственных гарантий бесплатного оказания гражданам медицинской помощи на 2022–2024 годы».*

[23] *ТФОМС Ставропольского края. Отчет о деятельности территориального фонда обязательного медицинского страхования Ставропольского края в 2024 году. URL: https://tfomssk.ru/files/doc/ГОДОВОЙ_ОТЧЕТ_2024.pdf.*

[24] *Фонтанка.ру. Какие клиники Петербурга зарабатывают больше всех на медицинском туризме. URL: https://www.fontanka.ru/2022/10/21/71753597.*

4. *Включение в базовую программу ОМС новых видов медицинской помощи*. Одним из нововведений базовой программы ОМС в 2022 г. стало расширение программ медицинской реабилитации, включая программы реабилитации после перенесенной новой коронавирусной инфекции. На тот момент не все регионы обладали достаточными мощностями для проведения реабилитации собственными силами[25], что могло стать основанием для перенаправления части пациентов в соседние регионы. О быстром росте расходов по профилю «медицинская реабилитация» в 2022–2023 гг. сообщал, например, территориальный фонд ОМС Костромской области[26]. Невозможность полного покрытия потребности граждан в реабилитации силами исключительно собственных медицинских организаций подчеркивали специалисты Томской области [Куделина, Цайзер, 2024].

Большинство перечисленных причин увеличения МТР носит краткосрочный характер. Это подтверждается тем, что уже в 2023–2024 гг. доля МТР в структуре финансового обеспечения базовой программы ОМС продолжила снижаться, достигнув наименьшего значения за рассматриваемый период. Поскольку с 2022 г. регионы получили возможность регулировать объемы потребления наиболее дорогостоящей специализированной медицинской помощи по МТР, новый виток роста расходов маловероятен. Небольшой естественный рост может произойти в случае включения в программу ОМС новых видов медицинской помощи, недостаточно представленных на территории отдельных регионов.

5. *Роль прямого финансирования федеральных медицинских организаций*. Наиболее вероятной причиной снижения финансового бремени МТР представляется создание альтернативного канала финансового обеспечения экстерриториальной медицинской помощи — прямого финансирования медицинской помощи, оказываемой медицинскими организациями федерального подчинения (федеральный сегмент ОМС). Эффекты от остальных факторов, потенциально способных снизить расходы на МТР, должны были проявиться либо в 2020 г. (ограничения, связанные с пандемией новой коронавирусной инфекции), либо в 2022 г. и позже (изменения норм оплаты специализированной медицинской помощи и перестрахования граждан при смене места жительства) и оказались менее выраженными. Реализация государственных программ развития здравоохранения могла оказать дополнительное влияние на сокращение спроса на экстерриториальную медицинскую помощь, однако маловероятно, чтобы результаты независимых региональных программ модернизации проявились одномоментно.

Статистика об объемах участия ФМО в МТР до 2021 г. не опубликована. В настоящее время Федеральный фонд ОМС ежегодно раскрывает данные о размерах финансового обеспечения ФМО в рамках договоров на оказание и оплату медицинской помощи по ОМС, но соответствующие суммы включают в себя не только расходы на оплату экстерриториальной медицинской помощи, но и расходы на оказание медицинской помощи жителям субъектов РФ, где расположены ФМО. Это делает невозможным прямое сопоставление роли нового механизма финансирования ФМО и МТР в обеспечении доступности экстерриториальной медицинской помощи. Общий объем финансового обеспечения ФМО к 2024 г. превысил совокупные расходы на МТР почти в два раза (рис. 2).

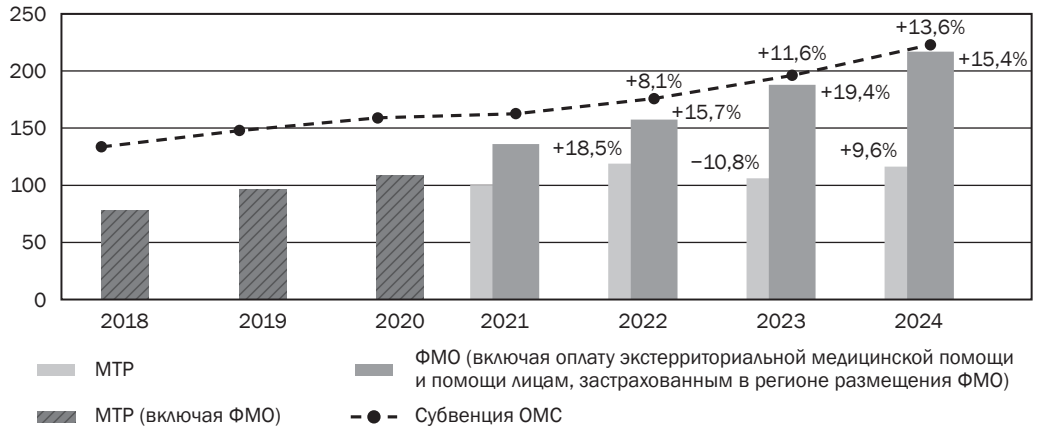
---

[25] *РИА Новости. Путин высказался о проблеме реабилитации после COVID-19 на Дальнем Востоке. URL: https://ria.ru/20210902/reabilitatsiya-1748363607.html; Совет Федерации. Проблемы социально-медицинской реабилитации граждан, перенесших новую коронавирусную инфекцию (COVID-19) // Аналитический вестник. 2022. 9 (799). URL: http://council.gov.ru/media/files/nymWurERCgbiQAPnXYvR1wHnr421yyph.pdf.*

[26] *ТФОМС Костромской области. Итоги работы системы ОМС Костромской области за 2023 год. URL: http://oms44.ru/component/attachments/download/5605.*

Рисунок 2

Расходы на оплату медицинской помощи за пределами региона страхования по механизмам оплаты, млрд руб.



Источник: рисунок автора по данным законов об исполнении бюджетов территориальных фондов и Федерального фонда ОМС за 2018–2024 гг. и отчетов о деятельности Федерального фонда ОМС за 2021–2024 гг.

Отдельные примеры, обнаруженные в региональных документах, подтверждают значимый вклад нового механизма оплаты в сокращение нагрузки на бюджеты территориальных фондов ОМС, но приведенные данные слишком малочисленны и разрозненны для однозначной оценки результатов реформы. Так, в Брянской области расходы ТФОМС на оплату медицинской помощи, оказанной ФМО, в 2021–2022 гг. сократились более чем на 85% по сравнению с 2020 г.[27] В Чувашской Республике за аналогичный период на 70% снизились расходы на ВМП, оказанную за пределами региона[28]. В Архангельской области в 2022 г. за счет нового механизма было оплачено более 30% от общего объема расходов на медицинскую помощь за пределами региона[29].

Приведенные региональные данные могут рассматриваться одновременно как свидетельство ограниченных возможностей прямого федерального финансирования. Отчет ТФОМС Костромской области раскрывает проблему сохранения высоких расходов по МТР подробнее, сообщая о систематическом недоиспользовании регионом выделенных объемов помощи в федеральном сегменте. В части круглосуточного стационара в 2024 г. было использовано лишь 64,2% выделенных объемов (в 2023 г. — 70,3%, в 2022 г. — 54,8%), в части дневного стационара — 27,7% (в 2023 г. — 34%, в 2022 г. — 28,5%), при этом необходимая населению помощь продолжала оплачиваться в рамках МТР[30].

---

[27] *Территориальный фонд обязательного медицинского страхования Брянской области. Итоги деятельности ТФОМС Брянской области. 2022 год. URL: https://xn--90asehmeeq.xn--p1ai/files/o_tfoms/POKAZATELI/Itogi%20deytel%20TFOMS%20Bryanskoy%20obl%202022.pptx.*

[28] *Территориальный фонд обязательного медицинского страхования Чувашской Республики. Об итогах реализации обязательного медицинского страхования в Чувашской Республике за 2020 год. URL: https://chuvtfoms.ru/2023/02/10/ob-itogah-realizacii-obyazatelnogo-m-3/; Территориальный фонд обязательного медицинского страхования Чувашской Республики. Об итогах реализации обязательного медицинского страхования в Чувашской Республике за 2022 год. URL: https://chuvtfoms.ru/2024/03/01/ob-itogah-realizacii-obyazatelnogo-m-5/.*

[29] *Ясько Н. Отчет об исполнении бюджета территориального фонда обязательного медицинского страхования Архангельской области за 2023 год. URL: https://old.aosd.ru/baselois/commitees/48/3/Презентации/ТФОМС%20АО_отчёт%20об%20исполнении%20бюджета%20за%202023%20год.pptx.*

[30] *ТФОМС Костромской области. Отчет ТФОМС Костромской области о деятельности в системе обязательного медицинского страхования за 2024 год. URL: http://oms44.ru/o-fonde/pokazateli-deyatelnosti/otchet-o-deyatelnosti-fonda/3193-otchet-o-rabote-tfoms-kostrmoskoj-oblasti-za-2025-god.*

Основными препятствиями для дальнейшего расширения доступа к медицинской помощи, оказываемой федеральными медицинскими организациями (ФМО), являются следующие.

1. *Неравенство в доступе к инфраструктуре ФМО*. По состоянию на 2025 г. договоры на оказание и оплату медицинской помощи были заключены с 371 ФМО, треть из которых располагается в трех субъектах РФ: Москве, Санкт-Петербурге и Московской области[31]. С учетом того, что многие ФМО имеют узкую специализацию, обращение на федеральный уровень может потребовать от пациента значительно бóльших временных и финансовых затрат в сравнении с обращением по МТР в близлежащие регионы. Наличие данной проблемы косвенно подтверждается тем, что большинство ФМО продолжают обслуживать преимущественно жителей прилегающих территорий. Доля иногородних пациентов ФМО в среднем выросла с 28,7% в 2019 г. до 36,5% в 2023 г. Исключением являются национальные медицинские исследовательские центры, но и там доля иногородних пациентов составляет лишь 59% [Баланин, 2023].

2. *Недостатки планирования и организации нового механизма*. В отличие от МТР, деятельность федерального сегмента предполагает предварительное планирование оплачиваемых объемов медицинской помощи и их распределение между ФМО. Такой подход создает риск расхождений между спросом и предложением, особенно высокий в первые годы работы нового механизма. Так, в 2021 г. оплачиваемые объемы медицинской помощи по ряду направлений оказались исчерпаны уже в первые месяцы, что привело к вынужденным отказам в медицинской помощи[32]. Впоследствии Правительство РФ неоднократно выделяло дополнительное финансирование ФМО в течение текущего финансового года, что также говорит о высокой сложности планирования деятельности федерального сегмента[33]. В свою очередь, представители страховых медицинских организаций[34] и ФМО [Чупров, Рогачева и др., 2023] отмечают, что пациенты продолжают сталкиваться с трудностями при получении направлений в ФМО. Сохраняющийся поток обращений в страховые медицинские организации по вопросам лечения в ФМО свидетельствует об отсутствии в федеральном сегменте аналогичной по эффективности системы защиты прав пациентов. Другой распространенной причиной для выбора МТР остается недостаточная информированность лечащих врачей о возможностях получения лечения в ФМО и порядке направления на такое лечение[35].

3. *Отсутствие собственного источника средств*. Работа федерального сегмента финансируется за счет доли средств, выделенных на реализацию базовой программы ОМС. Быстрое увеличение расходов на федеральный сегмент ведет к пропорциональному сокращению субвенций Федерального фонда ОМС территориальным фондам ОМС, что создает риск ухудшения условий реализации базовой программы ОМС в субъектах РФ. Вопрос об оптимальной доле федерального сегмента в структуре финансирования базовой программы ОМС остается открытым.

---

[31] *Перечень ФМО на 2025 год. URL: https://www.ffoms.gov.ru/upload/docs/2025/fed-meds/1.%20Перечень%20ФМО,%20которым%20распределены%20объемы%20МП%20на%202025%20год.xlsx.*

[32] *Vademecum. Голикова согласует объемы финансирования федеральных медцентров по ОМС / Vademecum. 02.09.2021. URL: https://vademec.ru/news/2021/09/02/golikova-soglasuet-obemy-finansirovaniya-federalnykh-medtsentrov-po-oms/.*

[33] *Распоряжения Правительства РФ от 05.10.2023 № 2707-р, от 11.12.2024 № 3679-р, от 02.04.2025 № 790-р, от 11.08.2025 № 2146-р.*

[34] *Коммерсантъ. Обещанных проблем три года ждут. URL: https://www.kommersant.ru/doc/6298898.*

[35] *Известия. Система с мест: региональные пациенты не могут получить технологичную помощь из-за невидимых очередей. URL: https://iz.ru/1343333/evgeniia-priemskaia/sistema-s-mest-regionalnye-patcienty-ne-mogut-poluchit-tekhnologichnuiu-pomoshch-iz-za-nevidimykh.*

Актуальные проблемы межтерриториальных расчетов

Переход к прямому финансированию федеральных медицинских организаций способствовал сокращению расчетов между территориальными фондами ОМС, однако вклад МТР в оплату экстерриториальной медицинской помощи остается значительным. Региональные организаторы здравоохранения продолжают поиск новых путей поддержания баланса между доступностью жизненно важной помощи и стабильной работой собственных медицинских организаций. Проведенные реформы предоставили территориальным фондам ОМС контроль над двумя наиболее крупными источниками потерь — необоснованным обращением в другие регионы для получения специализированной помощи в условиях круглосуточного стационара и сохранением страхования по прежнему месту жительства при переезде в другой регион, — однако оставили нерешенным ряд других проблем. Из обращений к федеральным регуляторам, отчетов о деятельности ТФОМС и региональных нормативных правовых актов известно о следующих сохраняющихся проблемах действующей модели МТР.

1. *Разница в тарифах на оплату медицинской помощи между регионами-поставщиками и регионами — покупателями услуг*.

Как правило, регионы, имеющие развитую инфраструктуру здравоохранения, характеризуются более высоким уровнем экономического развития в целом, что учитывается при расчете субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС и в конечном итоге обеспечивает более высокий уровень тарифов на оплату медицинской помощи. В результате регион-покупатель не просто передает часть полученной субвенции другой территории, но теряет при этой покупке непропорционально большой объем средств в сравнении с оказанием аналогичной помощи собственными силами. Регионы, способные оказать необходимую помощь самостоятельно, после 2021 г. смогли снизить потери путем ограничения выдачи направлений на получение помощи за пределами региона. Малые регионы и те, система здравоохранения которых находится в кризисе, не могут воспользоваться данным инструментом и вынуждены продолжать оплачивать внешние услуги по повышенным тарифам, что дополнительно ухудшает условия работы собственной системы здравоохранения.

Проблема избыточной территориальной дифференциации тарифов на оплату медицинской помощи по ОМС неоднократно освещалась в научной литературе [Шишкин, Понкратова, 2021; Кадыров, Обухова и др., 2020; Мурзина, 2021]. Несмотря на постоянное совершенствование методик формирования тарифов, стоимость одной и той же услуги между близлежащими регионами может отличаться в несколько раз. В случае МТР проблема некорректного расчета тарифов усугубляется отсутствием независимого контроля со стороны покупателя услуг. Как территориальный фонд ОМС по месту оказания медицинской помощи, так и сама медицинская организация — поставщик услуг не заинтересованы в сокращении расходов, что может стать предпосылкой для целенаправленного завышения счетов по МТР (например, за счет необоснованного дублирования услуг, ранее полученных по месту страхования, установления повышенных тарифов на услуги, пользующиеся спросом по МТР).

В качестве возможного решения проблемы межрегиональной дифференциации тарифов территории-плательщики предлагали учитывать объемы помощи, получаемой за пределами региона, при расчете субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС[36]. Федеральный фонд ОМС рассматривал возможность ограничения

[36] *Адыгея сегодня. Широкова рассказала о межтерриториальных расчетах в системе ОМС. URL: https://adigeatoday.ru/news/41643.html; Псковское агентство информации. Проблему межтерриториальных расчетов за лечение подняли депутаты. URL: https://informpskov.ru/news/407948.html.*

дифференциации тарифов для проведения МТР за счет утверждения единой федеральной методики их расчета[37], а эксперты предлагали ввести в систему расчетов специализированный фонд выравнивания, компенсирующий разницу в тарифах ОМС между регионами[38]. Однако ни одна из этих мер не была реализована.

2. *Отсутствие рычагов контроля над потреблением дорогостоящей первичной специализированной медицинской помощи*.

В соответствии с действующим порядком пациент вправе самостоятельно выбрать медицинскую организацию для оказания первичной медико-санитарной помощи. Однако для получения специализированной медицинской помощи необходимо направление лечащего врача[39]. При этом первичная медико-санитарная помощь включает первичную специализированную медицинскую помощь, состав которой законодательством не определен. Единственным однозначным критерием отнесения услуги к специализированной медицинской помощи является оказание ее в условиях круглосуточного стационара[40]. Как следствие, дорогостоящие услуги, оказываемые в амбулаторных условиях и условиях дневного стационара, по-прежнему могут быть получены пациентом без направления из организации постоянного прикрепления и должны быть оплачены территориальным фондом ОМС по месту страхования без ограничений.

Недобросовестные медицинские организации целенаправленно используют пробелы в законодательстве для формирования дополнительных потоков пациентов сверх объемов, распределенных решением региональной Комиссии по разработке территориальной программы ОМС. Так, специалисты Кемеровской области обнаружили сговор между частными медицинскими организациями — участниками программ ОМС Кемеровской и близлежащих областей в целях формирования перекрестного потока пациентов по МТР, не подпадающего под ограничения оплачиваемых объемов. В результате офтальмологическая клиника Томской области за год увеличила поступления по МТР за лечение жителей Кемеровской области со 138 до 250 млн руб. (19,5% от общего объема расходов на МТР Кемеровской области). В связи с выявленными фактами сговора представители ТФОМС предлагали ограничить допуск негосударственных медицинских организаций к реализации территориальных программ ОМС [Воронкова, 2023]. Соответствующие нормы вступили в силу с 1 сентября 2025 г.[41], однако эта мера не исключает возникновения аналогичной проблемы в случае проведения активной политики привлечения пациентов государственными медицинскими организациями. Более справедливым решением представляется законодательное утверждение перечня услуг, для оказания и оплаты которых по МТР необходимо направление от лечащего врача из организации постоянного прикрепления или организации, где пациент проходил лечение по соответствующему профилю на момент возникновения потребности в переводе.

3. *Возможность прикрепления к медицинской организации за пределами региона страхования*.

С 2022 г. территориальные фонды ОМС получили право на доступ к информации о смене места жительства застрахованных лиц и самостоятельное прикрепление застрахованных

---

[37] *Vademecum. Елена Чернякова: «Для себя всегда найдется оправдание». URL: https://vademec.ru/article/elena_chernyakova-_-dlya_sebya_vsegda_naydetsya_opravdanie/.*

[38] *Медвестник. ОМС-сегрегация. URL: https://medvestnik.ru/content/articles/OMS-segregaciya.html.*

[39] *Приказ Минздрава России от 14.04.2025 № 215н «Об утверждении Порядка выбора гражданином медицинской организации (за исключением случаев оказания скорой медицинской помощи) за пределами территории субъекта Российской Федерации, в котором проживает гражданин, при оказании ему медицинской помощи в рамках программы государственных гарантий бесплатного оказания медицинской помощи».*

[40] *Федеральный закон от 21.11.2011 № 323-ФЗ «Об основах охраны здоровья граждан в Российской Федерации».*

[41] *Федеральный закон от 28.12.2024 № 552-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».*

лиц к страховым организациям соответствующего региона. Однако эта мера сегодня распространяется только на граждан, официально зарегистрированных по новому месту жительства, тогда как значительную часть пациентов по МТР составляют лица, не менявшие место постоянной регистрации, но фактически проживающие в другом регионе или регулярно посещающие его (например, в рамках трудовой миграции, в т. ч. маятниковой). При прикреплении к медицинской организации по месту фактического пребывания такие пациенты получают право на получение полного спектра медицинских услуг, при этом территориальный фонд ОМС по месту страхования вынужден оплачивать оказанную медицинскую помощь по тарифам региона-поставщика без каких-либо ограничений. Специалисты ТФОМС предлагают рассматривать выбор медицинской организации другого региона для получения первичной медико-санитарной помощи как признак фактической смены места жительства с распространением на такие случаи механизма автоматического перестрахования [Данилов, Московченко, 2018].

4. *Запрет на установление индивидуальных условий сотрудничества*.

Действующие Правила ОМС не допускают изменения каких-либо условий МТР по соглашению между регионами или медицинскими организациями, включая как предложение льготных условий (например, пониженных тарифов на оплату медицинской помощи), так и предоставление долгосрочных гарантий сохранения действующей практики. Нестабильность и непредсказуемость условий МТР вынуждают регионы стремиться к оказанию полного спектра медицинской помощи собственными силами даже в тех случаях, когда более эффективным решением является централизация оказания редких и сложных услуг на уровне межрегиональных центров или передача обслуживания удаленных регионов близлежащим больницам соседних регионов. Прямое сотрудничество между регионами в сфере ОМС представлено единичными примерами. Межрегиональные соглашения об оказании медицинской помощи по ОМС действуют, в частности, между:

— ЕАО и Хабаровским краем (регламентирует порядок маршрутизации пациентов ЕАО, нуждающихся в высокоуровневой специализированной медицинской помощи, в медицинские организации Хабаровского края)[42];

— Свердловской областью, с одной стороны, и Тюменской областью[43] и ХМАО[44], с другой стороны (регламентирует порядок маршрутизации жителей удаленных районов Свердловской области в медицинские организации Тюменской области и ХМАО, включая планируемые объемы оказания медицинской помощи);

— Томской областью и ХМАО (регламентирует порядок маршрутизации жителей удаленных районов в медицинские организации соседнего региона, при этом оба региона выступают одновременно и поставщиками, и получателями помощи)[45].

Во всех перечисленных случаях соглашения, по сути, представляют собой декларации о намерениях, положения которых в дальнейшем закрепляются региональными нормативными актами в соответствии с Правилами ОМС. Обе стороны соглашения вправе

---

[42] *Маршрутизация пациентов из ЕАО в Хабаровский край регламентирована соглашением между регионами. URL: https://www.eao.ru/press-tsentr/regionalnye-novosti/marshrutizatsiya-patsientov-iz-eao-v-khabarovskiy-kray-reglamentirovana-soglasheniem-mezhdu-regionam/.*

[43] *Соглашение от 24.07.2017 № 03-11/2017/2017/17/СВ «О взаимодействии по оказанию медицинской помощи жителям Свердловской области в медицинских организациях Тюменской области».*

[44] *Постановление Правительства Ханты-Мансийского автономного округа — Югры от 26.05.2017 № 213-п «О Соглашении о сотрудничестве между Правительством Ханты-Мансийского автономного округа — Югры и Правительством Свердловской области по вопросам организации оказания медицинской помощи жителям Свердловской области в медицинских организациях государственной системы здравоохранения Ханты-Мансийского автономного округа — Югры».*

[45] *Постановление Правительства Ханты-Мансийского автономного округа — Югры от 03.07.2015 № 214-п «О Соглашении о сотрудничестве между Администрацией Томской области и Правительством Ханты-Мансийского автономного округа — Югры по вопросам организации оказания медицинской помощи населению».*

в произвольный момент отказаться от ранее согласованных условий. Заключение юридически обязывающих договоров на оказание и оплату медицинской помощи по МТР между субъектами РФ в настоящее время невозможно.

Уникальным примером актов прямого действия являются двусторонние соглашения г. Москвы с Московской областью[46] и Республикой Дагестан[47]. В соответствии с данными документами Москва за счет городского бюджета возмещает бюджету региона-партнера 30% от фактически понесенных расходов территориального фонда ОМС региона-партнера на оплату медицинской помощи, оказанной прикрепленному населению медицинскими учреждениями г. Москвы в рамках МТР, при условии, что общая сумма таких расходов за полугодие превысила установленный минимальный объем. Таким образом, Москва фактически устанавливает для постоянных партнеров пониженные тарифы на оплату медицинской помощи, одновременно гарантируя собственным медицинским организациям определенные объемы загрузки и своевременную оплату экстерриториальной медицинской помощи. Аналогичные условия сотрудничества могли бы представлять интерес для других крупных межрегиональных медицинских центров, однако в настоящее время реализация данной схемы возможна только в рамках бюджетных средств регионов. Установление индивидуальных тарифов за счет средств ОМС действующими Правилами ОМС не допускается.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Отчеты об исполнении бюджетов территориальных фондов ОМС демонстрируют значительное снижение финансового бремени МТР после 2021 г. В номинальном выражении расходы по МТР в 2021–2024 гг. показали незначительный прирост (+7,2% к уровню 2020 г.), при этом их доля в общем размере субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС сократилась с 4,9 до 3,7%. Экстремально высокие расходы по МТР после 2021 г. сохранялись в отдельных субъектах РФ:

— совокупные расходы по МТР в размере более 10% субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС — в 4–6 субъектах РФ (в 2019–2020 гг. — в 10–11 субъектах РФ);

— чистый отток средств по МТР в размере более 5% субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС — в 3–6 субъектах РФ (в 2019–2020 гг. — в 15–18 субъектах РФ).

Одновременное сокращение расходов в большинстве субъектов РФ дает основания предполагать, что ключевую роль в снижении финансового бремени МТР сыграл переход к прямому финансированию медицинской помощи, оказываемой медицинскими организациями федерального подчинения. С 2021 г. в сфере ОМС фактически действует двухуровневая система оплаты медицинской помощи за пределами региона страхования, включающая МТР и прямое федеральное финансирование ФМО. При этом темпы роста последнего значительно опережают темпы роста как МТР, так и субвенции на осуществление переданных полномочий в сфере ОМС в целом.

В настоящее время субъекты РФ продолжают использовать МТР для оплаты плановой медицинской помощи, которая по каким-либо причинам не может быть получена на территории региона страхования или в федеральных центрах. Высокий формальный уровень финансовой нагрузки сохраняется преимущественно в малых регионах (Еврейская автономная область, Республика Адыгея, Республика Ингушетия, Республика Калмыкия)

---

[46] *Соглашение от 29.08.2022 № 77-1418 между Правительством Москвы и Правительством Московской области «О порядке предоставления иного межбюджетного трансферта».*

[47] *Соглашение от 15.02.2023 № 5 между Правительством Москвы и Правительством Республики Дагестан «О порядке предоставления иного межбюджетного трансферта».*

и регионах, непосредственно соседствующих с крупнейшими медицинскими и экономическими центрами притяжения (Ленинградская и Московская области). Озабоченность чрезмерными объемами МТР прослеживается в тематических публикациях значительно большего числа территориальных фондов ОМС, включая те, уровень расходов которых далеко не достигает установленных предельных значений. Заинтересованность субъектов РФ в сокращении бремени МТР свидетельствует о необходимости продолжения работы над механизмами оплаты экстерриториальной медицинской помощи.

В качестве основных предпосылок сохранения избыточного уровня расходов по МТР специалисты ТФОМС отмечают следующие факторы:

— недостаток мощностей региональной системы здравоохранения, в т. ч. в силу объективной невозможности организовать оказание полного спектра медицинской помощи в регионах с малой численностью населения;

— высокая доля населения, участвующего в межрегиональной трудовой и образовательной миграции;

— активная политика медицинских организаций близлежащих регионов по привлечению внешних пациентов;

— разница в тарифах между регионами-покупателями и регионами — поставщиками услуг.

Исходя из данных причин дальнейшее снижение нагрузки может быть достигнуто за счет следующих мер.

В краткосрочной перспективе

1. Распространение механизма автоматического прикрепления к страховой медицинской организации соответствующего региона на застрахованных лиц, выбравших для оказания первичной медико-санитарной помощи организацию другого субъекта РФ, не участвующую в реализации территориальной программы ОМС первоначального региона страхования (аналогично действующему порядку перестрахования при смене места жительства).

2. Утверждение единых правил обращения за медицинской помощью вне региона страхования с однозначным определением перечня услуг, оказание и оплата которых по МТР в плановом порядке возможны только по предъявлении направления из медицинской организации, выбранной пациентом для получения первичной медико-санитарной помощи, или организации, в которой пациент проходил лечение на момент возникновения потребности в переводе.

Определение может быть дано в виде конкретного перечня услуг (например, в составе приложения к порядку выбора медицинской организации за пределами территории проживания) или через разграничение специализированной и первичной специализированной помощи в целом (например, путем ограничения первичной специализированной помощи только услугами, оказываемыми в амбулаторных условиях, с отнесением всех услуг, оказываемых в условиях дневного стационара, к специализированной медицинской помощи).

3. Возобновление участия страховых медицинских организаций в сопровождении и защите интересов застрахованных лиц, получающих помощь за пределами региона страхования, в т. ч. путем осуществления контроля объемов, сроков, качества и условий предоставления медицинской помощи за счет МТР и прямого федерального финансирования.

Страховые медицинские организации положительно зарекомендовали себя в роли представителей пациента в системе ОМС. Включение их в процессы организации оказания и контроля качества экстерриториальной медицинской помощи будет способствовать как лучшей защите интересов пациента, так и повышению эффективности использования средств МТР.

В средне- и долгосрочной перспективе

1. Расширение использования прямого федерального финансирования, в т. ч. распространение данного механизма на региональные медицинские организации, фактически исполняющие роль межрегиональных медицинских центров, в тех случаях, когда предложение необходимых услуг в ФМО недостаточно или нецелесообразно (например, вследствие удаленности ФМО от места проживания пациента).

2. Разрешение субъектам РФ устанавливать индивидуальные условия взаимодействия по МТР в рамках межрегиональных соглашений.

3. Учет обращений по МТР при планировании развития инфраструктуры региональных систем здравоохранения.

Следует учитывать, что перечисленные рекомендации сформированы на основе публикаций, охватывающих опыт менее половины субъектов РФ. Формирование более полного представления об имеющихся проблемах в сфере организации оказания и финансирования экстерриториальной медицинской помощи требует проведения расширенного мониторинга использования средств МТР и прямого федерального финансирования. Новые возможности для проведения такого анализа открывает внедрение персонифицированного учета медицинской помощи в составе государственной информационной системы ОМС.

Список источников

1. Баланин И. В. В ближайшие три года предусматривается беспрецедентный рост ресурсов ОМС // Обязательное медицинское страхование в Российской Федерации. 2023. № 6. С. 5–9. URL: http://omsjournal.ru/wp-content/uploads/2023/12/oms_2023-6_web.pdf.
2. Воронкова А. В. Оказание медицинской помощи застрахованным гражданам Кемеровской области — Кузбасса за пределами региона в условиях дневного стационара // Обязательное медицинское страхование в Российской Федерации. 2023. № 2. С. 42–45. URL: http://omsjournal.ru/wp-content/uploads/2023/06/oms_2023-2_web.pdf.
3. Данилов А. В., Московченко К. Б. Проведение межтерриториальных взаиморасчетов в сфере обязательного медицинского страхования и их влияние на региональное здравоохранение // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: экономика и управление. 2018. № 2. С. 25–32. URL: http://www.vestnik.vsu.ru/pdf/econ/2018/02/2018-02-04.pdf.
4. Кадыров Ф. Н., Обухова О. В. и др. Проблемы оплаты медицинской помощи, оказанной жителям других субъектов Российской Федерации, в рамках обязательного медицинского страхования // Менеджер здравоохранения. 2020. № 3. С. 69–77. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-oplaty-meditsinskoy-pomoschi-okazannoy-zhitelyam-drugih-subektov-rossiyskoy-federatsii-v-ramkah-obyazatelnogo/pdf.
5. Куделина О. В., Цайзер Д. В. Совершенствование организации медицинской помощи пациентам по профилю «медицинская реабилитация» в Томской области // Сибирский журнал клинической и экспериментальной медицины. 2024. Т. 39. № 3. С. 173–180. https://doi.org/10.29001/2073-8552-2024-39-3-173-180.
6. Мурзина О. Г. Проблемы межтерриториальных расчетов между территориальными фондами обязательного медицинского страхования субъектов РФ и пути их решения // Россия: тенденции и перспективы развития. 2021. Т. 16. Ч. 2. С. 684–686. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-mezhterritorialnyh-raschetov-mezhdu-territorialnymi-fondami-obyazatelnogo-meditsinskogo-strahovaniya-subektov-rf-i-puti-ih/pdf.
7. Чупров А. Д., Рогачева О. А. и др. Проблемы реализации прав граждан, застрахованных в системе обязательного медицинского страхования, среди пациентов федерального офтальмологического медицинского центра // Медицина. 2023. Т. 11. №. 3. С. 18–24. https://doi.org/10.29234/2308-9113-2023-11-3-18-24.
8. Шишкин С. В., Понкратова О. Ф. Территориальная дифференциация тарифов на оплату медицинской помощи в ОМС // Вопросы государственного и муниципального управления. 2021. № 1. С. 75–99. URL: https://vgmu.hse.ru/article/view/25086/20606.
9. Кудрин А. Л. (ред.). Экономика и экономическая политика в условиях пандемии / Под ред. д-ра экон. наук А. Л. Кудрина. М.: Издательство Института Гайдара. 2021. URL: https://www.iep.ru/files/text/Gaidar_IEP_monographs/Ec_virus-text.pdf.

References

1. Balanin I.V. (2023). Unprecedented growth of MHI resources is expected in the next three years. *Obligatory Medical Insurance in the Russian Federation*, 6, 5–9 (in Russ.). URL: http://omsjournal.ru/wp-content/uploads/2023/12/oms_2023-6_web.pdf.
2. Voronkova A.V. (2023). Delivery of health care to insured citizens of Kemerovo Region — Kuzbass in the day hospital outside the region. *Obligatory Medical Insurance in the Russian Federation*, 2, 42–45 (in Russ.). URL: http://omsjournal.ru/wp-content/uploads/2023/06/oms_2023-2_web.pdf.
3. Danilov A.V., Moskovchenko K.B. (2018). Interregional settlements in MHI system and their impact on regional health care. *Proceedings of Voronezh State University. Series: Economics and Management*, 2, 25–32 (in Russ.). URL: http://www.vestnik.vsu.ru/pdf/econ/2018/02/2018-02-04.pdf.
4. Kadyrov F.N., Obukhova O.V. et al. (2020). The problems of paying for medical care provided to residents of other subjects of the Russian Federation within the framework of compulsory medical insurance. *Manager of Health Care*, 3, 69–77 (in Russ.). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-oplaty-meditsinskoy-pomoschi-okazannoy-zhitelyam-drugih-subektov-rossiyskoy-federatsii-v-ramkah-obyazatelnogo/pdf.
5. Kudelina O.V., Tsaizer D.V. (2024). Improving the organization of medical care for patients in the specialty of medical rehabilitation in the Tomsk oblast. *Siberian Journal of Clinical and Experimental Medicine*, 39, 3, 173–180 (in Russ.). https://doi.org/10.29001/2073-8552-2024-39-3-173-180.
6. Murzina O.G. (2021). Problems of interregional settlements between territorial MHI funds and their solutions. *Russia: Trends and Development Prospects*, 16, 2, 684–686 (in Russ.). URL: https://cyberleninka.ru/article/n/problemy-mezhterritorialnyh-raschetov-mezhdu-territorialnymi-fondami-obyazatelnogo-meditsinskogo-strahovaniya-subektov-rf-i-puti-ih/pdf.
7. Chuprov A.D., Rogacheva O.A. et al. (2023). Problems of realizing the rights of citizens insured in the system of compulsory medical insurance in patients of the federal ophthalmological medical center. *Medicina*, 11, 3, 18–24 (in Russ.). https://doi.org/10.29234/2308-9113-2023-11-3-18-24.
8. Shishkin S.V., Ponkratova O.F. (2021). Territorial disparity between tariffs for inpatient care in the compulsory health insurance. *Public Administration Issues*, 1, 75–99 (in Russ.). URL: https://vgmu.hse.ru/article/view/25086/20606.
9. Kudrin A.L. (eds.). (2021). Economics and economic policy in the context of a pandemic. Moscow: Izdatel'stvo Instituta Gaidara. URL: https://www.iep.ru/files/text/Gaidar_IEP_monographs/Ec_virus-text.pdf.

Информация об авторе

***Наталья Николаевна Сисигина**, научный сотрудник Центра финансов здравоохранения Научно-исследовательского финансового института Минфина России, г. Москва; главный специалист отдела методологического обеспечения проведения комплексной оценки технологий в здравоохранении Центра экспертизы и контроля качества медицинской помощи Минздрава России, г. Москва*

Information about the author

***Natalya N. Sisigina**, Research Fellow at the Center for Health Finance, Financial Research Institute, Moscow; Chief Specialist of the Department of Methodological Support for Comprehensive Health Technology Assessment, Center for Healthcare Quality Assessment and Control, Moscow*

Статья поступила в редакцию 13.10.2025
Одобрена после рецензирования 12.03.2026
Принята к публикации 07.07.2026

The article submitted October 13, 2025
Approved after reviewing March 12, 2026
Accepted for publication July 7, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-120-134

CC BY

Концепции страховых циклов: эволюция взглядов от классики до современности

Татьяна Дмитриевна Одинокова
E-mail: odinokovatd@usue.ru, ORCID: 0000-0003-2546-2781
Уральский государственный экономический университет, г. Екатеринбург, Российская Федерация
Елена Борисовна Дворядкина
E-mail: dvoryadkina@usue.ru, ORCID: 0000-0001-5163-0334
Уральский государственный экономический университет, г. Екатеринбург, Российская Федерация
Наталья Владимировна Шарапова
E-mail: sharapov.66@mail.ru, ORCID: 0000-0002-5247-0683
Уральский государственный экономический университет, г. Екатеринбург, Российская Федерация

Аннотация
Страховой (андеррайтинговый) цикл — периодическая смена «мягкого» и «жесткого» рынков — долго оставался за рамками системной теории, хотя практические последствия цикличности очевидны: от прибыльности страховщиков до регуляторных стратегий. Цель данной статьи — систематизировать эволюцию теоретических концепций страховых циклов, выделив сменяющие друг друга парадигмы, их детерминанты, методологию и ограничения. На основе интегрированного методологического подхода, сочетающего историко-аналитический, системный и сравнительный анализ, в статье предложена периодизация научных парадигм, объясняющих циклы: распределение рисков (XIX в. — 1920-е гг.), рыночная эндогенность (1950–1980-е гг.), финансово-институциональная сложность (1990–2010 гг.) и гибридные системные циклы (с 2011 г. по н. в.). Новизна работы — в авторской периодизации парадигм страховых циклов. Остальные полученные результаты — систематизация современных драйверов с разделением на прямые и косвенные индикаторы, описание регулятора как активного участника циклов, описание механизма наложения шоков на примерах COVID-19, кибератак 2020–2023 гг. и санкций 2022 г. в отношении России — носят характер аналитических обобщений и на самостоятельную новизну не претендуют. Показано, что после 2011 г. незавершенное восстановление после одного шока усиливает следующий, переводя рынок в режим пульсирующей волатильности.

Ключевые слова: *андеррайтинговый цикл, цикличность в страховании, теория риска, перестрахование, климатические риски, регуляторная политика*

JEL: *G22, G18, E32*

Благодарности: *авторы выражают благодарность анонимным рецензентам и редакции журнала за ценные замечания, способствовавшие улучшению статьи.*

Для цитирования: *Одинокова Т. Д., Дворядкина Е. Б. и др. Концепции страховых циклов: эволюция взглядов от классики до современности // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 120–134. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-120-134.*

© Одинокова Т. Д., Дворядкина Е. Б., Шарапова Н. В., 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-120-134

Concepts of Insurance Cycles: The Evolution of Views from Classics to Modernity

Tatiana D. Odinokova[1], ***Elena B. Dvoryadkina***[2], ***Natalia V. Sharapova***[3]

[1–3] *Ural State University of Economics, Yekaterinburg, Russian Federation*

[1] *odinokovatd@usue.ru, https://orcid.org/0000-0003-2546-2781*
[2] *dvoryadkina@usue.ru, https://orcid.org/0000-0001-5163-0334*
[3] *sharapov.66@mail.ru, https://orcid.org/0000-0002-5247-0683*

Abstract
The insurance (underwriting) cycle — the periodic alternation of "soft" and "hard" markets — has long remained outside the framework of systematic theory, although the practical consequences of cyclical behavior are obvious: from the profitability of insurers to regulatory strategies. The purpose of this article is to systematize the evolution of theoretical concepts of insurance cycles, highlighting the changing paradigms, their determinants, methodology and limitations. Based on an integrated methodological approach combining historical and analytical, systemic and comparative analysis, the article proposes a periodization of scientific paradigms explaining cycles: risk distribution (XIX — 1920s), market endogeneity (1950s – 1980s), financial and institutional complexity (1990–2010) and hybrid system cycles (2011 — present). The novelty lies in the author's periodization of insurance cycle paradigms. The rest of the results obtained — a systematization of modern drivers divided into direct and indirect indicators, a description of the regulator as an active participant in cycles, a description of the mechanism of shock imposition using the examples of COVID-19, cyberattacks of 2020–2023 and sanctions of 2022 for Russia — are analytical generalizations and do not claim to be independent novelty. It has been shown that after 2011, an incomplete recovery after one shock reinforces the next, putting the market in a mode of pulsating volatility.

Keywords: *underwriting cycles, cyclicity in insurance, risk theory, reinsurance, climate risks, regulatory policy*

JEL: *G22, G18, E32*

Acknowledgments: *The authors express their gratitude to the anonymous reviewers and the Editorial board of the Financial Journal for their valuable comments that contributed to improving the article.*

For citation: *Odinokova T.D., Dvoryadkina E.B. et al. (2026). Concepts of Insurance Cycles: The Evolution of Views from Classics to Modernity. Financial Journal, 18 (4), 120–134 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-120-134.*

© Odinokova T.D., Dvoryadkina E.B., Sharapova N.V., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Страховой (андеррайтинговый) цикл — смена «мягкого» и «жесткого» рынков [Cummins, Outreville, 1987] — известен эмпирически: колебания зафиксированы на рынках США, ЕС и Азии [Venezian, 1985; Lamm-Tennant, Weiss, 1997; Chen, Wong et al., 1999; Hofmann, Sattarhoff, 2023]. Однако теоретические объяснения данного феномена остаются разрозненными — от информационных лагов [Harrington, 1984] до несовершенства капитала [Froot, 2001] — и не сложились в единую рамку.

Между тем рисковая среда меняется: катастрофические убытки, по данным Munich Re[1], в 2024 г. превысили 300 млрд долл. США; киберриски, по данным Statista's Market

[1] *Munich Re. Climate change is showing its claws: The world is getting hotter, resulting in severe hurricanes, thunderstorms and floods. Munich: Munich Re. 2025. URL: https://reliefweb.int/attachments/ebac54b3-3560-471b-acfc-8a5ac1f35c4c/MunichRe-Mediarelease2025-NatCat2024.pdf.*

Insights[2], могут вырасти с 9,22 до прогнозных 13,82 трлн долл. США к 2028 г., а геополитическая фрагментация создает дополнительные шоки для перестраховочного рынка. Российский рынок — регулируемый, с высокой долей обязательных видов и госучастием через Российскую национальную перестраховочную компанию (РНПК) — сталкивается с санкциями и структурной трансформацией. Анализ цикличности в таких условиях необходим и для регулятора, и для самих страховщиков.

Целью статьи является систематизация эволюции теоретических концепций страховых циклов путем выделения сменяющих друг друга парадигм, выявления их детерминант, методологических особенностей и ограничений. В отличие от хронологического обзора, в предлагаемой работе используется понятие парадигмы в соответствии с концепцией Т. Куна [Kuhn, 1962] как совокупности допущений, определяющих, какие факторы считаются значимыми и какие методы — допустимыми для объяснения цикличности.

Для достижения цели поставлены следующие задачи:

1) определить сущность страхового цикла, разграничив его с андеррайтинговым циклом (под которым понимаются колебания операционной прибыльности и условий принятия рисков) и с макроэкономическими бизнес-циклами;

2) предложить периодизацию парадигм в исследовании страховых циклов — от XIX века до настоящего времени;

3) провести сравнительный анализ парадигм по детерминантам, методологии, примерам кризисов и ограничениям;

4) на базе данного анализа сформулировать рекомендации для регуляторов и страховщиков, включая российский контекст.

Объект исследования — коммерческое страхование (non-life сегмент). Страхование жизни, социальное и взаимное страхование исключены из-за иных финансовых механизмов и горизонтов. Под «страховым циклом» далее подразумевается обобщающее понятие, включающее андеррайтинговые колебания, динамику капитала и институциональных условий.

МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В работе использованы три методологических подхода: историко-аналитический — для отслеживания эволюции концепций; системный анализ — для выявления связей в страховой экосистеме; сравнительный — для поиска универсальных закономерностей.

Эмпирическая база включает референтные кризисы[3] (1984–1986, 2001, 2005, 2008, 2020), данные Munich Re, Swiss Re, Банка России за период 2020–2025 гг., а также работы Ф. Х. Найта и других авторов.

РЕЗУЛЬТАТЫ

1. Теоретические основы: понятие и сущность страхового цикла

Страховой цикл — это повторяющаяся во времени смена фаз рыночной конъюнктуры, проявляющаяся в колебаниях объемов премий, тарифных ставок, прибыльности и условий страхового покрытия. Специфика страхового цикла — меньшая регулярность по сравнению с андеррайтинговым циклом и высокая чувствительность к катастрофическим событиям. Страховой цикл необходимо отличать от андеррайтингового, который

---

[2] *Cybercrime Expected to Skyrocket in Coming Years: Statista's Market Insights, 2024. URL: https://www.statista.com/chart/28878/expected-cost-of-cybercrime-until-2027/.*

[3] *Под референтными кризисами здесь понимаются исторические эпизоды «жесткого» рынка страхования, зафиксированные в эмпирических исследованиях (Hartwig, Cummins, Weiss и др.) как ключевые точки перелома андеррайтинговых циклов.*

представляет собой более узкое понятие — циклические колебания операционной прибыльности и стандартов андеррайтинга, обусловленные внутренними рыночными механизмами (конкуренцией, информационными лагами, поведением страховщиков). Страховой цикл включает также инвестиционную доходность, регуляторные изменения, динамику перестраховочного рынка и доступность капитала. В данной работе термин «страховой цикл» используется как обобщающий; при обращении к конкретным моделям, описывающим колебания именно андеррайтинговой маржи, применяется термин «андеррайтинговый цикл».

Как справедливо отмечают авторы статьи [Hofmann, Sattarhoff, 2023], цикл андеррайтинга по своей природе аналогичен как общим макроэкономическим циклам (бизнес-циклам), так и финансовым рыночным циклам, проявляющимся в виде бычьих и медвежьих рынков с характерной для них динамикой цен на активы. Данное наблюдение подчеркивает фундаментальную взаимосвязь между процессами андеррайтинга и более широкими экономическими тенденциями. Тем не менее для полного понимания природы страховых колебаний необходимо выделить их уникальные характеристики, которые не укладываются в рамки традиционных макроэкономических теорий.

Так, в отличие от классических макроэкономических циклов Дж. Китчина, К. Жюгляра, Н. Д. Кондратьева, которые подчинены относительно устойчивым временным паттернам и обусловлены колебаниями инвестиций, занятости и денежной массы, страховые циклы обладают меньшей регулярностью, выраженной асинхронностью между регионами и высокой чувствительностью к катастрофическим событиям.

В российской литературе цикличность страхового рынка исследуется в работе [Тетин, 2015], где автор анализирует институциональные причины волнообразного развития. Отдельные факторы — климатические, цифровые, регуляторные — рассматривают представители научных школ МГУ, СПбГУ, МГИМО, РЭУ им. Г. В. Плеханова и Финансового университета при Правительстве РФ (см.: [Брызгалов, Цыганов, 2025] и др.). Однако сквозной периодизации теорий страхового цикла в этих работах нет, что обусловливает актуальность данной статьи.

Эмпирические оценки указывают на медианную длительность цикла в 6–7 лет [Venezian, 1985; Cummins, Outreville, 1987; Lamm-Tennant, Weiss, 1997], хотя более поздние исследования [Meier, Outreville, 2006; Hofmann, Sattarhoff, 2023] фиксируют удлинение до 8–9 лет, что может отражать как изменение методологии, так и реальное замедление адаптации цен к шокам. При этом длительность циклов варьируется по сегментам: в страховании имущества — 5–7 лет, в ответственности — 8–12 лет [Fung, Lai et al., 1998].

В теории выделяют две фазы страхового цикла [Simmons, Cross, 1986; Cummins, Outreville, 1987; Harrington, 1984]. В фазе «мягкого» рынка (или «повышенного предложения»), которая возникает в условиях избыточной капитализации страхового сектора, низкой исторической убыточности и высокой конкуренции, страховщики снижают тарифы, расширяют покрытия и упрощают андеррайтинг. Данная фаза часто подпитывается не только внутренней прибыльностью, но и притоком альтернативного капитала (например, ценные бумаги ILS[4], хедж-фонды), что дополнительно ослабляет ценовую дисциплину.

Напротив, фаза «жесткого» рынка (или «ограниченного предложения») — реакция на системный стресс: серию крупных убытков (например, климатических катастроф), регуляторные изменения, коллапс перестраховщика или внезапный рост системных рисков (например, пандемия или кибератаки). Страховщики повышают тарифы, вводят лимиты

[4] *Insurance-Linked Securities (ILS) — финансовые инструменты, которые связывают страховые риски с рынками капитала (в т. ч. Cat Bonds, или CAT-облигации, позволяющие страховщикам переложить риск природных катастроф на инвесторов).*

по рискам, сокращают страховые суммы и ужесточают андеррайтинг. Перестраховочная емкость сжимается, спрос падает из-за снижения доступности покрытия.

Для иллюстрации цикличности приведено несколько референтных эпизодов: кризис страхования гражданской ответственности в США (1984–1986); последствия терактов 11 сентября 2001 г.; ураган Катрина (2005); пандемия COVID-19 (2020). Названные кризисы демонстрируют, что фазы сжатия предложения и роста тарифов следуют за системными шоками, а возврат к «мягкости» занимает 2–4 года при условии восстановления капитала.

Для количественной оценки фаз цикла используется система индикаторов (табл. 1). Традиционные индикаторы (коэффициент убыточности, емкость перестраховочного рынка, волатильность акций страховщиков) отражают внутреннюю динамику рынка. Современные индикаторы — индексы климатической волатильности, частоты кибератак, геополитической нестабильности или поведенческие метрики — имеют косвенный характер: они характеризуют изменение внешних факторов, способных повлиять на предложение или спрос, но не являются прямыми измерителями цикла. Их использование требует дополнительной верификации на национальных данных.

Приведенная классификация показывает, что диагностика фаз страхового цикла требует комбинации прямых операционных метрик (коэффициент убыточности, комбинированный коэффициент, емкость перестрахования) и косвенных показателей внешней среды. Традиционные индикаторы остаются основой для ретроспективной оценки фазы, тогда как современные (климатические, цифровые, поведенческие) служат сигналами раннего предупреждения, однако их прогностическая сила ограничена региональной гетерогенностью и нелинейностью связи с рыночными процессами. Выбор конкретного набора индикаторов зависит от целей анализа: для регулятора приоритетны макропруденциальные маркеры (комбинированный коэффициент, достаточность капитала), для страховщика — показатели конкуренции и перестраховочной емкости.

Таблица 1

Ключевые индикаторы циклической динамики страхового рынка

Категория	Индикатор	Описание / Расчет	Интерпретация	Тип связи	Примеры использования в научных работах
Традиционные (финансово-операционные)*	Коэффициент убыточности	(Выплаты + изменение резервов убытков***) / Заработанные премии	>70–80% — фаза «жесткого» рынка; <60% — «мягкий» рынок	Прямой (операционный измеритель)	Cummins, Outreville (1987); Venezian (1985)
	Комбинированный коэффициент	Понесенные убытки + Расходы / Заработанные премии	>100% — андеррайтинговый убыток («жесткая» фаза); <100% — прибыль, стимулирует снижение тарифов	Прямой	Swiss Re Sigma (ежегодно); Hofmann, Sattarhoff (2023)
	Соотношение премии к резервам	Премии / Технические резервы	Низкое значение — недостаток капитала; высокое — избыток	Прямой	Doherty, Garven (1992)
	Емкость перестраховочного рынка	Объем доступного перестраховочного покрытия (премии или лимиты); измеряется как отношение перестраховочной премии к прямой	Снижение — сигнал перехода к «жесткому» рынку и дефициту капитала; рост — предшествует снижению тарифов	Прямой (структурный)	Harrington, Niehaus (2000); Froot (2001)
	Волатильность акций страховщиков	Стандартное отклонение доходности акций за период	Рост — рыночный стресс, обычно совпадает с ужесточением условий	Прямой (рыночный)	Doherty, Garven (1992)
	Динамика цен на ILS (CAT-облигации)	Спред доходности CAT-облигаций над безрисковой ставкой	Рост спредов — дефицит капитала, высокое восприятие катастрофического риска	Прямой	Froot (2001); Cummins, Trainar (2009)

Категория	Индикатор	Описание / Расчет	Интерпретация	Тип связи	Примеры использования в научных работах
Современные (экзогенные и поведенческие)**	Индексы климатической волатильности	Агрегированные данные по частоте/масштабу CAT-событий CLIMWIP (a), NatCatSERVICE (b)	Рост индекса — предвестник «жесткого» рынка в имущественном страховании, но с лагом 1–2 года	Косвенный (фактор предложения)	Swiss Re Institute 2018 (c), 2021 (d); IAIS 2025 (e)
	Индикаторы цифровой уязвимости	Частота и стоимость кибератак IBM X-Force (f), ENISA (g)	Эскалация — потенциальное давление на рынок киберстрахования; влияние на общий цикл не доказано	Косвенный	OECD (2024)
	Поведенческие индикаторы	Изменение уровня удержания клиентов, готовность платить за риск (NLP-анализ новостей)	Падение доверия — предвестник снижения спроса, но временной лаг не определен	Косвенный (поведенческий)	Eskildsen, Kristensen (2008); PwC (h); Hakim, Nuryasin et al. (2025)

Примечания.
** Традиционные индикаторы отражают внутреннюю динамику рынка и используются для прямого измерения фаз цикла.*
*** Современные индикаторы характеризуют изменение внешней рисковой среды — они могут выступать триггерами смены фазы, но не являются ее количественными измерителями. Их прогностическая ценность требует верификации на страновых данных.*
**** Разница между резервами убытков и резервами незаработанных премий, а также между видами (подписанными, полученными и заработанными) премий принципиальна. Для диагностики фазы цикла берутся резервы убытков (они отражают уже понесенные обязательства) и заработанные премии (заработанный доход за период).*
a — Climate Model Weighting by Independence and Performance (CLIMWIP) — статистический метод, используемый климатологами для уточнения прогнозов изменения климата путем присвоения весов различным глобальным климатическим моделям.
b — NatCatSERVICE — база данных природных катастроф компании Munich Re, которая содержит информацию об ущербе, жертвах и экономических потерях от стихийных бедствий по всему миру с 1980 г.
c — Profitability in Non-life Insurance: Mind the Gap. Цюрих: Swiss Re Institute, Sigma. 2018. № 4. URL: https://www.swissre.com/dam/jcr:2bc0a0e4-ead0-4c29-8a55-0ee9329c38b4/sigma4_2018_en.pdf.
d — Resilience Index 2021: a cyclical growth recovery, but less resilient world economy. Цюрих: Swiss Re Institute, Sigma, 2021. URL: https://www.swissre.com/dam/jcr:ca784019-cd41-45fb-81ed-9379f2cd91e3/swiss-re-institute-sigma-resilience-index-update-june-2021.pdf.
e — Application Paper on the supervision of climate-related risks in the insurance sector. Switzerland: International Association of Insurance Supervisors (IAIS). 2025. 126 p. URL: https://www.iais.org/uploads/2025/04/Application-Paper-on-the-supervision-of-climate-related-risks-in-the-insurance-sector.pdf.
f — IBM X-Force — подразделение IBM Security, которое занимается исследованиями и реагированием на киберугрозы.
g — European Union Agency for Cybersecurity (ENISA) — Европейское агентство по кибербезопасности.
h — Read the General Insurance Sentiment Index snapshot. PwC. 2023. URL: https://www.pwc.co.uk/insurance/assets/pdf/insurance-sentiment-index-2024-general-insurance.pdf.
Источник: составлено авторами.

Ключевым теоретическим прорывом стала работа Ф. Х. Найта «Risk, Uncertainty and Profit» [Knight, 1921], в которой впервые было проведено различие между риском (измеримой и статистически оцениваемой неопределенностью) и истинной неопределенностью — состоянием, в котором вероятности будущих событий не могут быть определены. Концептуальное разграничение между риском и истинной неопределенностью позволило впервые рассматривать страховые циклы как реакцию на непредсказуемость будущего, а не на случайные отклонения. Исследователь показал, что прибыль в условиях неопределенности возникает не вследствие эффективного распределения ресурсов, а как компенсация за принятие решений в условиях, не поддающихся количественной оценке. Данная концепция заложила основу для последующего понимания цикличности как системного следствия ограниченной предсказуемости и асимметрии информации между участниками рынка.

2. Парадигма рыночной эндогенности (1950–1980-е гг.)

В этот период исследования сместились с внешних катастроф и макроэкономических циклов на внутренние механизмы самого страхового рынка. Цикличность стали рассматривать как эндогенный феномен, порожденный конкуренцией, информационными лагами, запаздывающей реакцией страховщиков на изменение рыночных условий.

Концептуальную основу заложили работы Ф. А. Хайека по теории делового цикла, роли информации и концепции спонтанного порядка. Хотя Хайек напрямую не исследовал страхование, его идея о том, что искажение ценовых сигналов из-за неполноты информации может порождать колебания, стала важной предпосылкой. В страховании этот механизм проявляется через запаздывание в обновлении тарифов и асимметрию информации между участниками рынка.

Наиболее влиятельным вкладом данного периода стали работы Р. Витта [Witt, 1979], в которых он количественно оценил связь между убыточностью, прибыльностью и объемом премий, подтвердив гипотезу о запаздывающей реакции страховщиков, что легло в основу рыночной теории цикла.

Исследователи данного периода по большей части лишь фиксировали наличие цикла и его признаки, не пытаясь объяснить причины, — они считали это естественной особенностью рынка.

В 1980-е гг. акцент в исследованиях страховых циклов сместился с описательного анализа на разработку формализованных экономических моделей, направленных на эмпирическую верификацию и теоретическое обоснование андеррайтингового цикла как эндогенного феномена. В рамках этого направления особое значение приобрели работы С. Э. Харрингтона, который продемонстрировал, что цикличность возникает из-за отсутствия эффективных рыночных ограничений и системных искажений в процессах принятия решений. В частности, страховщики, стремясь увеличить долю рынка в фазе низкой убыточности, снижают тарифы и смягчают андеррайтинг, что ведет к ухудшению результатов и последующему ужесточению. Ключевой механизм — ретроспективный характер принятия решений: текущая политика строится на данных прошлых периодов, что неизбежно приводит к запаздывающей реакции на изменяющиеся рыночные условия [Harrington, 1984].

Позднее Дж. Д. Камминс и Дж. Ф. Аутревилл формализовали модель, в которой даже при рациональных ожиданиях циклы сохраняются из-за институциональных лагов, показав, что «цикличность прибыли — это цена, которую необходимо заплатить, чтобы удержать расходы на андеррайтинг в приемлемых (управляемых) пределах» [Cummins, Outreville, 1987]. Как позже отметил Л. А. Бергер, именно такой механизм — институциональные лаги плюс негибкость цен — закрепляет инерционность и усиливает амплитуду колебаний [Berger, 1988].

Дополнительным фактором является несовершенство регуляторных и бухгалтерских систем, не позволяющее своевременно отражать реальное финансовое состояние компаний и тем самым способствующее принятию решений на основе искаженной информации [Venezian, 1985]. Автор статьи [McGee, 1986] указал, что даже при рациональных ожиданиях относительно цен гетерогенность ожиданий страховщиков по поводу будущих убытков создает дополнительную цикличность. В результате, как отмечено в исследовании [Harrington, 1992], достаточно хотя бы одного из этих факторов — а на практике их совокупного действия — для возникновения и воспроизводства циклической динамики.

В качестве эмпирического примера можно привести кризис страхования гражданской ответственности в США (1984–1986): комбинированный коэффициент вырос до 120%, страховщики массово отказывались от покрытия экологических и медицинских рисков, тарифы выросли на 200–300% [Harrington, 1984]. Исследователи этого периода

объясняли кризис не столько ростом убытков, сколько конкурентной гонкой во время предыдущей «мягкой» фазы (1980–1983), когда тарифы были искусственно занижены.

Ограничения парадигмы: модели рыночной эндогенности хорошо работали на локальных рынках, но не объясняли, почему циклы все чаще совпадают по времени в разных странах, и не учитывали перестраховочный капитал. К концу 1980-х синхронизация через глобальный перестраховочный рынок стала очевидной — это и подтолкнуло к смене парадигмы.

3. Парадигма финансово-институциональной сложности (1990–2010 гг.)

С начала 1990-х гг. страховые циклы стали рассматриваться сквозь призму взаимодействия с глобальными финансовыми рынками и институциональными изменениями. Этому способствовало несколько факторов: углубление интеграции финансовых рынков, развитие альтернативных механизмов передачи риска (ILS, CAT-облигации), учащение крупных катастрофических событий и ужесточение регуляторных требований (Solvency II[5]). В рамках данной парадигмы цикличность перестала быть просто внутренним механизмом рынка — она стала результатом взаимодействия страхового капитала с фондовыми рынками, перестрахованием и регуляторной средой.

В статье [Cummins, Doherty, 2002] на данных по имущественному страхованию США показано: чем выше инвестиционный доход, тем дольше страховщики готовы терпеть низкую андеррайтинговую прибыль. «Мягкий» рынок держится не только на конкуренции, но и на притоке капитала с фондового рынка — через ILS и секьюритизацию. В работе [Froot, 2001] автор добавил к этому механизм: после катастроф перестраховочная емкость сжимается, и привлечь капитал через CAT-облигации можно, но ценообразование в условиях редких крупных убытков остается проблемой.

В исследовании [Grace, Hotchkiss, 1995] показано, что регулирование и требования к платежеспособности влияют на готовность страховщиков принимать риски, а значит — на амплитуду цикла. Авторы работы [Lamm-Tennant, Weiss, 1997] на межстрановых данных выявили: страховые циклы асинхронны относительно макроэкономических, но синхронизируются через перестрахование — отсюда необходимость международной координации надзора.

Эмпирическим примером здесь могут служить последствия терактов 11 сентября 2001 г.: совокупные убытки около 40 млрд долл. США, резкое сжатие перестраховочной емкости, рост тарифов по авиационному и коммерческому страхованию на 50–100%. Восстановление заняло 2–3 года, причем главную роль сыграл приток капитала через CAT-облигации и альтернативные механизмы [Froot, 2001]. Второй пример — ураган Катрина (2005): убытки 125 млрд долл. США, комбинированный коэффициент в имущественном страховании США вырос до 115%, но цикл ужесточения был короче и менее глубоким, чем в 2001 г., благодаря развитому рынку ILS.

К ограничениям парадигмы следует отнести то, что модели финансово-институциональной сложности не учитывают мультипликативное наложение нескольких типов шоков (климат + кибер + геополитика) и не объясняют, почему после 2011 г. циклы стали короче и менее предсказуемы. Данный пробел закрывает следующая парадигма.

---

[5] *Международные стандарты для страховых компаний Solvency II разработаны Европейским управлением по страхованию и пенсионному обеспечению (European Insurance and Occupational Pensions Authority — EIOPA). Главная цель нового режима — защита интересов потребителей страховых услуг; обеспечение финансовой стабильности — в числе второстепенных задач. Solvency II также призваны содействовать развитию интеграции в страховом секторе ЕС при помощи унифицированного регулирования и надзора, равных условий конкуренции в данной области. URL: https://moluch.ru/archive/241/55837?ysclid=mrc4tt45vh705691004.*

4. Парадигма гибридных системных циклов (2011 г. – н. в.)

После 2011 г. шоки идут через 1–3 года: климатические катастрофы, кибератаки, пандемия, геополитическая фрагментация. В интервалах между ними рынок не успевает вернуться в устойчивую «мягкую» фазу. Циклы сжались до 4–6 лет (было 6–9), амплитуда выросла, предсказуемость упала.

Как показали авторы статьи [Cummins, Weiss, 2016], традиционные модели резервирования недооценивают системные риски в условиях повторяющихся катастроф. Между тем в работе [Weiss, Bostandzic et al., 2013] исследователи выявили, что стабилизирующая роль CAT-облигаций снижается при высокой синхронизации шоков. В статье [Hofmann, Sattarhoff, 2023] на данных 1990–2022 гг. подтверждено: включение катастрофических событий в регрессионную модель улучшает прогноз комбинированного коэффициента, а после 2011 г. «мягкие» фазы стали короче.

Ниже приведена динамика комбинированного коэффициента non-life в США, ЕС и Германии за 2010–2024 гг. (табл. 2). Она показывает чередование «мягких» (ниже 100%) и «жестких» (выше 100%) фаз, где германский рынок выступает индикатором общеконтинентальных сдвигов.

Таблица 2

Комбинированный коэффициент (non-life), США, ЕС и Германии, 2010–2024, %

Год	США (non-life/ P&C)	ЕС (non-life среднее)	Рынок Германии (весь non-life)	Главные триггеры и макроэкономический контекст
2010	102,4	96,8	97,9	«Мягкий» рынок (США) / Переходный (ЕС). Избыток капитала после кризиса 2008 г. ведет к демпингу в США (убыток). В ЕС автостраховщики ведут ценовые войны
2011	108,1	97,5	98,8	Переход к «жесткому» рынку (США). Рекордные убытки от природных катастроф сжигают капитал. Компании в США начинают вынужденно закручивать гайки. В ЕС затяжная стагнация тарифов
2012	103,2	96,4	99,1	Начало «жесткого» рынка (США). Ураган Сэнди ускоряет удорожание полисов. В ЕС рынок балансирует на грани, закладывая основу для повышения тарифов в автостраховании
2013	96,2	95,1	96,4	Пик «жесткого» рынка (США/ЕС). Тарифы максимальные, а убыточность минимальная из-за отсутствия погодных аномалий. Исторический пик прибыльности андеррайтинга
2014	97,2	94,6	94,8	Начало перехода к «мягкому» рынку. Сверхприбыли прошлых лет привлекают новый капитал. Компании снова начинают снижать цены ради борьбы за долю рынка
2015	97,8	94,1	93,7	Уверенный «мягкий» рынок. Высокая конкуренция, падение стоимости коммерческого страхования. Маржинальность держится за счет инерции прошлых лет
2016	100,7	95,9	95,2	«Мягкий» рынок. В США падение цен накладывается на всплеск убытков в автостраховании (смартфоны за рулем). В ЕС запуск Solvency II искусственно сдерживает «жесткий» демпинг
2017	103,8	96,5	94,5	Драматический триггер «жесткого» рынка (США). Сезон ураганов (HIM) наносит колоссальный ущерб. Емкость рынка США падает, запускается экстренное ужесточение условий. Рынок ЕС стабилен
2018	99,3	96,2	95,6	«Жесткий» рынок (США). Двузначный рост тарифов по коммерческим линиям рисков в США. Рынок ЕС остается умеренно «мягким», маржа автолайна сжимается
2019	98,8	95,7	96,2	Сбалансированный рынок. США в фазе стабилизации после «жесткого» цикла. ЕС находится в поздней «мягкой» фазе (прибыль падает, автострахование у предела рентабельности)
2020	98,6	93,2	91,1	«Ковидная аномалия» (разрыв цикла). Искусственное падение убыточности из-за локдаунов продлило «мягкую» фазу в ЕС. Компании не повышают тарифы, создавая скрытый дефицит резервов

Год	США (non-life/ P&C)	ЕС (non-life среднее)	Рынок Германии (весь non-life)	Главные триггеры и макроэкономический контекст
2021	99,6	94,8	98,4	Предвестник «жесткого» рынка. Инфляция начинает подрывать «мягкую» модель. Катастрофа «Бернд» в Германии поглощает годовую прибыль немецкого non-life сектора
2022	102,4	97,9	99,5	Переход к супер-«жесткому» рынку. Макроэкономический шок (инфляция стоимости ремонта транспортных средств по полису ОСАГО/КАСКО). Старые тарифы «мягкого» рынка не покрывают новые убытки. Компании массово уходят с убыточных территорий
2023	101,6	99,2	101,2	Полноценный «жесткий» рынок (глобальный). Жесткий дефицит емкостей перестрахования. Перестраховщики диктуют условия целым странам. Германия уходит в системный минус
2024	96,6	97,5	98,5	Пик «жесткого» рынка. Страховщики добились беспрецедентного повышения цен (в США автолайны +15–20%, в Германии +10–15%). Восстановление прибыльности

Источник: составлено авторами по: Swiss Re, Sigma Explorer; OECD Global Insurance Market Trends за соответствующие годы; European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Insurance Statistics; Munich Re. NatCatSERVICE: Natural catastrophe database; Fitch Ratings. German Non-Life Insurance Outlook за соответствующие годы; National Association of Insurance Commissioners (NAIC).

Статистические данные указывают на существенное расширение амплитуды колебаний комбинированного коэффициента после 2011 г., сопровождавшееся сокращением продолжительности и частоты «мягких» фаз. В данных условиях классическая концепция автономных страховых циклов теряет актуальность. Страховой цикл здесь — результат не просто внутренней конкуренции, а наложения эндогенных процессов и экзогенных системных рисков. Каждый новый шок ложится на незавершенное восстановление после предыдущего, замыкая петлю обратной связи: недооцененная инфляция издержек «мягкого» рынка накладывается на климатические аномалии, вынуждая регуляторов и перестраховщиков резко и синхронно ужесточать условия, как это произошло на обоих континентах в 2023–2024 гг.

В статье [Cummins, Barrieu, 2013] описано, как страховщики используют гибридные продукты (ILS, свопы, фьючерсы) для привлечения капитала в «жесткой» фазе — это смягчает цикл, но не отменяет его.

В качестве примера можно привести несколько наблюдений.

COVID-19 (2020 г.) на фоне незавершенного восстановления после торговых войн и геополитической фрагментации (2018–2019 гг.). К началу 2020 г. глобальный non-life-рынок еще не полностью абсорбировал последствия роста протекционизма и неопределенности вокруг Brexit: по данным Swiss Re Institute (2021 г.[6]), индекс глобальной устойчивости страхового сектора снижался с 2018 г., а достаточность капитала крупнейших перестраховщиков находилась на нижней границе целевого диапазона. Пандемия наложилась на уже ослабленную капитализацию — комбинированный коэффициент по non-life США вырос до 108% в 2020 г. и оставался выше 100% до 2022 г., хотя после «стандартных» катастрофических событий предыдущих десятилетий возврат к прибыльности занимал 1–2 года [Cummins, Outreville, 1987; Harrington, 1984]. Результат — «мягкая» фаза, которая обычно следовала за кризисом, была пропущена, и рынок перешел в режим повышенной волатильности без полноценного восстановления.

Кибератаки 2020–2023 гг. (SolarWinds, Colonial Pipeline, LockBit) на фоне постпандемического сжатия емкости. Спрос на киберстрахование экспоненциально вырос еще

[6] *Resilience Index 2021: a cyclical growth recovery, but less resilient world economy. Цюрих: Swiss Re Institute, Sigma, 2021. URL: https://www.swissre.com/dam/jcr:ca784019-cd41-45fb-81ed-9379f2cd91e3/swiss-re-institute-sigma-resilience-index-update-june-2021.pdf.*

в 2020 г. (рост подключений удаленной работы и цифровизация бизнеса), но тарифы не успели отразить лавинообразный рост частоты атак. Серия крупных убытков (SolarWinds — декабрь 2020 г., Colonial Pipeline — май 2021 г.) пришлась на момент, когда рынок еще не восстановил буферы после пандемии. По оценкам OECD, S&P Global Market Intelligence, тарифы по киберстрахованию выросли на 50–100% в 2021–2022 гг. — без «мягкой» фазы, которая в «нормальном» цикле предшествует ужесточению. Это нарушение последовательности фаз указывает на гибридный характер цикла: шоки разных типов накладываются, не давая рынку пройти полный цикл [Cummins, Weiss, 2016].

Для российского рынка данная парадигма актуальна вдвойне, поскольку санкционные ограничения привели к отказу западных перестраховщиков, а создание РНПК стало примером институциональной адаптации — квазигосударственный перестраховщик выполняет роль буфера (см.: [Зубарев, Полбин и др., 2024]; данные Банка России). Это пример институциональной адаптации, сглаживающей внешние шоки в условиях дефицита глобальной емкости рынка страхования.

Во всех трех случаях главный паттерн — незавершенное восстановление после одного шока — служит усилителем для следующего, что переводит страховую систему из режима циклических колебаний (чередование «мягкой»/«жесткой» фаз с предсказуемой длительностью) в режим пульсирующей волатильности с трендовым сжатием емкости в уязвимых сегментах (климат, кибер, геополитика). Как отмечается в статье [Hofmann, Sattarhoff, 2023], включение катастрофических событий в модели андеррайтингового цикла значимо улучшает прогноз комбинированного коэффициента, подтверждая, что гибридная парадигма требует перехода от моделей «среднего цикла» к сценарному стресс-тестированию множественных наложений.

Главное отличие данной парадигмы от предыдущих — признание, что «мягкий» рынок может не восстановиться в прежнем виде из-за непрерывной серии шоков. Это означает не столько циклическую динамику, сколько переход к новой нормальности с повышенной волатильностью и структурным дефицитом страховой емкости в отдельных сегментах (климат, кибер, геополитические риски). Такой режим требует от регуляторов и страховщиков перехода от традиционного циклического управления к проактивной устойчивости.

Однако у парадигмы также имеются свои ограничения — в частности, концептуальная рамка гибридных циклов пока слабо операционализирована: нет стандартизированных индексов, которые бы количественно отличали «обычный» цикл от гибридного режима. Нужна дальнейшая верификация на страновых данных.

5. Сравнительный анализ и ключевые тенденции эволюции

Сравнение парадигм (табл. 3) выявляет несколько сквозных тенденций.

Таблица 3

Сравнительный анализ парадигм страховых циклов

Критерий	Парадигма распределения рисков (XIX в. – 1920-е гг.)	Парадигма рыночной эндогенности (1950–1980-е гг.)	Парадигма финансово-институциональной сложности (1990–2010 гг.)	Парадигма гибридных системных циклов (2011 г. – н. в.)
Доминирующая теория	Классическая политэкономия, статистическая теория риска	Неоклассическая экономика, теория информации	Новая институциональная экономика, финансовая экономика	Теория сложных систем, сетевой анализ, поведенческая экономика
Причина цикличности	Случайные колебания убыточности, распределение риска во времени и пространстве	Внутренние механизмы рынка: конкуренция, информационные лаги, ретроспективное ценообразование	Взаимодействие страхового капитала с финансовыми рынками, регулирование, катастрофические события	Наложение множества системных шоков, самоусиливающиеся петли обратной связи

Критерий	Парадигма распределения рисков (XIX в. – 1920-е гг.)	Парадигма рыночной эндогенности (1950–1980-е гг.)	Парадигма финансово-институциональной сложности (1990–2010 гг.)	Парадигма гибридных системных циклов (2011 г. – н. в.)
Факторы (детерминанты)	Частота катастроф, качество андеррайтинга	Коэффициент убыточности, конкуренция, регуляторные задержки	Инвестиционный доход, перестраховочная емкость, ILS, Solvency II	Климатические риски, киберриски, геополитика, ESG, поведенческие искажения
Методология	Статистическое описание	Эконометрические модели временных рядов (ARIMA)	Структурные модели, стресс-тестирование	Сценарный анализ, машинное обучение, сетевые модели
Объект анализа	Отдельные виды страхования	Национальные рынки (преимущественно США)	Межстрановые сравнения, глобальный перестраховочный рынок	Глобальная страховая экосистема, взаимосвязь рынков
Роль регулятора	Минимальная (надзор за платежеспособностью)	Источник экзогенных шоков (дерегуляция тарифов)	Активный участник (Solvency II, достаточность капитала)	Модератор циклов (макропруденциальные буферы, проактивное регулирование)
Эмпирические иллюстрации	Пожары в крупных городах XIX в., землетрясение в Сан-Франциско (1906)	Кризис страхования гражданской ответственности в США (1984–1986)	11 сентября 2001 г., ураган Катрина (2005), финансовый кризис (2008)	COVID-19 (2020), кибератаки 2020–2023 гг., санкционные шоки (2022)
Ограничения	Не объясняет регулярность циклов, игнорирует внутреннюю динамику рынка	Не учитывает глобальную синхронизацию и роль перестрахования	Не объясняет мультипликативное наложение шоков после 2010 г.	Слабая операционализация требует верификации на страновых данных

Источник: составлено авторами.

Первая тенденция — набор факторов, объясняющих цикличность, расширился. В ранних парадигмах хватало двух переменных (убыточность, конкуренция). В гибридной их уже десяток: в частности, климат, кибер, поведение, регулирование. Инструментарий тоже изменился — от простых ARIMA до машинного обучения и сетевых моделей.

Вторая тенденция — изменение роли регулятора. Если в парадигме рыночной эндогенности регулирование воспринималось преимущественно как внешний шок (дерегуляция тарифов в США 1970-х гг. привела к агрессивной ценовой конкуренции и последующему кризису 1984–1986 гг.), то в гибридной парадигме регулятор становится проактивным модератором. Инструменты — контрциклические буферы капитала, сценарное стресс-тестирование, регуляторные песочницы — направлены не на подавление цикличности, а на повышение устойчивости системы в фазе сжатия.

Третья тенденция — смена онтологии риска. В классических моделях риск воспринимался как внешнее событие, поддающееся статистической оценке. В гибридной парадигме риск становится эмерджентным (возникшим внезапно) свойством системы: он порождается структурой взаимосвязей рынка, поведенческими паттернами и наложением шоков. Это требует перехода от прогнозирования на основе исторических данных к сценарному анализу и стресс-тестированию.

Четвертая тенденция — регионализация. Если до 2010 г. исследования страховых циклов были сосредоточены на рынках США и Западной Европы, то гибридная парадигма требует включения развивающихся рынков, включая российский. Специфика российского рынка (высокая доля обязательных видов страхования, регулирование тарифов в ОСАГО, роль РНПК как буфера, санкционные ограничения) делает его потенциально асинхронным по отношению к глобальным циклам, что требует отдельного эмпирического анализа.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Обобщение эволюции теоретических подходов к страховым циклам позволяет сформулировать следующие основные результаты.

1. Периодизация парадигм страховых циклов: распределение рисков (XIX в. – 1920-е гг.), рыночная эндогенность (1950–1980-е гг.), финансово-институциональная сложность (1990–2010 гг.), гибридные системные циклы (с 2011 г. по н. в.). Переход между ними вызван «аномалиями», не укладывавшимися в старую теорию (глобальная синхронизация, наложение шоков, потеря предсказуемости).

2. Страховые циклы отличаются от макроэкономических меньшей регулярностью, асинхронностью и чувствительностью к катастрофам. Медианная длина — 6–9 лет, но после 2011 г. «мягкие» фазы сократились, волатильность выросла.

3. Индикаторы цикличности (табл. 1) делятся на прямые (комбинированный коэффициент, емкость перестрахования) — для диагностики текущей фазы, и косвенные (климат, кибер, поведение) — для раннего предупреждения. Последние требуют верификации на национальных данных.

4. Вместо реактивного управления циклами нужна проактивная модель: макропруденциальные буферы, стресс-тестирование комбинированных шоков и согласованные действия на основе сценарного анализа, а также гибкая тарифная политика. Регулятор и страховщик — элементы адаптивной системы, стабильность которой держится на координации.

5. Ограничения: периодизация построена на данных США и Западной Европы, ее применимость к развивающимся рынкам не проверена. За рамками настоящего исследования — страхование жизни, социальное и взаимное страхование. Количественная оценка циклов на российском рынке не проводилась из-за коротких рядов, высокой доли обязательных видов страхования и госрегулирования тарифов ОСАГО.

Для Банка России предложенная систематизация — основа для внедрения контрциклических инструментов (динамические буферы, стресс-тесты гибридных сценариев). Для страховщиков — рамка для калибровки стратегий управления капиталом и перестрахованием. Результаты пригодны для учебных курсов по теории риска.

Список источников / References

1. Брызгалов Д. В., Цыганов А. А. Оппортунистическая деятельность страховщиков и ее влияние на развитие страхового рынка Российской Федерации // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. 2025. № 41 (3). С. 482–499. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_86990822_14471108.pdf. Bryzgalov D.V., Tsyganov A.A. (2025). Opportunistic activities of insurers and its impact on the development of the insurance market of the Russian Federation. *St. Petersburg University Journal of Economic Studies*, 41 (3), 482–499 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_86990822_14471108.pdf.
2. Зубарев А. В., Полбин А. В. и др. Динамика бизнес-цикла в российской экономике: первые признаки начала охлаждения? // Мониторинг экономической ситуации в России Фонда «Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара». 2024. 1 октября. URL: https://www.iep.ru/ru/doc/39031/dinamika-biznes-tsikla-v-rossiyskoy-ekonomike-pervye-priznaki-nachala-okhlazhdeniya.pdf. Zubarev A.V., Polbin A.V. et al. (2024). The dynamics of the business cycle in the Russian economy: the first signs of the beginning of cooling? Monitoring of the economic situation in Russia by the Gaidar Institute for Economic Policy Foundation. October 1 (in Russ.). URL: https://www.iep.ru/ru/doc/39031/dinamika-biznes-tsikla-v-rossiyskoy-ekonomike-pervye-priznaki-nachala-okhlazhdeniya.pdf.
3. Тетин И. А. Циклы страховой деятельности в России и макроэкономические показатели // Прикладная эконометрика. 2015. № 39 (3). С. 65–83. URL: http://pe.cemi.rssi.ru/pe_2015_3_65-83.pdf. Tetin I.A. (2015). Underwriting cycle in Russia and macroeconomic indicators. *Applied Econometrics*, 39 (3), 65–83. URL: http://pe.cemi.rssi.ru/pe_2015_3_65-83.pdf.
4. Berger L.A. (1988). A Model of the Underwriting Cycle in the Property/Liability Insurance Industry. *The Journal of Risk and Insurance*, 55 (2), 298–306. https://doi.org/10.2307/253330.

5. Chen R., Wong K.A. et al. (1999). Underwriting Cycles in Asia. *The Journal of Risk and Insurance*, 66 (1), 29–47. https://doi.org/10.2307/253876.
6. Cummins J.D., Outreville J.F. (1987). An International Analysis of Underwriting Cycles in Property-Liability Insurance. *The Journal of Risk and Insurance*, 54 (2), 246–262. https://doi.org/10.2307/252856.
7. Cummins J.D., Doherty N.A. (2002). Capitalization of the Property-Liability Insurance Industry: Overview. *Journal of Financial Services Research*, 21, 5–14. https://doi.org/10.1023/A:1014366800354.
8. Cummins J.D., Trainar P. (2009). Securitization, Insurance, and Reinsurance. *The Journal of Risk and Insurance*, 76 (3), 463–492. https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2009.01319.x.
9. Cummins J.D., Barrieu P. (2013). Innovations in Insurance Markets: Hybrid and Securitized Risk-Transfer Solutions: In book: Handbook of Insurance, 547–602. https://doi.org/10.1007/978-1-4614-0155-1_20.
10. Cummins J.D., Weiss M.A. (2016). Equity Capital, Internal Capital Markets, and Optimal Capital Structure in the US Property-Casualty Insurance Industry. *Annual Review of Financial Economics*, 8, 121–153. URL: https://www.jstor.org/stable/26774071.
11. Doherty N.A., Garven J.R. (1992). Price Regulation in Property-Liability Insurance: A Contingent-Claims Approach. In: Dionne G., Harrington S.E. (eds.) Foundations of Insurance Economics. Huebner International Series on Risk, Insurance and Economic Security. Springer, Dordrecht, 14. https://doi.org/10.1007/978-94-015-7957-5_28.
12. Eskildsen J., Kristensen K. (2008). Customer satisfaction and customer loyalty as predictors of future business potential. *Total Quality Management & Business Excellence*, 19 (7–8), 843–853. https://doi.org/10.1080/14783360802159501.
13. Froot K.A. (2001). The market for catastrophe risk: a clinical examination. *Journal of Financial Economics*, 60 (2–3), 529–571. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00052-6.
14. Fung H.-G., Lai G.C. et al. (1998). Underwriting cycles in property and liability insurance: An empirical analysis of industry and by-line data. *The Journal of Risk and Insurance*, 65 (4), 539–561. https://doi.org/10.2307/253802.
15. Grace M.F., Hotchkiss J.L. (1995). External Impacts on the Property-Liability Insurance Cycle. *The Journal of Risk and Insurance*, 62 (4), 738–754. https://doi.org/10.2307/253593.
16. Hakim L., Nuryasin I. et al. (2025). Sentiment analysis in insurance: A systematic review of approaches, techniques, and applications. *Multidisciplinary Reviews*, 8 (10), 2025323. https://doi.org/10.31893/multirev.2025323.
17. Harrington S.E. (1984). The Impact of Rate Regulation on Prices and Underwriting Results in the Property-Liability Insurance Industry: A Survey. *The Journal of Risk and Insurance*, 51 (4), 577–623. https://doi.org/10.2307/252665.
18. Harrington S.E. (1992). Prices and Profits in the Liability Insurance Market. In: Dionne G., Harrington S.E. (eds.). Foundations of Insurance Economics. *Huebner International Series on Risk, Insurance and Economic Security*, 14. Springer, Dordrecht. https://doi.org/10.1007/978-94-015-7957-5_31.
19. Harrington S.E., Niehaus G. (2000). Volatility and Underwriting Cycles. In: Dionne G. (eds.). Handbook of Insurance. Huebner International Series on Risk, Insurance, and Economic Security, 22. Springer, Dordrecht. https://doi.org/10.1007/978-94-010-0642-2_20.
20. Hofmann A., Sattarhoff C. (2023). Underwriting Cycles in Property-Casualty Insurance: The Impact of Catastrophic Events. *Risks*, 11, 75. https://doi.org/10.3390/risks11040075.
21. Knight F.H. (1921). Risk, Uncertainty and Profit. Boston and New York, DC: Houghton Mifflin Company. 388 p. URL: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/books/risk/riskuncertaintyprofit.pdf.
22. Kuhn T. (1962). The Structure of Scientific Revolutions. Chicago, DC: The University of Chicago Press, 237 p. https://www.lri.fr/~mbl/Stanford/CS477/papers/Kuhn-SSR-2ndEd.pdf.
23. Lamm-Tennant J., Weiss M.A. (1997). International Insurance Cycles: Rational Expectations/Institutional Intervention. *The Journal of Risk and Insurance*, 64 (3), 415–439. https://doi.org/10.2307/253758.
24. McGee R.T. (1986). The cycle in property/casualty insurance. *Quarterly Review*, 11 (Aut.), 22–30. URL: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/quarterly_review/1986v11/v11n3article3.pdf.
25. Meier U., Outreville J. (2006). Business Cycles in Insurance and Reinsurance: The Case of France, Germany and Switzerland. *Journal of Risk Finance*, 7, 160–176. https://doi.org/10.1108/15265940610648607.
26. Simmons L.F., Cross M.L. (1986). The Underwriting Cycle and the Risk Manager. *The Journal of Risk and Insurance*, 53 (1), 155–163. https://doi.org/10.2307/252273.
27. Venezian E.C. (1985). Ratemaking Methods and Profit Cycles in Property and Liability Insurance. *The Journal of Risk and Insurance*, 52 (3), 477–500. https://doi.org/10.2307/252782.
28. Weiss G., Bostandzic D. et al. (2013). Catastrophe Bonds and Systemic Risk. *SSRN Electronic Journal*. URL: https://www.researchgate.net/publication/272531392_Catastrophe_Bonds_and_Systemic_Risk.
29. Witt R.C. (1979). An Economic Appraisal of Territorial Pricing Issues in Automobile Insurance. *The Journal of Risk and Insurance*, 46 (1), 33–60. https://doi.org/10.2307/251632.

Информация об авторах

***Татьяна Дмитриевна Одинокова**, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры бухгалтерского учета и аудита Уральского государственного экономического университета, г. Екатеринбург*
***Елена Борисовна Дворядкина**, доктор экономических наук, профессор, директор Института экономики и финансов Уральского государственного экономического университета, г. Екатеринбург*
***Наталья Владимировна Шарапова**, доктор экономических наук, доцент, заведующая кафедрой бухгалтерского учета и аудита Уральского государственного экономического университета, г. Екатеринбург*

Information about the authors

***Tatiana D. Odinokova**, Doctor of Economic Sciences, Docent, Professor of Accounting and Auditing Department, Ural State University of Economics, Yekaterinburg*
***Elena B. Dvoryadkina**, Doctor of Economic Sciences, Professor, Director of the Institute of Economics and Finance, Ural State University of Economics, Yekaterinburg*
***Natalia V. Sharapova**, Doctor of Economic Sciences, Docent, Head of the Department of Accounting and Auditing, Ural State University of Economics, Yekaterinburg*

Статья поступила в редакцию 12.01.2026
Одобрена после рецензирования 30.06.2026
Принята к публикации 29.07.2026

The article submitted January 12, 2026
Approved after reviewing June 30, 2026
Accepted for publication July 29, 2026

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-135-147

CC BY

Международный опыт финансового обеспечения социально-экономического развития субфедерального уровня

Ирина Николаевна Швецова
E-mail: irshv@mail.ru, ORCID: 0000-0003-3595-4165
Сыктывкарский государственный университет им. Питирима Сорокина, г. Сыктывкар, Российская Федерация

Аннотация
Региональное развитие является важной составляющей, определяющей качество экономического роста федеративного государства, а проблема его финансового обеспечения требует комплексного решения. Исследование нацелено на анализ международного опыта финансового обеспечения регионального развития в странах и объединениях, выработавших эффективные подходы к решению задач субфедерального уровня. В центре анализа — Европейский союз, Китайская Народная Республика, Республика Индия и Федеративная Республика Германия. Их опыт позволяет выявить подходы к решению задач межбюджетного выравнивания, стимулирования экономического роста в регионах, финансирования стратегических инфраструктурных и экологических проектов. Результаты исследования показывают, что успешные практики финансового обеспечения программ регионального развития определяются комплексом взаимосвязанных механизмов межбюджетного выравнивания, созданием целевых фондов для реализации стратегических проектов, стимулированием конкуренции и экономических реформ на субфедеральном уровне, а также встраиванием целей устойчивого развития в региональную экономическую политику. Использование международного опыта с учетом страновой и региональной специфики целесообразно при формировании оптимальной российской модели финансовой поддержки программ социально-экономического развития на субфедеральном уровне.

Ключевые слова: *финансы, бюджет, межбюджетные отношения, финансовое выравнивание, климатическое финансирование, регион, международный опыт, развитие*

JEL: *H70, H77, O18, R58, Q01, H54, H61*

Для цитирования: *Швецова И. Н. Международный опыт финансового обеспечения социально-экономического развития субфедерального уровня // Финансовый журнал. 2026. Т. 18. № 4. С. 135–147. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-135-147.*

© Швецова И. Н., 2026

---

https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-135-147

International Practice of Financial Support for Socio-economic Development at the Subfederal Level

Irina N. Shvetsova
Pitirim Sorokin Syktyvkar State University, Syktyvkar, Russian Federation
irshv@mail.ru, https://orcid.org/0000-0003-3595-4165

Abstract
Regional development is an important component that determines the quality of economic growth in a federal state, and the problem of its financial support requires a comprehensive solution. The study aims to analyze the international experience of financial support for regional development in countries and associations that have developed effective approaches to solving sub-federal level problems. The analysis focuses on the European Union, the People's Republic of China, the Republic of India, and the Federal Republic of Germany. Their experiences can provide insights into approaches to solving intergovernmental budgetary issues, stimulating economic growth in regions, and financing strategic infrastructure and environmental projects. The results of the study show that successful practices of financial support for regional development programs are determined by a complex of interrelated mechanisms of interbudgetary alignment, the creation of targeted funds for the implementation of strategic projects, the promotion of competition and economic reforms at the sub-federal level, and the integration of sustainable development goals into regional policy. The use of international experience, considering country and regional specifics, is advisable when forming an optimal Russian model of financial support for socio-economic development at the sub-federal level.

Keywords: *finance, budget, interbudgetary relations, financial alignment, climate financing, region, international experience, development*

JEL: *H70, H77, O18, R58, Q01, H54, H61*

For citation: *Shvetsova I.N. (2026). International Practice of Financial Support for Socio-economic Development at the Subfederal Level. Financial Journal, 18 (4), 135–147 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2026-4-135-147.*

© Shvetsova I.N., 2026

ВВЕДЕНИЕ

Региональное развитие является важной составляющей, определяющей качество экономического роста федеративного государства, а проблема финансового обеспечения регионов входит в число первоочередных задач и требует комплексного решения. Для Российской Федерации, состоящей из 89 субъектов, разнородных по своим социально-экономическим, географическим, климатическим условиям, вопрос финансового обеспечения регионального развития стоит особенно остро. Стратегия пространственного развития Российской Федерации на период до 2030 года с прогнозом до 2036 года[1] направлена на преодоление негативных тенденций и достижение национальных целей за счет комплексного использования всех значимых видов ресурсов (трудовых, финансовых, природных, технологических, цифровых и др.), последовательного сокращения разрыва бюджетной обеспеченности между регионами и устранения инфраструктурного неравенства. В связи с этим необходимо формирование оптимальной финансовой модели развития субфедерального уровня, способной обеспечить выравнивание качества жизни на территориях и долгосрочную финансовую устойчивость субъектов Федерации с опорой на внутренние практики и релевантный международный опыт.

Исследование строится на анализе международного опыта финансового обеспечения социально-экономического развития субфедерального уровня. Цель статьи — на основе анализа международного опыта определить подходы к финансовому обеспечению регионального развития, которые могут быть использованы в российских условиях.

Научная новизна исследования состоит в систематизации подходов к финансовому обеспечению регионального развития, сложившихся в странах с различным политико-

[1] *Распоряжение Правительства РФ от 28.12.2024 № 4146-р «Об утверждении Стратегии пространственного развития Российской Федерации на период до 2030 года с прогнозом до 2036 года».*

административным устройством, и оценке возможности их применения в российской практике. *Практическая значимость* заключается в том, что выявленные подходы к финансовому обеспечению регионального развития дают основания для выбора приоритетов при формировании российской модели в части межбюджетного выравнивания и создания стимулов для долгосрочного развития.

МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ

Критерии отбора стран и объединений для анализа обусловлены целью исследования. В качестве объектов анализа отобраны Европейский союз, Китайская Народная Республика, Республика Индия и Федеративная Республика Германия. Несмотря на различия в политико-административных системах, они демонстрируют подходы к решению актуальных и для России задач межбюджетного выравнивания, стимулирования экономического роста, финансирования стратегических инфраструктурных и экологических проектов, которые представляют интерес для теоретического обобщения в условиях усиливающихся структурных дисбалансов экономического развития вследствие потерь одного из источников дешевых ресурсов: ЕС — как наднациональная модель формирования целевых фондов и программно-целевого финансирования; КНР — как пример унитарного государства, реализующего политику децентрализации и целевой финансовой поддержки в унитарном государстве; Индия — как пример федерации с развитой системой стимулирования конкуренции между штатами; Германия — как федерация, реализующая модель кооперативного федерализма и интегрирующая цели устойчивого развития в региональную политику.

В ходе анализа рассматриваются организационно-управленческие условия, финансовые инструменты, стимулирующие механизмы и стратегические приоритеты региональной политики в исследуемых странах.

В основе *методологии исследования* — системный подход, который реализуется в комплексе методов, позволяющих раскрыть целостность объекта и характер его внутренних связей. В настоящем исследовании используются такие методы, как кейс-стади (при исследовании лучших практик), системный анализ (исследование не ограничивается отдельными финансовыми инструментами, а охватывает институциональный контекст, финансовые механизмы, стимулы для достижения стратегических приоритетов на региональном уровне), метод синтеза (на основе проведенного анализа объектов выявляются общие принципы финансового обеспечения регионального развития, не привязанные к конкретному наднациональному образованию или стране), расчетно-экономический и др.

Эмпирическую базу составили проекты бюджета Европейского союза на 2028–2034 гг., стратегические документы и документы бюджетного планирования Германии, программные документы политики децентрализации и инновационного роста КНР, национальные программы развития Индии, официальные статистические данные, научные публикации по проблемам региональной экономики, развития фискального федерализма.

РЕЗУЛЬТАТЫ

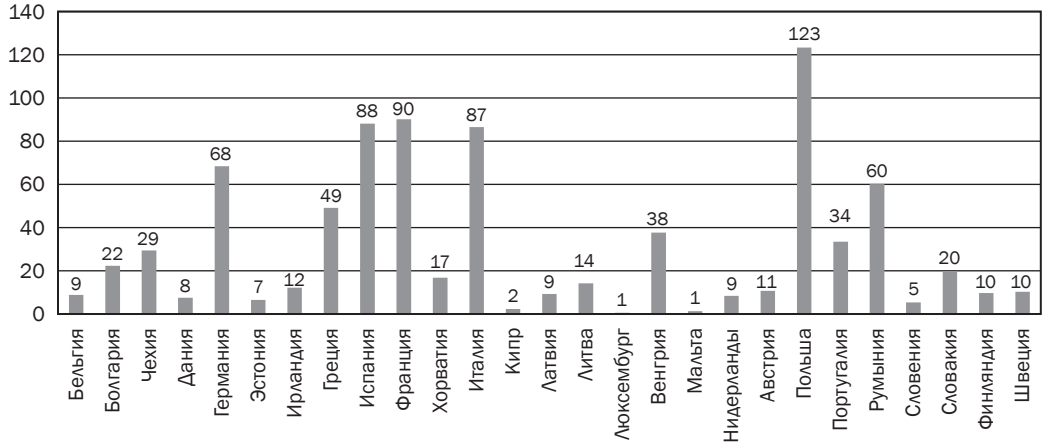
Опыт Европейского союза. Европейский союз как объединение ведущих стран использует бюджет для формирования и перераспределения финансовых потоков на уровень государств-членов. Бюджет ЕС служит политическим и экономическим инструментом финансирования крупных проектов, которые отдельные страны не могут профинансировать самостоятельно[2] (рис. 1 и 2).

---

[2] *European Commission. The EU budget in motion. URL: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/motion_en.*

Рисунок 1

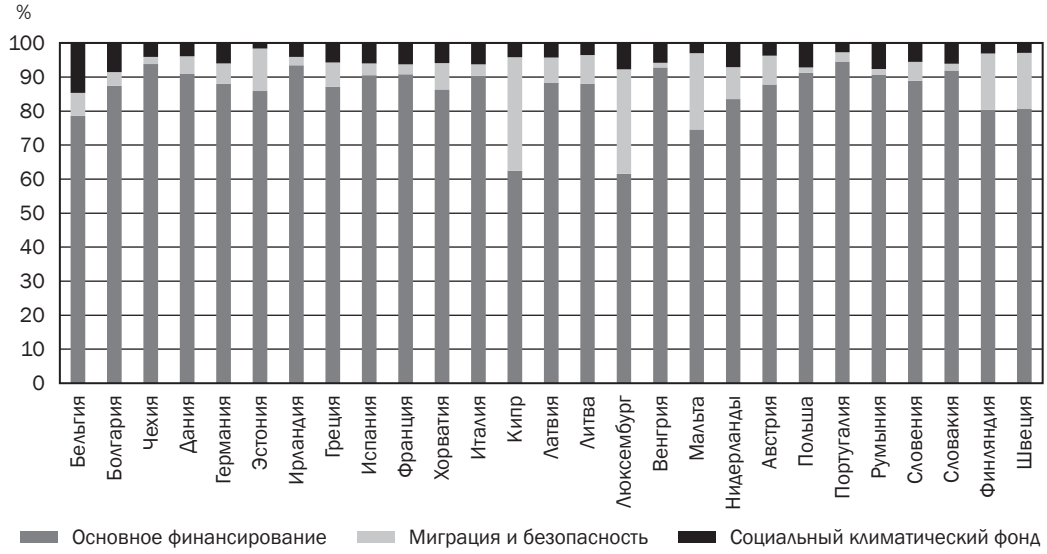
Объемы бюджета Европейского союза по странам на 2028–2034 гг., млрд евро, в текущих ценах (округленно)



Источник: рисунок автора по данным: Europe's Budget Member States allocation. MFF 2028–2034. National and regional partnership plans allocations (in current prices, EUR bn, rounded). July 2025. URL: https://commission.europa.eu/document/download/5868c188-933f-49dc-b7c3-d7fb3c82a064_en?filename=MFF_Member%20States%20allocation_17.07_22h35.pdf.

Рисунок 2

Структура бюджета Европейского союза по странам на 2028–2034 гг.



Источник: рисунок автора по данным: Europe's Budget Member States allocation. MFF 2028–2034. National and regional partnership plans allocations (in current prices, EUR bn, rounded). July 2025. URL: https://commission.europa.eu/document/download/5868c188-933f-49dc-b7c3-d7fb3c82a064_en?filename=MFF_Member%20States%20allocation_17.07_22h35.pdf.

Данные на рис. 1 и 2 показывают, что бюджет ЕС отражает сбалансированную экономическую политику и охватывает несколько направлений, таких как: поддержка экономического развития стран-членов (включая крупные экономики Германии и Франции, а также экономики менее развитых стран, например Польши), финансирование климатических

и социальных программ (в том числе Социального климатического фонда — SCF). Наибольшая доля средств традиционно приходится на финансирование программ развития регионов и сельского хозяйства; транспортная инфраструктура также получает финансовую поддержку, но ее доля в бюджете не является доминирующей.

В основу долгосрочного бюджета ЕС на 2028–2034 гг. заложена многолетняя финансовая программа (Multiannual Financial Framework — MFF). Она предполагает разработку новых национальных и региональных партнерских планов, нацеленных на сокращение региональных различий[3]. В то же время меняются стратегические приоритеты ЕС: от экономического блока к «Европейской зеленой сделке», «экономике для нужд людей» и цифровизации [Буторина, 2024]. Указанные изменения, в том числе создание Социального климатического фонда, объективно ведут к перестройке финансовых механизмов. По оценкам экономистов, создание нового Социального климатического фонда в ЕС обеспечит 72,2 млрд евро в 2025–2032 гг. для временной поддержки уязвимых домохозяйств с низким и средним уровнем дохода, пользователей транспорта и малых предприятий, пострадавших от последствий распространения торговли квотами на выбросы в строительстве и транспорте [Станкевич, Андреева и др., 2021].

Эксперты НИФИ Минфина России предлагают двухуровневую структуру финансового механизма для развития климатического финансирования в международном масштабе. Так, национальный уровень комбинирует механизмы бюджетного финансирования (субсидии, льготные кредиты и налоговые преференции для инвестиционных проектов) и привлечение частного капитала, что должно привести к формированию развитых рынков зеленых облигаций и торговли квотами на выбросы. Международный (наднациональный) уровень может быть организован в формате международных программ финансовой помощи и проектов международных фондов и банков развития [Яковлев, Кабир и др., 2021].

Опыт создания Социального климатического фонда для решения проблем изменения климата и поддержки глобальной инициативы по увеличению объемов финансирования целей устойчивого развития[4] представляет интерес для России, хотя его применение потребует учета национальных экономических и правовых особенностей. В составе федерального бюджета может быть создан аналогичный целевой фонд (Климатический фонд), задача которого — сохранение природных экосистем и обеспечение качества окружающей среды в интересах устойчивого развития и национальной безопасности. В российских условиях дефицита бюджетных средств поиск источников финансирования такого фонда является серьезной проблемой. Не менее важны определение приоритетов проектов (с учетом соотношения затрат и ожидаемого эффекта), создание прозрачной системы маркировки проектов в соответствии с таксономией целей устойчивого развития и синхронизация деятельности фонда с другими национальными и международными климатическими инициативами.

Полагаем, что бюджетный канал доходов Климатического фонда в России может формироваться за счет поступлений от введения целевых («углеродных») налогов. При этом доходы фонда могут консолидировать экологический и утилизационный сборы[5]. На текущий

---

[3] *European Commission. The 2028–2034 EU budget for a stronger Europe. URL: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/long-term-eu-budget/eu-budget-2028-2034_en.*

[4] *United Nations Climate Change. Decisions. URL: https://unfccc.int/decisions.*

[5] *Федеральный закон от 24.06.1998 № 89-ФЗ (ред. от 23.03.2026) «Об отходах производства и потребления»; постановление Правительства РФ от 29.12.2023 № 2414 «Об утверждении перечней товаров, упаковки, отходы от использования которых подлежат утилизации, и нормативов утилизации отходов от использования товаров, упаковки»; постановление Правительства РФ от 30.12.2024 № 1990 (ред. от 30.12.2025) «О порядке взимания экологического сбора» (вместе с «Правилами взимания экологического сбора») (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2026).*

момент эти сборы не имеют целевого назначения, их средства размыты в бюджете, а расходная часть федерального бюджета не содержит конкретных данных о финансировании утилизационной инфраструктуры.

Экологический и утилизационный сборы по своей сути являются фискальными платежами, однако не включены в Налоговый кодекс РФ. Их расчет и уплата регулируются экологическим законодательством, поэтому невозможно распространить на них налоговые механизмы администрирования и контроля.

Для переориентации экологического и утилизационного сборов с фискальной на регулирующую функцию целесообразно реализовать ряд мер:

— перевести сборы в разряд налоговых платежей с администрированием платежей ФНС России и усилением мер ответственности;

— закрепить методику исчисления и уплаты экологического и утилизационного сборов в Налоговом кодексе РФ;

— придать сборам целевой характер, связав их поступление с расходами на утилизацию и переработку отходов, а также на природоохранные мероприятия (о необходимости замедления «оборотов деградации окружающей среды» и снижения угроз, связанных «с глобальным потеплением, экстремальными природными явлениями и продолжающимся чрезмерным производством отходов и выбросов» см.: [Шваб, Ванхэм, 2022]);

— установление нормативов отчислений от сборов в бюджеты разных уровней бюджетной системы в Бюджетном кодексе РФ.

Внебюджетный канал доходов Климатического фонда в России может объединить комплекс инструментов: специально созданные рыночные инструменты торговли квотами на выбросы CO_2 и других загрязняющих веществ, призванные стимулировать предприятия к повышению энергоэффективности и сокращению выбросов парниковых газов; привлечение частных инвестиций посредством государственной поддержки проектов, предусматривающих софинансирование капитальных затрат и распределение рисков между государственным и корпоративным секторами экономики; мобилизацию долгосрочных ресурсов через размещение зеленых облигаций на фондовом рынке.

Создание Климатического фонда в России упростит решение проблем, связанных с изменением климата, будет способствовать расширению поддержки глобальной инициативы по увеличению объемов финансирования целей устойчивого развития, в том числе обеспечит софинансирование со стороны Федерации региональных зеленых инициатив и проектов. Данный инструмент поможет сгладить издержки для регионов, наиболее подверженных росту цен на ископаемое топливо в соответствии с новой системой торговли для отраслей, не покрытых ETS (система торговли квотами на выбросы). Это позволит соотнести систему платежей за негативное воздействие на окружающую среду с фискальными и регулирующими целями их взимания, обеспечить целевой характер платы и направление бюджетных ресурсов на охрану природы.

Опыт КНР. Китай является унитарным государством с многоуровневым территориальным делением. Экономическое управление в КНР имеет ярко выраженную региональную (субнациональную) специфику. Различия в отраслевой структуре регионов вызывают неравномерность их социально-экономического развития. Решение данной проблемы связывают с децентрализацией, структурными реформами [Naughton, 2007] и рыночными механизмами [Островский, 2020]. Исследователи указывают на значимость бюджетных трансфертов для сокращения неравенства между отсталыми и развитыми регионами [Чен Эньфу, 2023]. Статистика за анализируемый период (2020–2024 гг.) фиксирует устойчивый рост экономик китайских провинций, но с сохранением существенных региональных различий. Динамика валового регионального продукта (ВРП) и доходов бюджетов административных единиц КНР первого уровня представлены в табл. 1.

Таблица 1

Динамика ВРП и доходов бюджетов административных единиц КНР первого уровня за 2020–2024 гг., %

Административные единицы первого уровня	Изм. в 2024 г. по сравнению с 2020 г.		Среднегодовой темп прироста за 2020–2024 гг.	
	ВРП	Доходы бюджета	ВРП	Доходы бюджета
Пекин	38,67	16,21	8,52	3,83
Тяньцзинь	28,67	10,95	6,51	2,63
Хэбэй	31,97	12,64	7,18	3,02
Шаньси	42,94	54,22	9,34	11,44
Внутренняя Монголия	52,48	53,58	11,12	11,32
Ляонин	30,39	9,42	6,86	2,28
Цзилинь	17,18	9,80	4,04	2,37
Хэйлунцзян	20,86	25,99	4,85	5,95
Шанхай	38,40	18,84	8,46	4,41
Цзянсу	33,27	10,81	7,44	2,60
Чжэцзян	39,33	20,11	8,65	4,69
Аньхой	33,01	25,66	7,39	5,88
Фуцзянь	32,45	17,40	7,28	4,09
Цзянси	32,66	22,29	7,32	5,16
Шаньдун	35,40	17,55	7,87	4,13
Хэнань	17,20	5,52	4,05	1,35
Хубэй	39,55	56,76	8,69	11,89
Хунань	28,14	14,63	6,39	3,47
Гуандун	27,42	4,72	6,25	1,16
Гуанси	29,51	7,01	6,68	1,71
Хайнань	42,57	9,12	9,27	2,21
Чунцин	28,56	23,89	6,48	5,50
Сычуань	33,39	32,25	7,47	7,24
Гуйчжоу	26,91	21,42	6,14	4,97
Юньнань	28,42	3,62	6,45	0,89
Тибет	45,31	25,44	9,79	5,83
Шэньси	36,61	50,32	8,11	10,73
Ганьсу	44,80	20,22	9,70	4,71
Цинхай	31,26	24,35	7,04	5,60
Нинся	39,09	23,15	8,60	5,34
Синьцзян	48,79	63,07	10,44	13,00
Тайвань	27,60	37,18	6,28	8,22

Примечание: специальные административные районы КНР Гонконг (Сянган) и Макао не включены в таблицу из-за различий в методологии представления статистических данных.
Источник: разработано автором по данным: National Bureau of Statistics of China. URL: https://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=E0103; https://www.stats.gov.cn/sj/ndsj/2025/html/E28-05.jpg; Ministry of Finance, R.O.C. Statistics of Public Finance. URL: https://www.mof.gov.tw/Eng/singlehtml/260?cntId=33ddff92dfb14267929fc5eb5cc06ff8; The total population in Taiwan. URL: https://tradingeconomics.com/taiwan/population.

Высокие темпы роста ВРП на душу населения за анализируемый период наблюдаются в ряде регионов, например во Внутренней Монголии, Синьцзяне, Тибете, Хайнане и др.: результаты являются следствием государственной финансовой поддержки данных территорий. При этом причины высоких темпов экономического роста на данных территориях несколько различны. Так, экономическая политика Внутренней Монголии ориентирована на развитие высокотехнологичных и инновационных отраслей для достижения качества экономического роста при использовании межбюджетных трансфертов как основного механизма экономической поддержки, а также на финансовую поддержку субъектов предпринимательской деятельности, в том числе ведущих предприятий, кооперативных

организаций и семейных фермерских хозяйств[6]. Экономика Синьцзяна основывается на поддержке инфраструктурных проектов, развитии нефтяной и газовой промышленности[7]. Модель экономического развития Тибета в рамках анализируемого периода основывалась на финансировании инвестиций в инфраструктуру, туристическом бизнесе, а также на «солидарности китайских провинций и компаний в помощи развитию»[8]. Динамичному росту Хайнаня в анализируемом периоде способствовали механизм зоны свободной торговли и налоговый фактор (налоговые льготы) развития специализированных туристских кластеров[9].

Несмотря на общий экономический подъем и положительную динамику ВРП, разрыв между регионами остается значительным (табл. 2).

Таблица 2

Доля доходов бюджетов в ВРП административных единиц КНР первого уровня за 2020–2024 гг.

Годы	Материковый Китай* (без Тайваня, Гонконга, Макао)			Тайвань (провинция КНР)
	Максимум	Минимум	Медиана	
2020	18,08	5,84	9,74	18,23
2021	17,8	6,55	9,71	18,11
2022	16,98	6,22	8,76	19,1
2023	17,6	6,62	9,45	19,58
2024	15,53	6,56	8,97	19,6

*Примечание: * см. примечание к табл. 1.*
Источник: составлено и рассчитано автором по данным Ministry of Finance, R.O.C. Statistics of Public Finance. URL: https://www.mof.gov.tw/Eng/singlehtml/260?cntId=33ddff92dfb14267929fc5eb5cc06ff8.

Стратегические приоритеты Китая являются «основными принципами новой концепции развития» [Чен Эньфу, 2021] и связаны с инновациями, опорой на внутренний рынок [Потапов, 2023], реализацией крупных инфраструктурных проектов, урбанизацией на основе цифровизации и зеленых технологий[10]. Переход к новой модели роста, по мнению ряда экспертов, сдерживается рисками чрезмерной конкуренции («инволюции») и дефляционными тенденциями [Bradsher, Chiu, 2025].

На наш взгляд, обеспечение перехода на новую инновационную модель экономического роста в КНР, стимулирование внутреннего спроса и потребления будет способствовать разрешению противоречий регионального развития. Для России представляет интерес китайский опыт децентрализации и стимулирования внутреннего спроса как факторов регионального развития.

Опыт Индии. Финансовая поддержка сбалансированного регионального развития в Индии осуществляется на основе программ для отстающих районов (включающих поддержку ста аграрных округов с низкой производительностью и программу развития сельских районов, направленную на снижение уровня безработицы). Действуют также программы специализации регионов (например, штат Бихар), стимулирования инвестиций, развития человеческого капитала.

---

[6] *About Inner Mongolia. URL: http://www.goinnermongolia.com.cn/2026-01/26/c_82166.htm.*

[7] *Официальный сайт Синьцзян. URL: https://www.xinjiang.gov.cn/.*

[8] *Селищев А. С. Социально-экономическое развитие Тибета в 14-й пятилетке (2021–2025 гг.). Часть 12 // Российско-китайские исследования. 2024. Т. 8. № 4. С. 273–289. URL: https://rcs.bgu.ru/reader/article.aspx?id=27023.*

[9] *Хайнань. URL: https://en.hainan.gov.cn/russiansite/ili/202511/805daaed8c7a46b6bdd3f855f60a93d4.shtml?ddtab=true.*

[10] *Natonal Bureau of Statistics of China. URL: https://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=E0103.*

На субфедеральном уровне поддержка включает беспроцентные займы на 50 лет для капитальных расходов и реформ, дополнительные заимствования при условии реформ в энергетике, трансферты для межрегионального (между штатами) выравнивания. В инфраструктурных проектах, в частности в ядерной энергетике (Nuclear Energy Mission, ввод мощностей не менее 100 ГВт АЭС к 2047 г.[11]), активно участвует частный сектор. Инвестиции привлекаются также через инфраструктурные фонды для «городов роста» (Urban Challenge Fund[12]) и портовой логистики (Maritime Development Fund[13]). Институциональной основой служит кооперативный федерализм, предполагающий конкурсное выделение бюджетных средств в зависимости от индекса инвестиционной привлекательности штатов и налоговую децентрализацию.

Для России интерес представляет индийский опыт развития городов в формате Urban Challenge Fund, упрощение кредитования малого бизнеса в сельской местности, привязка межбюджетных трансфертов к эффективности проводимых на уровне штатов реформ и использование индекса инвестиционной привлекательности для стимулирования конкуренции между штатами.

Опыт Германии. Германия, как и Россия, является федеративным государством. По данным Министерства финансов, в стране действует система вертикального (федерация — земли) и горизонтального (между землями) перераспределения бюджетных средств. На 2025 г. земли планировали дефицит бюджетов на уровне 0,25% ВВП[14], что свидетельствует о достаточной сбалансированности их бюджетов и отлаженности межбюджетных отношений. Управление финансами в значительной степени децентрализовано: земли самостоятельно определяют приоритеты использования средств ЕС. Предусмотрены также прямые федеральные трансферты на транспортные программы и развитие образования в отдельных землях[15].

Для стратегических инвестиций в Германии создан инфраструктурный фонд, из которого земли могут получать льготные кредиты на срок до 12 лет. Инвестиционные возможности регионов могут быть расширены за счет увеличения лимита государственного долга для земель (до 0,35% ВВП). В числе приоритетов экономической политики земель — климатические меры и цифровизация. В рамках программы проектов общеевропейского значения (Important Projects of Common European Interest — IPCEI) поддерживаются инновации, в том числе исследования, разработки и первое промышленное внедрение[16].

До 2030 г. сохраняют стратегическую значимость приоритеты, связанные с развитием социальной инфраструктуры, борьбой с бедностью и снижением доли населения с низкими доходами. Земли Германии также ориентированы на привлечение квалифицированных мигрантов (Закон иммиграции квалифицированных специалистов[17]) и поддержку занятости женщин (программы расширения детских садов).

Цели социально-экономического развития Германии соотнесены с целями устойчивого развития, что отражается в структуре региональных бюджетов и распределении регулирующих мер (табл. 3).

---

[11] *Union Budget Documents. URL: https://www.indiabudget.gov.in.*

[12] *Urban Challenge Fund 2025: Real Solution or Just Another Challenge? URL: https://www.impriindia.com/insights/urban-challenge-fund/.*

[13] *Maritime Development Fund: Big promises, but will it close implementation gaps? // Policy Circle. 2025. URL: https://www.policycircle.org/opinion/india-maritime-development-fund.*

[14] *Маастрихтским договором предусмотрен предельный дефицит государственного бюджета страны на уровне 3% от ВВП для вступления в еврозону. URL: https://base.garant.ru/71672402/?ysclid=mrqagl5m4k866418476.*

[15] *Bundesministerium für Bildung, Familie, Senioren, Frauen und Jugend. URL: https://www.bmbfsfj.bund.de/.*

[16] *IPCEI. Project Structure. URL: https://www.ipcei-me.eu/what-is/project-structure/.*

[17] *Fachkräfte für Deutschland. URL: https://fachkraefteeinwanderungsgesetz.de.*

Таблица 3

Цели устойчивого развития и политика социально-экономического развития Германии

№ цели	Цель	Основные меры	Ожидаемое воздействие
1	Ликвидация бедности	Повышение минимальной зарплаты до 12,82 евро в час (с 2025 г.)	Сокращение низкооплачиваемого сектора, рост уровня жизни
2	Ликвидация голода	Вступление в Глобальный альянс против голода	Повышение продовольственной безопасности
		Национальная стратегия питания	Здоровое и экологичное питание
3	Хорошее здоровье и благополучие	Реформа здравоохранения и новые стандарты качества	Повышение доступности медицинских услуг
		Закон о прозрачности больниц	Граждане смогут сравнивать качество клиник
4	Качественное образование	Реформа Программы увеличения студенческих стипендий	Доступность образования для социально уязвимых групп
		Программа «Стартовые возможности» для школ	Снижение влияния социального статуса на успеваемость
5	Гендерное равенство	План равного участия женщин и мужчин на руководящих должностях*	50% женщин на руководящих должностях в государственном секторе к 2025 г.
6	Чистая вода и санитария	Новые правила использования удобрений	Снижение загрязнения воды
7	Недорогостоящая и чистая энергия	Упрощение установки солнечных панелей	Рост доли возобновляемых источников энергии в энергобалансе
		Развитие водородной инфраструктуры	Снижение зависимости от ископаемого топлива
8	Достойная работа и экономический рост	Поддержка выполнения «Закона Германии о комплексной проверке цепочки поставок»	Соблюдение прав человека в цепочках поставок
9	Индустриализация, инновации и инфраструктура	Цифровизация здравоохранения	Улучшение качества медицинского обслуживания
10	Уменьшение неравенства	Отчет о равенстве условий жизни	Мониторинг регионального неравенства
11	Устойчивые города и населенные пункты	Программа продвижения стратегических концепций регионального развития	Поддержка регионов в адаптации к климату и цифровизации
		Паспорт ресурсов зданий	Учет материалов для зеленого строительства
12	Ответственное потребление	Стратегия циркулярной экономики	Сокращение отходов, рост переработки
13	Борьба с изменением климата	Закон о климатической адаптации	Обязательные меры по адаптации для всех регионов
14	Сохранение морских экосистем	Стратегия биоразнообразия	Защита морских видов и экосистем
15	Сохранение сухопутных экосистем	Программа по генетическим ресурсам	Сохранение разнообразия сельхозкультур и животных
16	Мир, правосудие и эффективные институты	Реформа Конституционного суда	Защита судов от политического вмешательства
17	Партнерство в интересах устойчивого развития	Участие в 29-й Конференции сторон Рамочной конвенции ООН об изменении климата**	Продвижение глобальных климатических инициатив

*Примечание: * Bundesministerium für Bildung, Familie, Senioren, Frauen und Jugend. URL: https://www.bmbfsfj.bund.de/; ** The 29th session of the Conference of the Parties to the United Nations Framework Convention on Climate Change. URL: https://cop29.az/en/home.*

Источник: составлено автором по данным: Deutscher Fortschrittsbericht 2025 / gem. Verordnung (EU) 2024/1263. URL: https://www.bundeswirtschaftsministerium.de/Redaktion/DE/Publikationen/Europa/jaehrlicher-fortschrittsbericht-2025.pdf?__blob=publicationFile&v=10.

С региональным развитием и его финансированием в Германии напрямую связаны цель 10 (уменьшение неравенства), цель 11 (устойчивые города и населенные пункты) и цель 13 (борьба с изменением климата). Стратегические приоритеты предполагают вовлечение всех земель в решение климатических задач и цифровизацию.

Для России могут представлять интерес германские подходы к созданию стимулов при межбюджетных трансфертах, определению новых стратегических ориентиров (включая климатические задачи) и вовлечению регионов в достижение целей устойчивого развития.

Отметим, что в России также действуют законодательно закрепленные и адаптируемые к принципам устойчивого развития инструменты финансирования зеленых проектов: федеральные и региональные зеленые облигации, фонд «Зеленая миссия», государственно-частное партнерство (в образовании, коммунальной сфере и обращении с отходами, туризме и др.), субсидии, финансирование национальных проектов (например, «Туризм и гостеприимство», «Экологическое благополучие», «Инфраструктура для жизни»). Под устойчивыми, или ESG-облигациями, понимаются «маркированные специальным образом ценные бумаги, средства от размещения которых идут на зеленые или социальные проекты» [Копалкина, Арустамян и др., 2025]. Фонд «Зеленая миссия» на конкурсной основе предоставляет небольшие гранты на природоохранные и другие социально значимые проекты (например, проекты «Морские экофермы», «Зеленый бал» и др.)[18]. Крупные инфраструктурные и социальные проекты реализуются через концессионные соглашения и субсидии из бюджетов разных уровней (на сельское хозяйство, дорожную сеть, строительство школ и обновление коммунальной инфраструктуры)[19].

Между тем переход на модель устойчивого развития в России, по мнению экономистов, сдерживается системой факторов: с одной стороны, недостаточной корпоративной экологической культурой участников рынка зеленых финансов; с другой — ограниченностью доступных зеленых финансовых инструментов и несформированностью биржевой инфраструктуры (отсутствием специализированных биржевых индексов) [Копалкина, Арустамян и др., 2025].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Международный опыт финансового обеспечения социально-экономического развития на субфедеральном уровне представлен разнообразными подходами. В ЕС, КНР, Индии и Германии, несмотря на различия в политическом устройстве и моделях управления, прослеживаются общие механизмы, которые могут быть использованы при формировании российской модели региональной финансовой поддержки. К ним относятся следующие.

1. Комбинирование механизмов межбюджетного выравнивания и стимулирования. Наиболее эффективные системы, как показывает пример Германии, не ограничиваются перераспределением средств для сглаживания различий в бюджетной обеспеченности, а создают стимулы для структурных реформ и инвестиций на субфедеральном уровне, связывая объем поддержки с конкретными результатами.

2. Проектный подход и создание специализированных фондов для стратегических инициатив. Бюджет ЕС, ориентированный на целевые фонды (например, Социальный климатический фонд), и инфраструктурный фонд Германии подтверждают эффективность концентрации ресурсов на решении ключевых межрегиональных проблем, таких как изменение климата, цифровизация, развитие инфраструктуры.

---

[18] *Фонд «Зеленая миссия». Официальный сайт. URL: https://greenmission.ru/proekty.*

[19] *Государственно-частное партнерство. Официальный сайт Минэкономразвития России. URL: https://www.economy.gov.ru/material/departments/d22/gosudarstvenno_chastnoe_partnerstvo/.*

3. Стимулирование конкуренции и экономических реформ на субфедеральном уровне. Опыт Индии и КНР показывает, что децентрализация финансовых полномочий должна сопровождаться созданием институтов, мотивирующих регионы к повышению эффективности. Индекс инвестиционной привлекательности штатов в Индии служит примером механизма, создающего стимулы для улучшения инвестиционного климата и проведения реформ.

4. Интеграция целей устойчивого развития в региональную финансовую политику (практика КНР и Германии). Согласование финансирования с климатическими, социальными и управленческими задачами ориентирует регионы на участие в реализации национальных и международных стратегий устойчивого развития.

Потенциал адаптации представленных практик для российских условий может быть реализован через частичное заимствование международного опыта с учетом страновой и региональной специфики. На наш взгляд, для России целесообразны: создание климатического фонда по аналогии с ЕС, который позволил бы аккумулировать средства для адресного финансирования проектов устойчивого развития; финансовая поддержка инноваций для экономического роста по примеру Китая; применение индекса инвестиционной привлекательности для реализации конкурентного принципа финансовой политики с учетом индийского подхода; создание стимулов при выделении межбюджетных трансфертов по примеру Германии.

Таким образом, универсальной финансовой модели для решения проблем долгосрочного регионального развития не существует. В условиях структурной трансформации российской экономики требуется гибкое сочетание механизмов межбюджетного выравнивания, целевого финансирования, конкурентных стимулов для достижения стратегических приоритетов. Сопряжение отечественной практики с релевантными зарубежными подходами способствует формированию сбалансированной и эффективной модели финансовой поддержки социально-экономического развития на субфедеральном уровне, отвечающей современным задачам страны.

Список источников

1. Буторина О. В. Европейский союз и большие циклы экономической интеграции // Международные процессы. 2024. Т. 22. № 3–4. С. 7–28. https://doi.org/10.46272/IT.2024.22.3-4.78-79.1.
2. Копалкина Е. А., Арустамян М. Г. и др. Текущее состояние рынка зеленых финансов в России и перспективы его развития // Финансовый журнал. 2025. Т. 17. № 5. С. 76–92. https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-76-92.
3. Островский А. В. Китай становится экономической сверхдержавой. М.: Институт Дальнего Востока РАН: ООО «Издательство МБА», 2020. 496 с. URL: https://www.iccaras.ru/files/abook_file/book-2020-ostrovski.pdf.
4. Потапов М. А. О факторах роста и модели экономического развития Китая // Проблемы Дальнего Востока. 2023. № 2. С. 55–71. https://doi.org/10.31857/S013128120024900-1.
5. Станкевич Д. О., Андреева Е. В. и др. Основные тренды мировой климатической повестки и их влияние на российскую электроэнергетику. URL: https://www.np-sr.ru/ru/conf_2021/index?ysclid=mpkz9z3bj2419905530.
6. Чен Эньфу. Китайский новаторский марксизм: избранные произведения. Москва: Родина, 2021. 1056 с. URL: https://www.litres.ru/book/chen-enfu/kitayskiy-novatorskiy-marksizm-izbrannye-proizvedeniya-67430381/.
7. Чен Эньфу. Мировая обстановка и китайская экономика в новую эпоху: монография / науч. ред. изд. на рус. яз. С. Д. Бодрунов. М.: ИНИР им. С. Ю. Витте: Центр каталог. 2023. 464 с. URL: https://inir.ru/wp-content/uploads/2024/05/Чен-Эньфу_БЛОК.pdf?ysclid=mqroxnqy3d861963759.
8. Шваб К., Ванхэм П. Капитализм всеобщего блага: новая модель мировой экономики / Клаус Шваб, Питер Ванхэм: [пер. с англ. Е. Калугина]. М.: Эксмо, 2022. 352 с. URL: https://www.litres.ru/book/klaus-shvab/kapitalizm-vseobschego-blaga-novaya-model-mirovoy-ekonomiki-67694771/.
9. Яковлев И. А., Кабир Л. С. и др. Организация климатического финансирования в России на основе международного опыта // Экономика. Налоги. Право. 2021. № 14 (4). С. 30–39. URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_46538563_17528054.pdf.
10. Bradsher K., Chiu A. China's Problem with Competition: There's Too Much of It // The New York Times. 22.07.2025. URL: https://www.nytimes.com/2025/07/22/business/china-involution-competition-deflation.html.

11. Naughton B. The Chinese Economy: Transitions and Growth. 2007. Massachusetts Institute of Technology. URL: https://valeriaribeiroufabc.wordpress.com/wp-content/uploads/2017/07/barry-naughton-the-chinese-economy-transitions-and-growth.pdf.

References

1. Butorina O.V. (2024). The European Union and the Major Cycles of Economic Integration. *International Processes*, 22, 3–4, 7–28 (in Russ.). https://doi.org/10.46272/IT.2024.22.3-4.78-79.1.
2. Kopalkina E.A., Arustamyan M.G. et al. (2025). Current state of the green finance market in Russia and prospects for its development. *Financial Journal*, 17 (5), 76–92 (in Russ.). https://doi.org/10.31107/2075-1990-2025-5-76-92.
3. Ostrovskii A.V. (2020). China Becomes an Economic Superpower. Moscow: Institut Dal'nego Vostoka RAN: Izdatel'stvo MBA (in Russ.). URL: https://www.iccaras.ru/files/abook_file/book-2020-ostrovski.pdf.
4. Potapov M.A. (2023). On the Factors of Growth and the Model of China's Economic Development. *Far Eastern Affairs*, (2), 55–71 (in Russ.). https://doi.org/10.31857/S013128120024900-1.
5. Stankevich D.O., Andreeva E.V. et al. (2021). Main Trends of the Global Climate Agenda and Their Impact on the Russian Electric Power Industry (in Russ.). URL: https://www.np-sr.ru/ru/conf_2021/index?ysclid=mpkz9z3bj2419905530.
6. Chen Enfu (2021). Chinese Innovative Marxism: Selected Works. Moscow: Rodina (in Russ.). URL: https://www.litres.ru/book/chen-enfu/kitayskiy-novatorskiy-marksizm-izbrannye-proizvedeniya-67430381/.
7. Chen Enfu (2023). The World Situation and the Chinese Economy in the New Era: monograph / Eds. by S.D. Bodrunov. Moscow: INIR im. S.Iu. Vitte: Tsentr katalog (in Russ.). URL: https://inir.ru/wp-content/uploads/2024/05/Чен-Эньфу_БЛОК.pdf?ysclid=mqroxnqy3d861963759.
8. Schwab K., Vanham P. (2022). Capitalism of the Common Good: New Model of the World Economy. Moscow: Eksmo. 352 p. (in Russ.). URL: https://www.litres.ru/book/klaus-shvab/kapitalizm-vseobschego-blaga-novaya-model-mirovoy-ekonomiki-67694771/.
9. Yakovlev I.A., Kabir L.S. et al. (2021). Organization of Climate Finance in Russia Based on International Experience. *Economics, Taxes & Law*, 14 (4), 30–39 (in Russ.). URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_46538563_17528054.pdf.
10. Bradsher K., Chiu A. (2025). China's Problem with Competition: There's Too Much of It. The New York Times. URL: https://www.nytimes.com/2025/07/22/business/china-involution-competition-deflation.html.
11. Naughton B. (2007). The Chinese Economy: Transitions and Growth. Massachusetts Institute of Technology. URL: https://valeriaribeiroufabc.wordpress.com/wp-content/uploads/2017/07/barry-naughton-the-chinese-economy-transitions-and-growth.pdf.

Информация об авторе

***Ирина Николаевна Швецова**, кандидат экономических наук, доцент, директор Института экономики и управления Сыктывкарского государственного университета им. Питирима Сорокина, г. Сыктывкар*

Information about the author

***Irina N. Shvetsova**, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Director of the Institute of Economics and Management, Pitirim Sorokin Syktyvkar State University, Syktyvkar*

Статья поступила в редакцию 06.10.2025
Одобрена после рецензирования 20.02.2026
Принята к публикации 30.07.2026

The article submitted October 6, 2025
Approved after reviewing February 20, 2026
Accepted for publication July 30, 2026

Уважаемые читатели и авторы!

Оформить подписку на издание «**Финансовый журнал**» (подписной индекс **42068**) можно в **Агентстве подписки «Урал-Пресс»**.

Контакты: https://www.ural-press.ru, тел. 8 (499) 700-05-07.

Редакция:

Главный редактор Г. Г. Покатович
Заместитель главного редактора А. И. Вотинов
Заместитель главного редактора Ю. В. Кузнецов
Начальник редакционно-издательского отдела Г. И. Агеев
Редактор Л. И. Кизилова
Редактор В. В. Кизилов
Корректор О. С. Алтарева
Корректор Е. А. Глухова
Дизайн и верстка А. С. Лухин

Адрес редакции:

Настасьинский пер., д. 3, стр. 2, Москва 125375, Россия
Тел. (495) 699-76-83
E-mail: finjournal@gmail.com
Сайт: www.finjournal-nifi.ru

Подписано в печать 25.08.2026. Свободная цена. Тираж 150 экз. Заказ № 4250-26.
Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит».
410004, г. Саратов, ул. Чернышевского, 88, литер У.
Тел. (8452) 24-86-33, e-mail: 248633a@mail.ru