

**ФИНАНСОВЫЙ
БИЗНЕС**

АНКИЛ

<http://www.ankil.info/36.html>

Свидетельство о регистрации в Министерстве печати и информации РФ № 01 10656 от 14.05.1993 г.
Редакция: ООО «Анкил», 105005, Москва, Елизаветинский пер., 6, оф. 23. Тел./факс: (499) 265-37-18, 267-75-73.
E-mail: info@ankil.info

Учредитель: **Р. Т. Юлдашев**

Научное издание «Финансовый бизнес» входит в новую редакцию (29.12.2015 г.) Перечня ведущих рецензируемых научных журналов, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией (ВАК) при Министерстве образования и науки РФ для публикации материалов диссертационных работ на соискание ученой степени доктора и кандидата наук по экономике

Шеф-редактор – Юлдашев Рустем Турсунович – доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой управления рисками и страхования МГИМО (У) МИД РФ, академик РАЕН

Главный редактор – Фединский Юрий Иванович, старший научный сотрудник издательства ООО «Анкил», finansbiz@yandex.ru

Отв. секретарь: **Я.К. Макарова**,

Компьютерная верстка:

Корректор:

m.ankil@mail.ru

Т.Л. Забаева

Н.А. Соколова

Редакционный совет:

Балабанов Владимир Семенович – д.э.н., профессор, президент Российской Академии предпринимательства

Бандурин Владимир Васильевич – д.э.н., профессор Российской Академии предпринимательства

Генкин Артем Семенович – д.э.н., профессор, действительный член РАЕН по секции проблемы макроэкономики и социального рыночного хозяйства, исполнительный директор и совладелец Консалтинговой Группы «АСПЕКТ»

Дадалко Василий Александрович – д.э.н., профессор кафедры анализа рисков и экономической безопасности ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве РФ»

Катасонов Валентин Юрьевич – д.э.н., профессор кафедры международных финансов МГИМО (У) МИД РФ, член-корреспондент Академии экономических наук и предпринимательства

Сенчагов Вячеслав Константинович – д.э.н., профессор, Вице-президент РАЕН, академик РАЕН, руководитель Центра финансово-банковских исследований Института экономики РАН

Сильвестров Сергей Николаевич – д.э.н., профессор, академик РАЕН, проректор Финансового университета при Правительстве РФ, действительный государственный советник второго класса, заслуженный экономист РФ

Хоминич Ирина Петровна – д.э.н., профессор, заведующая кафедрой страхования и управления рисками РЭУ им. Г.В. Плеханова, почетный работник высшего профессионального образования РФ

Щербаков Владимир Васильевич – д.э.н., профессор, заведующий кафедрой коммерции и логистики СПбГУЭФ, г. Санкт-Петербург

Юрьева Татьяна Владимировна – д.э.н., профессор, зав. отделением управления проектами и программами РАНХиГС при Президенте Российской Федерации

Яковлев Владимир Михайлович – д.э.н., профессор, зав. лабораторией стратегического управления развитием национальной экономикой РАНХ и ГС при Президенте РФ, Действительный член Российской академии предпринимательства и Международной академии экологической реконструкции

Коммерческий отдел:

Зам. ген. директора: Я. К. Макарова

Отдел подписки, отдел реализации книг: info@ankil.info

Подписные индексы журнала в агентствах:

“Пресса России” – 88743, “Роспечать” – 48993,
Альтернативная подписка: “Союзпечать” 707-12-88, 707-12-89,
707-16-58 “Бизнес-пресс Курьер” (Нижний Новгород) (8312)
28-10-14; “Вся пресса” 787-34-48; “Дельта Пост” 928-87-62;
“Интер-почта-2003” 928-21-77; “Курьер прес-сервис” 933-30-72;
“МК-периодика” 281-57-15; “Корпоративная почта” 953-92-62;
“Оризон-М” (Тольятти) (8482) 30-08-84, 937-49-59(58); “Эль-
стат” 161-56-72; “Урал-пресс” в городах: (Екатеринбург) (343)
375-80-71; (Нижний Тагил) (3435) 41-14-48; “Южноуральская
почта” (Челябинск) (351) 262-90-03; “Парма-пресс” (Пермь)
(3422) 60-24-40; ООО “Коммерсант-курьер” в городах: (Казань)
(8432) 91-09-99(48); (Уфа) (3472) 79-99-24; (Волгоград) (8442)
33-22-07; (Пермь) (3422) 40-89-68; (Набережные Челны) (8552)
59-82-93; (Самара) (8462) 65-41-64; (Саратов) (8452) 27-32-25;
(Тольятти) (8482) 20-83-78.

© ФИНАНСОВЫЙ БИЗНЕС, 2016

Формат 60x84/8. Объем 10 печ. л. (усл. печ. л. 8).
Бумага офсетная. Тираж 1000 экз. Цена договорная.

Отпечатано в ОП и МТ МГИМО МИД РФ
119454, Москва, проспект Вернадского, 76.
8-495-434-93-69

В НОМЕРЕ:**ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКАЯ
ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ**

- 3 **Виктор Газман**
Траектория структурных изменений
на лизинговом рынке России

БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

- 11 **Валерий Болотин**
Региональное бюджетное планирование —
на новый уровень

НАЛОГИ И НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

- 20 **Екатерина Воронова**
Роль закята (религиозного налога в пользу
бедных) в исламской модели бухгалтерского
учета

- 24 **Елена Голик**
Государственное управление косвенным
налогообложением и направления его развития

БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

- 31 **Игорь Смарагдов, Марина Князева,
Антон Мотохин**
Конкуренция и концентрация в системах
топ-50 банков мира, Европы и России

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

- 42 **Ринат Хасанов**
Ценовые мультипликаторы стоимости
как альтернатива капитализации компаний
на рынке ценных бумаг

- 48 **Павел Шабалин**
Методы оценки стоимости корпоративных
прав голоса

ЧЕЛОВЕЧЕСКИЙ КАПИТАЛ

- 52 **Нина Вишневская**
Человеческий капитал молодежи как фактор
развития инновационной экономики

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

- 56 **Елена Степанова**
Анализ величины потерь, дефолта и
восстановления сделок мезонинного
финансирования за период 1986–2015 гг.

- 72 **Юлия Евлахова**
Развитие системы принципов регулирования
финансовых институтов на финансовом рынке

ПО ВОЛНАМ ИНТЕРНЕТА

- 78 **Иван Долгаев**
По страницам XVI тома сочинений И. В. Сталина

Общие требования к статьям:

1. Статья должна быть оригинальной, не опубликованной ранее и не представленной к печати в других изданиях.
2. В приложении к статье должны быть даны аннотация (до 200 знаков) и ключевые слова на русском и английском языках.
3. Статья обязательно должна содержать вступительную и заключительную части, в которых отражаются цель написания статьи и выводы автора, содержащие описание возможностей практического применения.
4. Весь библиографический аппарат должен быть оформлен в соответствии с требованиями, предъявляемыми к научным публикациям.
5. Одновременно предоставляются варианты английского написания фамилии автора, названия статьи и ключевых слов.
6. Если автор не имеет научных степеней по теме представленной статьи, необходимо предоставить рецензию и контактные данные рецензента. Плата с аспирантов за публикацию рукописей не взимается.
7. Предполагается, что автор при написании статей пользуется несколькими источниками.

Технические требования:

1. Статья должна предоставляться в редакцию, набранная общедоступным шрифтом 12 пт с полуторным интервалом, в электронном (Word, OpenOffice) и бумажном виде.
2. На страницах должны быть проставлены номера и оставлены поля.
3. При наборе формул должны быть использованы формульные редакторы: MSEquation, MathType 4 или OpenOffice. При этом однострочные формулы могут быть набраны обычным текстом с надстрочными и подстрочными индексами.
4. Формулы, таблицы и сноски (не концевые) должны быть оформлены стандартными средствами редактора.
5. Графики, диаграммы и т.п. могут быть оформлены в Word, Excel или OpenOffice и вставлены в текст по смыслу. Допускается использование графического векторного файла в формате wmf/emf или cdg v.10. Такие объекты должны быть пронумерованы и иметь название.

Авторское право:

Автор соглашается с условиями публикации статьи в журнале с учетом следующего:

1. Издательство получает исключительное право на публикацию и распространение статьи под именем автора, включая переиздание, опубликование в электронном виде и иными доступными способами, а также перевод статьи или ее части на иностранные языки.
2. Автор имеет право однажды опубликовать статью в другом издании (предварительно указать) с обязательной ссылкой на первую публикацию. При публикации в Интернете автор обязуется указать сроки публикации и источник публикации с активной гиперссылкой на страницу журнала — <http://www.ankil.info/36.html>, и следить за ее актуальностью в случае изменения этого адреса.

Автор и третьи лица обязаны получить предварительное письменное согласие издательства на публикацию статьи в других изданиях или по другим адресам в Интернете, а также при распространении текстов опубликованных статей за плату. Автор, при обращении к нему третьих лиц, должен сообщить о таких условиях.

Ответственность за достоверность фактов, изложенных в материалах номера, несут их авторы.

Внимание авторов!

Руководство издательства «Анкил» сообщает авторам и читателям журнала следующее, что журнал «**Финансовый бизнес**» входит в новую редакцию (29.12.2015 г.) Перечня ведущих рецензируемых научных журналов, рекомендованных **Высшей аттестационной комиссией** (ВАК) при Министерстве образования и науки РФ для публикации материалов диссертационных работ на соискание **ученой степени доктора наук и кандидата наук по экономической специальности**

Для продвижения журнала в современном научно-образовательном пространстве, а также для повышения эффективности своей работы и доступности научной информации широкому кругу читателей, авторов на территории России, стран СНГ и Балтии, начиная с 2016 года все текущие статьи номеров журнала будут размещаться в базе данных РИНЦ с полным текстом. Просим сообщить авторов статей свои личные SPIN-коды и AuthorID, которые Вам присвоены РИНЦ или другими базами цитирования, по электронному адресу: finansbiz@yandex.ru.

Выполнение идентификации авторов статей позволяет значительно ускорить привязки публикаций к авторским профилям в РИНЦ.

ТРЕБОВАНИЯ К ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ МЕТАДААННЫХ

Необходимо предоставить следующую информацию об авторе/авторах и статье на русском и английском языках:

- Ф.И.О.;
- **SPIN-код и AuthorID, присвоенные РИНЦ или другими базами цитируемости;**
- e-mail или номер телефона для связи;
- страна, область, город проживания;
- ученая степень, ученое звание, место работы;
- название статьи;
- аннотация статьи;
- ключевые слова;
- список литературы (НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ без дублирования списка на английском языке).

Траектория структурных изменений на лизинговом рынке России

Газман Виктор Давидович,
кандидат экономических наук, про-
фессор, НИУ «Высшая школа экономики»

Gazman Victor D.,
Candidate of Economic Sciences,
Professor, Higher School of Economics
SPIN РИНЦ: 4932-0528

The trajectory of the structural changes in the leasing market in Russia

В статье по результатам авторского обследования лизингового рынка приводится новая статистика по стоимости и портфелю договоров лизинга в стране и ведущие лизингодатели. Рассматривается видовая структура лизингового рынка по его сегментам. Определяются производительность труда в лизинге и срочность договоров, структура финансирования лизинговых операций, а также сопоставляются пропорции заимствований по банковским и небанковским лизинговым компаниям. Рассмотрены инициативы Банка России по регулированию лизинга и приведены расчеты номинального и реального среднегодового удорожания лизинга.

Ключевые слова: лизинг; источники финансирования; авансы; левверидж; лизинговые компании при банках; среднегодовое удорожание лизинга.

The article on the results of the author's leasing market survey provides new statistics on the cost of the portfolio and leasing contracts in the country and leading leasing companies. We consider the specific structure of the leasing market in its segment. Determined labor productivity in the leasing contracts and the urgency, the structure of the financing of leasing operations, as well as compared the proportion of loans on bank and non-bank leasing companies. Bank of Russia considers the initiative on regulation and lease payments are given the average annual nominal and real appreciation of the lease.

Keywords: leasing; sources of financing; advances; leverage; leasing companies with banks; the average annual appreciation of the lease.

Проведенное автором очередное 18-е ежегодное обследование рынка лизинговых услуг Российской Федерации показало, что стоимость новых заключенных договоров лизинга в 2015 г. сократилась по сравнению с предыдущим годом почти на 16,6% и составила 911 млрд руб., а без учета НДС – 784,6 млрд руб.

Лизинговая деятельность в Российской Федерации действительно замедлилась. Однако не в тех пропорциях, которые на протяжении всего года прогнозировали некоторые аналитики.

Основными задачами аналитического проекта являются: эмпирическое исследование рынка лизинговых услуг и формирование обоснованной

статистической базы лизинга в России; выявление тенденций и изменений в лизинговой индустрии; проведение структурного анализа рынка на страновом, региональном уровнях, по его сегментам, по источникам финансирования лизинговых операций.

НОВЫЕ ДОГОВОРЫ И ЛИЗИНГОВЫЙ ПОРТФЕЛЬ

Наши оценки отечественного лизингового рынка всегда строились на основе подхода, во главе угла которого находится инвестиционная составляющая лизинговой деятельности. Поэтому

Таблица 1

Лизинг в России в 2006–2015 гг.

Основные показатели		2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Новые договоры лизинга	млрд руб.	463	832	657	325	730	1290	1312	1321	092	911
	млрд долл.	17,07	32,85	26,40	10,45	24,24	43,92	42,22	41,40	28,24	14,99
Лизинговый портфель	млрд руб.	589	985	1026	916	1100	1780	2362	2670	3067	3011
	млрд долл.	21,92	38,87	41,25	32,03	36,29	55,29	77,77	81,58	54,52	41,31
Превышение портфеля над новым бизнесом		1,272	1,184	1,562	2,818	1,507	1,380	1,800	2,021	2,809	3,305

Таблица 2

Ведущие лизингодатели России в 2015 г.

№	Лизинговая компания	Стоимость новых договоров лизинга, млн руб.	Портфель договоров лизинга на 31.12.2015 г., млн руб.
1	ВЭБ-лизинг (Москва)	117 972,4	710 216,7
2	ГК «Сбербанк Лизинг» (Москва)	100 964,2	371 170,9
3	ГК «ВТБ-Лизинг» (Москва)	91 508,6	417 615,0
4	Государственная транспортная лизинговая компания (Москва)	78 395,4	202 206,2
5	Сименс Финанс (Владивосток)	32 348,8	28 728,0
6	ГК «Балтийский лизинг» (Санкт-Петербург)	29 166,0	29 607,0
7	Каркаде (Москва)	20 052,5	22 585,4
8	РБ Лизинг (Москва)	16 357,4	21 315,3
9	РЕСО Лизинг (Москва)	16 117,5	14 515,9
10	ГК «КАМАЗ-Лизинг» (Набережные Челны)	15 224,4	10 284,4
11	ЮниКредит Лизинг и Локат Лизинг Руссия (Москва)	10 909,6	19 604,6
12	СТОУН-XXI (Москва)	9 875,8	9 174,9
13	Система Лизинг 24 (Москва)	8 343,5	11 710,0
14	Мэйджор Лизинг (Москва)	6 802,5	7 376,4
15	Хьюлетт Паккард (Москва)	6 768,4	17 080,9
16	Фольксваген Груп Финанц (Москва)	6 695,6	6 874,7
17	Элемент Лизинг (Москва)	6 581,5	8 350,0
18	Катерпиллар Файнэншл (Москва)	6 455,7	13 162,3
19	ГК «Северная Венеция» (Санкт-Петербург)	6 267,0	12 557,3
20	ГК «Ураллизинг» (Екатеринбург)	5 483,4	4 624,3

расчеты ведутся по контрактной стоимости новых заключенных договоров лизинга (новый бизнес), а не по первоначальной стоимости предметов лизинга. Это позволяет определить реальные объемы инвестиций для конечного пользователя лизинговых услуг — лизингополучателя. Такой подход от-

личается от методологии Европейской федерации национальных ассоциаций лизинговых компаний (Leaseurope), в основе которого используются чистые инвестиции лизингодателей.

Представляется наиболее важным определить общие инвестиции в основные производственные

фонды лизингополучателей и затем осуществить сопоставление этих показателей со всеми инвестициями в производственный капитал. Это позволяет определить реальную результативность лизинга как вида инвестиционной деятельности (табл. 1).

На 31 декабря 2015 г. портфель лизинговых договоров (сумма оставшейся задолженности) без учета их качества и реструктуризации сократился по сравнению с показателем годичной давности на 1,8% в рублевом измерении. Расчет показал, что совокупный для всего рынка объем лизингового портфеля превысил объем нового бизнеса более чем в 3,3 раза. Этот показатель свидетельствует о продолжении тенденции к опережающему росту портфеля над новым бизнесом лизинговых компаний.

Вместе с тем в 2015 г. сомнительная (3,28%) и проблемная (9,56%) задолженности в общей величине лизингового портфеля составляли в совокупности 12,84%. Это означает, что «очищенный от токсичности» портфель равен 2624,4 млрд руб. Для сравнения отметим, что в 2014 г. лизинговый портфель составлял 3067 млрд руб. При этом сомнительная (1,51%) и проблемная (4,64%) задолженности в сумме равнялись 6,15%. То есть показатель, характеризующий реальное значение портфеля, составлял 2878,4 млрд руб.

Таким образом, реальный лизинговый портфель в России в 2015 г. сократился по сравнению с 2014 г. в рублевом исчислении на 8,8% без учета величины инфляции, а в долларовом исчислении – на 24,2%.

Примечательно, что в топ-20 ведущих лизингодателей России традиционно входит первая тройка лизингодателей, учрежденных крупнейшими российскими банками. Кроме того, в этом списке 8 лизинговых компаний с большой долей или 100%-м зарубежным участием, которые представляют собственников (банки, концерны-производители) из Германии, Италии, Польши, Франции, США. Помимо этих компаний на российском лизинговом рынке активно работают лизингодатели, учрежденные фирмами из Австрии, Японии и других стран. Полагаю, что данное обстоятельство наглядно свидетельствует о заинтересованности деловых кругов многих стран продолжать бизнес в России вопреки санкциям (табл. 2).

ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТЬ ТРУДА В ЛИЗИНГЕ

Анализируя сопоставимую информацию, представленную лизингодателями-респондентами, выяснилось, что в 2015 г. численность сотрудников лизинговых компаний сократилась на 5,6%.

Выработка на 1-го сотрудника лизинговой компании равнялась 74,68 млн руб. Для сравне-

ния: аналогичный показатель в 2014 г. был на уровне 77,86 млн руб. То есть производительность труда в рублевом исчислении снизилась на 4,1%.

По расчетам, основанным на данных Leaseurope и материалам наших исследований отечественного лизингового рынка, выработка на одного работника зарубежных компаний по сравнению с российскими лизингодателями почти вдвое выше. Причин такого опережения много. Это, прежде всего, более открытый доступ к финансированию лизинговых проектов; технологии ведения лизингового бизнеса; уровень внутреннего корпоративного управления лизинговой компании.

СРОКИ ДОГОВОРОВ ЛИЗИНГА

Вполне обосновано считать, что уровень развитости лизинговых отношений во многом определяется сроками предоставления имущества в лизинг. Более продолжительные сроки договоров лизинга, которые может себе позволить заключить лизинговая компания, свидетельствуют о более высоких конкурентных возможностях этого лизингодателя на рынке; о принятии на себя более высоких рисков, и, как следствие, это отражается в контрактной стоимости договоров лизинга и обязательно должно отражаться в рейтинговых оценках, что, к сожалению, в методологии Leaseurope не предусмотрено.

В 2015 г. средняя продолжительность договоров лизинга у обследованных нами лизингодателей составила около 66 месяцев. Этот показатель существенно ниже, чем в 2014 г., когда он равнялся 79 месяцам, и был самым высоким за всю историю наших исследований российского рынка лизинговых услуг.

СТРУКТУРА ФИНАНСИРОВАНИЯ ЛИЗИНГА РОССИИ

Исходя из практики ведения бизнеса российскими лизинговыми компаниями, в настоящее время можно насчитать более десятка различных источников финансирования лизинговых операций в стране. Некоторые из них используются постоянно (например, авансы, кредиты российских банков, собственные средства лизингополучателей), применение других обусловлено возникающей необходимостью (например, займы учредителей, факторинг, бюджетные средства и др.) (табл. 3).

Анализируя структуру финансирования лизинга, мы разделили лизингодателей на тех, которые созданы банками и другими хозяйствующими субъектами – «небанковскими».

В 2014 г. удельный вес кредитов для банковских лизингодателей превышал аналогичную пропорцию для небанковских компаний в 1,454 раза,

Таблица 3

Удельный вес источников финансирования лизинга в России в 2014–2015 гг., %

Источники финансирования лизинга	В целом по рынку		Компании при банках		Небанковские компании	
	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.	2014 г.	2015 г.
Банковское кредитование, всего	49,1	50,7	56,4	60,7	38,8	35,5
Займы учредителей, других организаций	4,3	4,0	0,1		10,2	10,1
Авансовые платежи лизингополучателей	16,9	15,8	16,2	14,4	17,9	17,9
Собственные средства лизингодателя	11,7	12,0	3,1	2,9	24,3	25,9
Коммерческие кредиты поставщиков	0,1	0,1	0,1	0,1		
Бюджетное финансирование		0,1				0,2
Эмиссия облигаций	15,4	14,6	20,2	17,3	8,3	10,3
Вексельное кредитование	2,5	2,7	3,9	4,6	0,5	0,1

а в 2015 г. это соотношение выросло до 1,710, что свидетельствует о росте доступности к получению кредитов банковскими компаниями и снижении конкуренции на рынке банковских услуг для лизингодателей.

Испытывая затруднения с получением кредитов, небанковские компании в большей степени стали использовать собственные средства, используемые для финансирования лизинга за счет наращивания уставного капитала и прибыли. Так, у небанковских лизингодателей доля этого источника в общем объеме финансирования опережала аналогичный показатель у банковских компаний в 2015 г. в 8,9 раза (годом раньше – 7,8 раза).

Авансоемкость лизинга для небанковских компаний осталась прежним, а для банковских сократилась с 16,2 до 14,4%. В результате уменьшился удельный вес авансов в общем объеме финансирования по рынку до 15,8%.

По-прежнему банковские компании более активны по сравнению со своими конкурентами на фондовом рынке в части привлечения средств за счет эмиссии ценных бумаг.

Сохранилась тенденция к уменьшению леввериджа. Так, в целом по рынку левверидж бухгалтерский (соотношение суммы обязательств к собственному капиталу) уменьшился с 7,52 до 7,33. Причем у банковских компаний левверидж, исчисленный подобным образом, составлял в 2015 г. 33,48, а у небанковских – всего 2,86. Таким образом, финансовый рычаг для реализации лизинговых проектов у банковских лизингодателей оказался многократно более длинным, чем у небанковских компаний.

Если вести расчет леввериджа без учета авансовых платежей, то в целом по рынку этот показатель за год уменьшился незначительно – с 6,08 до

6,01. Однако расхождения между банковскими и небанковскими компаниями и здесь более чем существенные. В 2015 г. у первой группы значение этого леввериджа составляло 28,52, а у второй – 2,17.

В том случае, если рассматривать левверидж лизингового проекта как инвестиционного проекта, то левверидж представляет собой отношение заемных средств к сумме собственных средств лизингодателя и авансов лизингополучателя. Значения данного показателя в целом по рынку в 2014 г. равнялись 2,49, а в 2015 г. – 2,60. На некоторый рост этого показателя повлияли два фактора. С одной стороны, имело место увеличение использования собственных средств лизингодателей в общем объеме финансирования сделок – с 11,74 до 12,01% (этот фактор работал на понижение леввериджа). С другой стороны, более быстро сократился удельный вес авансовых платежей – более чем на один процентный пункт. В результате второй фактор оказался более значимым при расчетах, что и привело к небольшому росту леввериджа по данной методологии его определения. Пропорция, характеризующая этот показатель для банковских компаний в 2015 г., составляла 4,78, а для небанковских – 1,28.

СТРУКТУРА ЛИЗИНГОВОГО РЫНКА

Структура российского рынка лизинговых услуг (по видам имущества) в соответствии с результатами проведенного обследования насчитывает около четырех десятков сегментов. Они различны по величине и по количеству действовавших на них операторов-лизингодателей (табл. 4).

В 2015 г. автотранспорт укрепил свое преимущество, сформировавшееся год назад, над другими сегментами рынка. Авиатранспорт впервые

Таблица 4

Укрупненная структура основных сегментов лизингового рынка России в 2015 г.

Вид имущества	Удельный вес в стоимости новых договоров лизинга, %
Транспорт, всего, включая	77,2
автотранспорт	36,5
в том числе легковые автомобили	19,9
автотранспорт для перевозки грузов	14,4
другой автотранспорт	2,2
авиатранспорт	22,2
железнодорожный подвижной и тяговый состав	16,7
другой транспорт	1,9
Оборудование и техника, в том числе	17,6
строительное и дорожно-строительное оборудование и техника	6,0
производственное оборудование	5,3
оборудование для производства товаров и услуг населению	5,0
другое оборудование и техника	1,3
Здания и сооружения	3,9
Другие виды имущества	1,3

вышел на второе место. Существенно сократился удельный вес железнодорожного подвижного и тягового состава.

Заметно вырос (в полтора раза) удельный вес лизинга зданий и сооружений. Это обусловлено потребностью лизингодателей размещать инвестиции в новые проекты, возможностью увеличить финансовый рычаг заимствований по перспективным проектам, а также распространением обычаев делового оборота. Активизация сделок лизинга недвижимости расширяет линейку финансовых продуктов, которые могут быть использованы для удовлетворения инвестиционного спроса и предложения. Появляется возможность использовать лизинг недвижимости как эффективный финансовый инструмент в качестве актива для сохранения капитала. Актуальность использования лизинга недвижимости в России обусловлена и меньшей по сравнению с движимым имуществом зависимостью от зарубежных поставщиков, что чрезвычайно важно в период кризисов и санкций. Недвижимость наиболее часто рассматривается как актив с высоким уровнем использования в качестве обеспечения кредитов. Для сделок лизинга недвижимости достаточно нередко присуща ситуация, когда происходит наращивание, а не сокращение первоначальной стоимости имущества. Актуальным является и то об-

стоятельство, что при проведении сделок лизинга недвижимости возникает возможность использовать различные виды и модели лизинга. Это позволяет проектантам сделок расширить их вариативность. Данному обстоятельству способствует и возможность применения участниками сделок лизинга недвижимости льгот и преференций в виде в виде ускоренной амортизации, что позволяет уменьшить налог на прибыль и налог на имущество и что в конечном итоге приводит к сокращению стоимости инвестиционного проекта. Лизинговым компаниям, как правило, легче решать с банками вопросы финансирования проектов на наиболее приемлемых для лизингополучателей условиях.

В этом исследовании мы впервые оценивали лизингодателей по совокупной стоимости новых договоров лизинга:

- по оборудованию для производства товаров и оказания услуг населению (как сумма договоров по пищевому, торговому, полиграфическому, сельскохозяйственному, медицинскому, спортивному, развлечений, ЖКХ, деревообрабатывающему, швейному и текстильному оборудованию);
- производственному оборудованию (суммарно по погрузчикам, машиностроительному, металлургическому, энергетическому, производ-

Таблица 5

Ведущие лизингодатели в наиболее крупных сегментах рынка в 2015 г.

№	Лизингодатель	Стоимость новых договоров, млн руб.
Автотранспорт. Всего 58 респондентов, в том числе:		
1	ВЭБ-лизинг (Москва)	54 768,2
2	ГК «ВТБ-Лизинг» (Москва)	34 832,6
3	Каркаде (Москва)	19 683,3
4	ГК «Балтийский лизинг» (Санкт-Петербург)	16 998,0
5	РЕСО Лизинг (Москва)	15 783,8
6	ГК «КАМАЗ-Лизинг» (Набережные Челны)	15 224,4
7	ГК «Сбербанк Лизинг» (Москва)	12 076,9
8	СТОУН-XXI (Москва)	6 981,4
9	Мэйджор Лизинг (Москва)	6 802,5
10	Фольксваген Груп Финанц (Москва)	6 693,9
Оборудование для производства товаров и оказания услуг населению. Всего 49 респондентов, в том числе:		
1	ГК «Сбербанк Лизинг» (Москва)	17 840,0
2	ГК «Балтийский лизинг» (Санкт-Петербург)	3 031,0
3	ЮниКредит Лизинг и Локат Лизинг Россия (Москва)	1 648,3
4	Система Лизинг 24 (Москва)	1 110,7
5	Тюменская агропромышленная лизинговая компания (Тюмень)	800,2
6	ГК «Северная Венеция» (Санкт-Петербург)	691,1
7	ГК «Ураллизинг» (Екатеринбург)	525,6
8	ЧелИндЛизинг (Челябинск)	506,0
Производственное оборудование. Всего 58 респондентов, в том числе:		
1	ЮниКредит Лизинг и Локат Лизинг Россия (Москва)	4 038,8
2	ГК «Балтийский лизинг» (Санкт-Петербург)	3 789,0
3	ГК «Сбербанк Лизинг» (Москва)	2 642,0
4	Металлоинвестлизинг (Москва)	2 066,5
5	Система Лизинг 24 (Москва)	1 962,5
6	БОТ Лизинг (Евразия) (Москва)	1 812,5
7	Сибирская лизинговая компания (Москва)	1 528,4
8	Катерпиллар Файнэншл (Москва)	1 293,0
9	ЧелИндЛизинг (Челябинск)	1 047,9
Железнодорожный подвижной и тяговый состав. Всего 21 респондент, в том числе:		
1	ВЭБ-лизинг (Москва)	47 937,1
2	ГК «Сбербанк Лизинг» (Москва)	30 898,7
3	РБ Лизинг (Москва)	12 100,4
4	ГК «ВТБ-Лизинг» (Москва)	6 673,4

№	Лизингодатель	Стоимость новых договоров, млн руб.
5	Петролизинг-Менеджмент (Москва)	1 955,5
6	Транслизинг-сервис (Москва)	1 836,0
7	Металлоинвестлизинг (Москва)	1 454,9
Авиатранспорт. Всего 9 респондентов, в том числе:		
1	Государственная транспортная лизинговая компания (Москва)	47 689,3
2	ГК «ВТБ-Лизинг» (Москва)	45 136,0
3	ГК «Сбербанк Лизинг» (Москва)	31 131,0
4	ВЭБ-лизинг (Москва)	14 609,3
Здания и сооружения. Всего 14 респондентов, в том числе:		
1	Государственная транспортная лизинговая компания (Москва)	15 585,2
2	Система Лизинг 24 (Москва)	4 341,3
3	ГК «Северная Венеция» (Санкт-Петербург)	2 664,2
4	ГК «Сбербанк Лизинг» (Москва)	1 535,5

ству стекла, химическому, бумагоделательному, упаковочному, лесозаготовительному, геологическому, горному, нефтяному, газовому оборудованию).

БАНК РОССИИ И РЕГУЛИРОВАНИЕ ЛИЗИНГА

На первоначальном этапе формирования лизинговых отношений в России «куратором» этого вида деятельности выступало Министерство экономического развития и торговли. В течение нескольких лет его специальное подразделение выдавало лицензии на право осуществления лизинговой деятельности в стране. Это продолжалось до 11 февраля 2002 г. Затем лицензирование было отменено, а из контрольных функций, закрепленных в Положении о Минэкономразвития, был исключен лизинг. В результате почти на полтора десятка лет лизинг стал почти «неуправляемым». Только Росстат опосредованно участвует в контроле за лизинговым рынком страны, проводя ежегодные обследования деятельности лизинговых компаний.

Банк России решил исправить эту ситуацию. Само по себе решение вполне логичное, хотя бы потому, что в ст. 5 Федерального закона от 3 февраля 1996 г. № 17-ФЗ «О банках и банковской деятельности» (в ред., действующей с 9 февраля 2016 г.) установлено, что кредитная организация вправе осуществлять лизинговые операции. Кроме того, мировой опыт свидетельствует об осуществлении регулятивных функций в области лизинга центральными банками, министерством финан-

сов, министерством экономики ряда стран, например, в Бельгии, Италии, Китае, Франции, Южной Корее и других, и польза от этого есть.

Банк России в начале 2016 г. направил лизинговым компаниям анкету участника исследования по результатам трех кварталов их деятельности в 2015 г. К сожалению, к этой анкете возникло немало вопросов. Остановимся только на одном.

В п. 2.14 анкеты указано на необходимость представления данных по средневзвешенному размеру удорожания предмета лизинга по заключенным за квартал сделкам. Расчет предусматривает, что удорожание — это «разница между суммой всех лизинговых платежей по договору и стоимостью предмета лизинга, приведенная к годовой ставке процента с учетом срока договора лизинга».

Действительно, конкурентные преимущества лизинга у одного лизингодателя по сравнению с другим определяются на основе показателя среднегодового удорожания. Мы различаем номинальное и реальное удорожание лизинга. Первое предполагает сравнение контрактной стоимости договора с первоначальной стоимостью имущества (увеличение в процентах) и деление полученного результата на число лет договора. Второй показатель более обоснованный, так как предполагает, что лизингополучатель перечислил лизингодателю собственные средства в виде авансового платежа. В таком случае для достижения правильной соразмерности из контрактной стоимости и из первоначальной стоимости следует вычесть авансовый платеж лизингополучателя и затем по-

лученный в процентном отношении результат разделить на число лет договора лизинга.

Теперь проведем расчет в соответствии с методикой Банка России. Для достижения сопоставимости осуществим расчет в относительных величинах. Результирующим будет коэффициент удорожания ($K_{уд}$):

$$K_{уд} = C_k / C_n, \quad (1)$$

где C_k – сумма всех лизинговых платежей по договору; C_n – стоимость предмета лизинга.

Для расчета среднегодового удорожания по такой методике уравнение (1) трансформируется в (2).

Тогда,

$$K_{ср.уд} = (C_k / C_n - 1) / Ч \cdot 100\%, \quad (2)$$

где $Ч$ – срок договора лизинга.

Мы провели расчет (2) по данным за 2015 г. 30 лизингодателям, на долю которых приходится 84,3% от стоимости нового бизнеса респондентов, участвовавших в нашем исследовании. В результате получилось, что $K_{ср.уд}$ равно 7,28%. Это означает, что годовой лизинговый процент составлял примерно 14,56%. Однако эта методика, пред-

ложенная Банком России, позволяет рассчитать только номинальное удорожание лизинга.

Реальное удорожание иное. Здесь обязательно следует учитывать, что лизингополучатель перечислил лизингодателю собственные средства в виде авансового платежа. Поэтому для объективной оценки искомого показателя необходимо из C_k и C_n вычесть сумму авансового платежа и только тогда можно будет определить реальное удорожание ($K_{р.ср.уд}$):

$$K_{р.ср.уд} = [(C_k - A) / (C_n - A) - 1] / Ч \cdot 100\%, \quad (3)$$

где A – аванс лизингополучателя.

Расчет по формуле (3) показал, что реальное среднегодовое удорожание составляет 8,80%. Следовательно, реальный годовой лизинговый процент по 30 ведущим лизингодателям в 2015 г. равнялся 17,60%.

Считаю, что инициатива Банка России по регулированию лизинга в Российской Федерации логична по содержанию и может быть полезна по существу. Однако требуется внести определенные коррективы в методологию оценки деятельности лизинговых компаний.

Литература:

1. Вавилова, И. А. Управление рисками – важнейший ресурс развития предприятия / И. А. Вавилов // Управление риском. 2014. № 4.
2. Газман, В. Д. Лизинг России в 2014 году / В. Д. Газман // Финансы. 2015. № 5. С. 20–26.
3. Газман, В. Д. Неординарный лизинг / В. Д. Газман. М. : Изд. дом ГУ – ВШЭ, 2014.
4. Злобин, Е. В. Наука и бизнес – направления взаимодействия (к итогам XVII международной конференции по страхованию в Южном федеральном университете, Ростов-на-Дону) / Е. В. Злобин, Р. Т. Юлдашев // Страховое дело. 2016. № 8.
5. Максимов, Р. В. Снижение рисков инвестиционной деятельности с помощью лизинга / Р. В. Максимов // Управление риском. 2014. № 1.
6. Юлдашев, Р. Т. Взаимодействие людей в коллективе – основа жизнеобеспечения каждой фирмы / Р. Т. Юлдашев // Финансовый бизнес. 2015. № 6.
7. Bucyte, J. A look at the European leasing market in 2014 and beyond / J. Bucyte // World Leasing Yearbook 2016 / ed. by L. Paul. L. : Euromoney Institutional Investor Publication, 2016. P. 10–15.
8. Gazman, V. Russia / V. Gazman // World Leasing Yearbook 2016 / ed. by L. Paul. L. : Euromoney Institutional Investor Publication, 2016. P. 265–275.

Статья поступила в редакцию 31.03.2016

Региональное бюджетное планирование — на новый уровень

Болотин Валерий Владимирович,
кандидат экономических наук,
доцент, Московский государственный
университет геодезии и картографии

Bolotin Valery V.,
Candidate of Economic Sciences,
Associate Professor,
Moscow State University
of Geodesy and Cartography

bolotiin@yandex.ru

Regional budget planning – to a new level

В статье анализируются проблемы совершенствования регионального бюджетного планирования как исходной фазы бюджетного процесса и вносятся предложения по активизации деятельности участников процесса формирования проектов бюджетов и их принятия.

Ключевые слова: региональный бюджет; бюджетное планирование; проект бюджета; бюджетный процесс.

The article analyzes the problems of improving the regional budget planning as an initial phase of the budget process and made proposals for the revitalization of the participants in the process of budgeting and adoption projects.

Keywords: regional budget; budgeting; the draft budget; the budget process.

Региональное бюджетное планирование необходимо вывести на новый уровень обоснованности показателей узакониваемых проектов бюджетов, на новый уровень ответственности участников бюджетного процесса, сопричастных к формированию и принятию региональных государственных финансовых планов за их качество, на новый уровень организации контроля за разработкой и принятием бюджетов. Сейчас бюджетный процесс субъектов Федерации вступает во вторую ответственную фазу — рассмотрение и принятие проектов бюджетов законодательными органами. В связи с этим хотелось бы высказать ряд соображений по его совершенствованию в регионах с учетом фактического положения дел.

Необходимость коренного изменения отношения к бюджетному планированию продиктована рядом обстоятельств: не только традиционных, обусловленных самой значимостью бюджетного планирования как процесса формирования координат экономического и социального развития регионов и выявления возможностей их достижения, но и совершенно новых, проистекающих из усложнения финансово-экономической ситуации (в том числе международной экономической конъюнктуры и санкций западных стран, преследующих цель расшатать финансово-экономическое положение страны и регионов).

Учитывая недостаточно высокое качество бюджетов некоторых регионов, необходимо особо подчеркнуть, что само состояние бюджетного планирования как важнейшего инструмента управления публичными финансами не только предопределяет успех или неуспех осуществления последующих стадий бюджетного процесса, но в конечном счете обуславливает возможность или невозможность осуществления конкретных мероприятий социально-экономического развития региона, а стало быть отражает общий уровень финансового менеджмента региональных органов власти. И здесь не на последнем месте оказывается прямая зависимость авторитета региональных властей от состояния качества бюджетов и их исполнения.

Одним из важнейших критериальных признаков состояния бюджетов является их реальная осуществимость, т. е. практическое воплощение заложенных показателей. Она проистекает из уровня обоснованности этих показателей. Проведенный сравнительный анализ соотношения плановых и фактических показателей исполнения бюджетов свидетельствует, что между ними имеются существенные расхождения, которые подрывают авторитет бюджетного планирования, что совершенно неприемлемо ни для органов власти, ни для населения, ни для хозяйствующих субъек-

тов, рассчитывающих на инвестиционную бюджетную поддержку хотя бы в форме кредитования.

В качестве информационных источников расчетов взяты законы субъектов Федерации о бюджетах на плановые периоды 2012–2014 гг. и законы об исполнении этих бюджетов (см. список источников в конце статьи).

В приведенной ниже таблице в процентном отношении представлено расхождение плановых показателей бюджетов и фактических результатов их исполнения по укрупненным параметрам как по доходной, так и по расходной части бюджета. И соответственно, отмечены рейтинговые позиции согласно уровню отклонения по средневзвешенному показателю за анализируемый период. Таких позиций две: по среднему уровню отклонения в доходной части бюджета и по среднему уровню отклонения в расходной части. Рассчитан также средний показатель отклонений за анализируемый период у всех названных регионов.

В качестве отправной точки для расчета расхождений взят первичный вариант бюджета, возведенного в закон, исключая последующие поправки. Расхождение именно с ним отражает качество бюджетного планирования. Этот вариант является базовым, основным и остается таковым, несмотря на ряд вносимых в него изменений на этапе исполнения бюджета. Это первое. Вторых, он разрабатывается и принимается в течение длительного времени — практически года. В-третьих, в его подготовке и принятии участвуют десятки (если не сотни) специалистов, начиная с работников плановых органов министерства финансов субъекта Федерации и заканчивая всеми, кто пользуется законодательной инициативой в регионах. Наконец, этот вариант популяризируется среди населения региона как основа основ жизнедеятельности с организацией публичных слушаний, широким освещением в СМИ, включая общероссийские средства массовой информации (и прежде всего соответствующий портал «Российской газеты»). Словом, никакой поправочный вариант не удостоивается такого внимания и хлопот при разработке и принятии. О поправках как показателе состояния бюджетного планирования чуть позже.

Комментируя данную таблицу, нетрудно заметить, что показатели у различных субъектов Федерации достаточно дифференцированы. И регионы можно разбить на три традиционные статистические группы — с низким отклонением до 10% (в этой группе по расхождению плановых и фактических показателей доходной части бюджетов оказываются семь регионов), со средним — от 10 до 20% (также 7 регионов) и с высоким — свыше 20% (8 регионов). Примерное равенство подгрупп говорит о том, что «хорошие», «удовлетворитель-

ные» и «неудовлетворительные» показатели — случаи не единичные, а типичные.

В названных трех группах можно еще выделить по три подгруппы, которые не совпадают полностью с тремя первыми статистическими рядами. Это подгруппа с явной положительной динамикой снижения расхождений по доходной части (Пермский край, Астраханская область, Красноярский край, Республика Карелия, Московская и Воронежская области и др.). Вторая подгруппа с трендовой уменьшающейся динамикой отклонений, свидетельствующей о положительных сдвигах в плановой работе, но с некоторыми отступлениями (Волгоградская, Омская, Ульяновская и другие области). И третья подгруппа с показателями без особых перемен или с ухудшающимися показателями (явными или трендовыми).

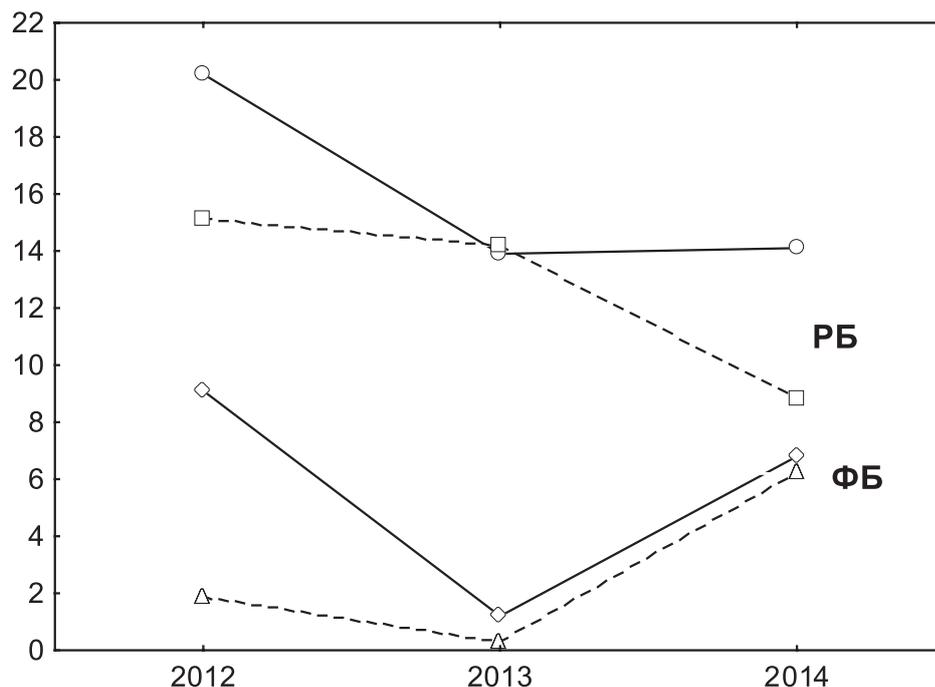
Положительные перемены, так или иначе, просматриваются в каждой из трех групп. Причем у некоторых они выразительно обнадеживающие — с сильным снижением отклонений от года к году. А у некоторых отклонение в финальный 2014 анализируемый год настолько минимальное, что после таких прогрессий думается, что сдачи высоких позиций в плановой работе быть не должно в последующие годы. Это особенно относится к Красноярскому краю, Рязанской, Иркутской, Астраханской областям, Карельской Республике по доходной части бюджета; у Астраханской, Воронежской, Московской, Псковской, Рязанской областей также наблюдается прогресс снижения отклонений по расходной части бюджетов. Судя по положительной динамике, очевидно, что целый ряд субъектов Федерации располагает приличным резервом, чтобы уверенно преодолеть 10%-ю пороговую черту расхождений плановых и фактических бюджетных показателей и выйти на показатели «ножниц», которыми можно пренебречь. Это в полной мере относится к Тюменской, Псковской, Воронежской, Магаданской, Рязанской областям, к Алтайскому краю и др. по показателям доходной части бюджета.

В третьей подгруппе — регионы, показатели которых практически не изменились или изменились незначительно за весь анализируемый период, оставаясь высокими по отклонениям (Курская, Тамбовская области). К сожалению, имеется подгруппа, где показатели ухудшились, в ней меньшинство регионов: Липецкая, Тульская, Сахалинская области — по доходной части показателей бюджета и Волгоградская, Тамбовская, Курская области — по расходной части бюджета. По расходной части бюджета средний показатель Тульской области вполне приемлемый.

Рассчитанный общий средний показатель у названных регионов имеет более яркую положи-

Расхождение плановых и фактических показателей по бюджетным периодам, %

Рейтинг. позиция	Субъекты Федерации	Плановые периоды								Рейтинг. позиция
		по доходам				по расходам				
		2012	2013	2014	Ср.	2012	2013	2014	Ср.	
1.	Кировская обл.	6,9	2,9	3,5	4,4	7,6	5,5	0,9	4,7	3
2	Пермский край	9,8	2,9	3,2	5,3	7,1	1,5	3,9	4,2	2
3	Волгоградская обл.	7,5	2,3	9,7	6,5	7,2	0,1	8,8	5,4	5
4	Красноярский край	17,1	2,5	0,2	6,6	13,1	6,9	0,3	6,7	6
5	Республика Карелия	10,7	4,7	8,7	8,0	8,4	0,0	8,5	5,6	9
6	Московская обл.	10,6	10,9	6,3	9,3	5,6	2,8	1,6	3,3	1
7	Астраханская обл.	16,3	9,6	6,6	9,7	7,9	5,8	2,2	5,3	4
8	Магаданская обл.	16,9	3,9	11,8	10,9	10,1	4,5	6,5	6,9	7
9	Рязанская обл.	19,3	10,1	6,5	11,9	18,4	15,7	1,9	12,0	11
10	Вологодская обл.	17,6	9,2	10,3	12,4	10,5	16,3	11,2	12,7	13
11	Иркутская обл.	30,9	7,1	3,4	13,8	20,7	22,0	3,5	15,4	15
12	Тульская обл.	11,9	17,3	12,4	13,9	5,7	15,1	2,9	7,9	8
13	Липецкая обл.	17,6	11,1	23,0	17,2	13,4	14,5	9,5	12,2	12
14	Омская обл.	18,8	19,1	17,7	18,5	21,3	25,2	12,2	19,6	19
15	Воронежская обл.	30,0	19,0	11,2	20,1	22,9	20,4	6,9	16,7	16
16	Тюменская обл.	33,8	7,3	19,6	20,2	21,6	1,7	8,0	10,4	10
17	Псковская об.	25,0	20,3	19,9	21,7	20,2	21,6	4,1	15,3	14
18	Ульяновская обл.	25,5	16,8	23,8	22,0	26,1	20,5	22,2	22,9	20
19	Алтайский край	28,4	20,7	19,6	22,9	25,8	16,2	15,4	19,1	18
20	Курская обл.	27,9	27,2	24,1	26,4	17,5	15,5	24,3	19,1	18
21	Сахалинская обл.	20,2	52,2	32,3	34,9	32,3	45,0	33,3	36,9	21
22	Тамбовская обл.	42,5	28,4	37,2	36,0	7,9	35,8	9,0	18,0	17
	Итого (в среднем)	20,2	13,9	14,1	16,0	15,1	14,2	8,8	12,7	
	Федеральный бюджет	9,1	1,2	6,8	5,7	1,9	0,3	6,2	2,8	



Динамика расхождений плановых и фактических средних показателей региональных бюджетов и показателей федерального бюджета:

по оси абсцисс — годы, по оси ординат — расхождения (%), сплошная линия — по доходной части бюджетов, пунктирная линия — по расходной части бюджетов, РБ — региональные бюджеты, ФБ — федеральный бюджет

тельную динамику по доходной части. По расходной части она тоже есть с неплохим результатом к концу анализируемого периода — 9,2% на 2014 год.

Сравнение динамики отклонений плановых и фактических средних показателей всей анализируемой группы региональных бюджетов и аналогичных показателей федерального бюджета за данный период отображено графически. (Расчеты отклонений показателей федерального бюджета сделаны исходя из законов о федеральном бюджете и его исполнении (см. п. 2 списка литературы).)

Как видим, величины отклонений федерального бюджета по плану и факту вполне приемлемы по предложенной градации, а показатели регионов, за исключением одного — среднего отклонения за 2014 г. по расходной части бюджета, — находятся в черте риска.

Подчеркиваю, что если даже у целого ряда областей фактически улучшились показатели по исполнению как доходной, так и расходной части бюджета, то в данном случае имеется в виду то, что они не были заложены как плановые, что свидетельствует о слабости плановой работы. Особенно это касается превращения бюджетов из дефицитных по плану в профицитные по факту исполнения при отсутствии роста доходной части бюдже-

та. Здесь получается, что экономия на расходах и переход в «профицитность» есть не что иное, как недофинансирование социально-экономической сферы. Цель бюджетного планирования и управления публичными финансами, как известно, не получение прибыли, в отличие от предпринимательских планов, а наиболее полное удовлетворение всего спектра потребностей и выполнения бюджетных обязательств при максимально рациональном формировании доходной части бюджета и по плану, и по факту.

Понятно, что в представленной статистической выборке отдельные годы могут быть просто исключением. И вопрос — почему так произошло? требует предметного дополнительного обстоятельного анализа. К примеру, почему в 2013 г. у Сахалинской области имел место удвоенный скачок увеличения отклонений по доходной части с последующим их снижением в 2014 г. и в восемь раз увеличение отклонений — по расходной? Обратимся к соотношению показателей в абсолютном выражении.

Так, согласно Закону от 06.08.2012 г. № 80-30 «Об областном бюджете Сахалинской области на 2013 год и на плановый период 2014 и 2015 годов» доходы на 2013 год намечались в размере 56 416 209,7 тыс. руб., а расходы — 63 848 564,6 соответственно с дефицитом 7 432 354,9 тыс. руб.,

или 14,8% общего объема доходов, без учета безвозмездных поступлений из федерального бюджета. В действительности были получены доходы в размере 85 845 889,5 тыс. руб., а расходы реально составили 86 707 339,3 тыс. руб. соответственно с дефицитом в 861 449,8 тыс. руб. согласно Закону Сахалинской области от 24.06.2014 г. № 37-30 «Об утверждении отчета об исполнении областного бюджета Сахалинской области за 2013 год».

С точки зрения реального продвижения вперед бюджетных показателей области внушительный успех налицо. Но с точки зрения состояния бюджетного планирования — полное отступление. Очевидно, одна из причин его состоит в поспешном принятии закона о бюджете на 2013 год — он был принят Сахалинской областной думой уже 12 июля 2012 г. Вследствие такой поспешности при формировании проекта бюджета этого года не были учтены полугодовые показатели исполняемого бюджета (ведь не могли же законодатели принять бюджет сразу во всех чтениях к отмеченной дате). Не были также учтены показатели за восемь-девять-десять месяцев текущего 2012 г., а бюджет верстался, надо полагать, в основном из достигнутых показателей предыдущего 2011 г., который особо не отличался по темпам прироста доходов от бюджета 2010 г. в силу переживаемого общего экономического кризиса. В то же время сильный рывок в наращивании финансовых показателей областного бюджета был сделан именно в текущем 2012 г. Увеличение по доходам произошло не на десятки миллионов рублей, как это было в предыдущие годы (на 66 462 тыс. руб. в 2011 г. по сравнению с 2010 г.), а более чем на 24 млрд руб.! (См. Закон Сахалинской области от 18.06.2013 г. № 52-30 «Об утверждении отчета об исполнении областного бюджета Сахалинской области за 2012 год».) Данное обстоятельство и явилось причиной таких значительных расхождений.

Понятно, что это постоянная объективная трудность в верстке проекта бюджета на будущий год — верстать бюджет исходя из полного года реального исполнения бюджета за предыдущий год. Текущий год фигурирует лишь как вероятностный. Такой временной разрыв обязывает по максимуму использовать оперативные данные об исполнении бюджета текущего года, чем пренебрегли в данном примере сахалинцы. Наверное, не случайно первое изменение плановых показателей бюджета произошло 6 февраля, а всего за год исполнения бюджета в законодательном порядке их было пять.

Бюджеты субъектов Федерации в основном принимаются в ноябре-декабре месяце года, предшествующего началу планового периода. Но даже в это время трудно в полной мере отследить и

учесть ожидаемый итог текущего года в силу решающей роли четвертого квартала в производственно-хозяйственной деятельности. А уж за пять начальных месяцев года тем более сложно предвидеть возможный годовой результат. Плановые службы находятся в непростых временных рамках с необходимостью неоднократной переработки проекта бюджета и внесения уточнений с учетом изменяющихся контрольных цифр выполнения бюджета текущего года. Методом итерации они должны приближаться к истине, даже когда бюджет внесен на рассмотрение в законодательные органы, активно включаясь в поправочные процедуры в ходе принятия бюджета.

Аналогичную картину резкого расхождения плановых и фактических показателей в 2013 г., но с улучшением показателей по доходной части и ухудшением по расходной наблюдаем в Тамбовской области; по расходной части — в Вологодской и Тульской областях. Поэтому как никогда нужна стабильность улучшения показателей. И она должна быть привнесена самим ходом совершенствования плановой работы. Резкие скачки-качели свидетельствуют о состоянии неопределенности, недопустимой в постановке дела бюджетного планирования. А ситуация неопределенности всегда связана с повышенным риском.

Несколько лучше обстоит дело у регионов с планированием расходной части бюджета, общий средний показатель отклонений получился ниже согласно таблице, чем по доходной части — 12,7%. По этому параметру большее число субъектов Федерации (9 участников) находятся в группе минимального риска с отклонением до 10%. Значительное число регионов попадает в среднюю группу с отклонением до 20%. И только две области (Ульяновская и Сахалинская) остались с повышенными показателями расхождения плана и факта (более 20%). Лидирующее же место с минимальным отклонением занимает Московская область со средним показателем за три бюджетных периода в 3,3%, а по соответствию плана и факта расходной части бюджета в отдельный год оказалась Республика Карелия. У нее в 2013 г. плановый показатель перевыполнен всего на 310,2 тыс. руб. (см. Закон о бюджете Республики Карелии на 2012 г. от 18.12.2012 г. № 1660-ЗРК и Закон об исполнении бюджета за этот год от 27.06.2014 г. № 1801-ЗРК). По-прежнему безупречно выглядят в прогрессивной динамике снижения расхождений плановых и фактических показателей Красноярский и Пермский края, Астраханская, Кировская и Рязанская области. Есть устойчивые положительные подвижки у Воронежской и Тюменской областей. Заметно сократились отклонения у Псковской области и у Алтайского края. Будем надеяться также, что достигнутые в 2014 г.

низкие показатели отклонений плана и факта по расходной части бюджета не станут исключением у Иркутской, Липецкой, Тульской и Псковской областей и они закрепятся на взятых рубежах в следующие годы.

К сожалению, некоторые регионы ухудшили за три года планирование расходной части бюджета, в частности Курская, Сахалинская и отчасти Вологодская области. Имеются регионы с неизменно высокими показателями расхождений. Как и по доходной части, по расходной целому ряду регионов недостает все той же стабильности. То есть наблюдается продвижение по принципу «шаг вперед, шаг, а то и два, назад».

Слабая плано-прогнозная обоснованность бюджетных показателей регионов подтверждается также резкими изменениями показателей при трансформации прогнозных лет в плановые. Чаше встречаются завышенные оптимистические оценки прогнозных лет. А по мере превращения прогнозов в планы показатели становятся заметно скромнее. Так, Краснодарский край намечал прогнозные годы анализируемого периода профицитными, а по мере перехода их в плановые профицит сменялся дефицитом, но прогнозные по-прежнему оставались профицитными. Вот такой «утопический оптимизм».

В связи с этим надо отметить, что в особо острую фазу переходит проблема обоснованности плано-прогнозных показателей бюджетов, если рассматривать сбалансированность доходно-расходных частей. Здесь часто встречаются многократные отклонения заложенных в план и полученных фактически показателей. Причем очень немногие субъекты Федерации отражают в законах о бюджетах доленое состояние дефицита без учета трансфертных перечислений из федерального бюджета, как это совершенно правильно делают в Астраханской области. Абсолютное выражение дефицита/профицита затрудняет его восприятие. Рамки данной статьи не позволяют обстоятельно раскрыть проблему дефицитности с выяснением ее причинно-следственных связей. Вопрос обоснованности доходно-расходной сбалансированности требует специального рассмотрения с учетом специфики дефицитности в сложившихся условиях. Сейчас лишь отметим, что многолетняя широко распространенная прогнозно-плановая дефицитность бюджетов превратилась в инструмент финансовой политики регионов в выстраивании межбюджетных отношений с вышестоящим уровнем власти.

Все это говорит о том, что требуются серьезные перемены в осуществлении бюджетного планирования.

Теперь о поправках в закон о бюджете. Сами поправки, если ими не злоупотреблять, являются

инструментом оперативного улучшения планирования. С их помощью корректируются первоначально заложенные показатели, чтобы сделать бюджетные параметры реалистичными в исполнении и тем самым в изменяющихся обстоятельствах усилить управленческую функцию бюджета, не превращая его в догму. Но когда поправок достаточно много и вносятся они по ходу исполнения бюджета, то получается квазипланирование. Речь идет уже не столько о намечаемых координатах развития, сколько о подгонке вносимых в бюджет показателей под спонтанные фактически складывающиеся. Это особенно ярко видно по поправкам в конце текущего планового периода. Так, бюджет Ульяновской области 2013 г. правился 11 раз, начиная с первой поправки после принятия бюджета еще до начала планового периода, в том числе дважды в июне, дважды в августе и дважды в декабре, причем некоторые правки были с недельным интервалом. В таком случае план-бюджет утрачивает свойства инструмента управления. Под сомнение ставится его директивный характер в условиях широкой практики перекроек при всем том, что он обрамляется в форму закона. Первоначальные же планы таким образом становятся, по известному выражению, «планами-догадками» со слабо использованным прогнозным обоснованием, т. е. нарушается принцип достоверности бюджета (ст. 37 БК РФ).

К сожалению, достаточно много поправок вносится как в законодательном, так и административном порядке в ходе исполнения бюджета. Не редки случаи внесения поправок сразу после принятия бюджета, еще до начала планового периода. А уж внесение поправок в первом квартале года исполнения бюджета — массовое явление. Число поправок у отдельных субъектов Федерации доходит до 7–8 за год, наиболее распространены 4–5 поправок через принятие законов о внесении изменений. Правки через издание приказов министров финансов в ходе исполнения бюджета подчас исчисляются десятками. В итоге окончательный вариант мало чем напоминает первоначально принятый. Первоначально принятый передается забвению, и его не так просто отыскать в электронном виде. «Открытый бюджет» превращается в закрытый. Это ли не зеркальное отражение низкого качества бюджетного планирования? Такое «суррогатное» планирование растягивается по времени вместо одного на два года. Также часты принятые окончательные поправки в декабре, причем в последних его числах года исполнения бюджета. Понятно, что в такой ситуации ставится задача лишь узаконения полученных дополнительных доходов (или секвестирования расходов). О рациональном использовании бюджетополучателями выделенных средств в срочном порядке в

конце года уже речи не идет. Бюджетополучатели стараются их скорее потратить на что угодно, лишь бы деньги, как говорится, не пропали. Направить их на серьезные закупки, предполагающие предварительное оформление заявок поставщикам сложных приборов, машин, оборудования, лекарственных средств, изготавливаемых, к примеру, медпромом, практически невозможно. Поэтому надо не допускать запоздалого узаконения бюджетов к концу года их исполнения, а составление бюджетной росписи с последующей ее правкой соотносить с возможностями бюджетополучателей *эффективного приложения бюджетных средств*, о чем гласит один из принципов БК РФ (ст. 34).

Заметим, что внесение поправок в выполняемый бюджет сопровождается изменением номеров законов. Новый номер закона о бюджете по правилам формальной логики говорит о том, что мы имеем дело с новым законом. Правильней было бы к прежней нумерации закона добавлять поправочную нумерацию, отражающую количество проделанных изменений закона. Иначе принятие новых по кодификации законов отдает неумным «законотворчеством». Надо однозначно сказать, что качество бюджетного планирования находится в обратно пропорциональной зависимости от количества принятых поправок: чем меньше поправок, тем выше качество стартового варианта бюджетного плана, тем больше управленческая сила такого плана.

Между тем заключения региональных контрольно-счетных палат на проекты бюджетов, представляемых правительством в законодательные органы власти, не оставляют тени сомнения в необходимости дальнейшего принятия поправок. Скажем больше, вряд ли история современного регионального парламентаризма знает случаи возвращения министерству финансов некачественных проектов бюджетов на доработку. Они все однозначно принимаемы. В то же время укоренившаяся «поправочная» практика свидетельствует, что не все так просто и гладко обстоит с проектными наметками бюджетов.

В чем же причины недостаточно высокого уровня бюджетного планирования? Их целый ряд, и они разного порядка. Во-первых, трудности объективного характера: экономическая неопределенность положения субъектов финансовых отношений в рыночных условиях и его быстрая масштабная изменчивость. Достаточно трудно спрогнозировать доходы хозяйствующих субъектов на полгода, год, три года вперед и выявить состояние налоговой базы территории региона с учетом фазы делового цикла. А доходы хозяйствующих субъектов в условиях российской специфики — основа основ налоговых доходов бюджетов.

Возможности уплаты налога на имущество предприятий и организаций в региональные бюджеты напрямую зависят от доходов хозяйств, как зависит от них другой наполнитель данных бюджетов — НДФЛ, который по своей природе «зарплатный» налог, определяемый все той же доходностью предприятий и организаций. Доходы же хозяйствующих субъектов испытывают постоянную рыночную амплитуду колебания региональной и всей экономики, что не позволяет с достаточной уверенностью очерчивать плановые бюджетные ориентиры. Для нашей страны с чрезмерно нестабильной рыночной моделью, демонстрация преимуществ которой остается проблематичной, такое состояние может еще растянуться на ряд десятилетий. В действительности слишком тернистым оказался путь выстраивания централизованных финансовых потоков в рыночной модели, особенно в регионах, нежели поначалу он виделся в студенческих и прочих программах, вводящих общественность в заблуждение грядущими быстрыми успехами и излишней идеализацией рыночного механизма сякобы автоматическим режимом функционирования. Это сегодня понятно, что в условиях сложившегося международного разделения труда и принципов открытости экономики нельзя обеспечить единым махом масштабную структурную перестройку и стабильное динамичное развитие. Даже страны-лидеры с относительно стабильными экономиками и насыщенными внутренними рынками товарами, высококвалифицированной рабочей силой, инвестициями, инновационным характером развития и пр. достаточно неуверенно чувствуют себя по гарантированному получению надлежащих государственных бюджетных доходов.

Во-вторых, причины субъективного свойства, связанные с уровнем квалификации и профессионализма регионального корпуса финансового менеджмента различных ветвей (представительной и исполнительной). В некоторых субфедеральных управленческих командах имеется «свое» видение бюджетного процесса и понимание диалектики его стадий. Так, в Алтайском крае за анализируемый период сложилась практика окончательного утверждения укрупненных плановых показателей по истечении планового периода — на следующий год, при принятии отчета об исполнении бюджета за прошедший год. Первым пунктом закона об исполнении бюджета как раз являлось окончательное принятие плановых показателей бюджета истекшего года, а вторым принимался отчет о его исполнении (см. законы об исполнении бюджетов Алтайского края 2011–2014 гг.). Не поздно ли?

Другой пример. В Омской области финансовые показатели бюджета выражены в сотых до-

лях рубля, т. е. в копейках, с никакой покупательной способностью последних. Возможно, такая точность измерения усиливает эффект прозрачности и прецизионности бюджета. Но этим, увы, не решается проблема в области серийных поправок (за 2013 г. бюджет правился 7 раз, последний — в конце декабря). Аналогично с исчислением в Ульяновской области, где бюджет исчисляется в тысячах рублей, но с точностью до сотысячной доли. Удобно ли чтение математических выражений с пятизначными цифрами после запятой?

В этой связи нужны соответствующие поправки в Бюджетный кодекс, регламентирующие временные рамки этапов бюджетного процесса, как и уточнение денежных единиц измерения бюджетов.

Не способствует повышению уровня бюджетного планирования частая сменяемость губернаторов, когда очередной годовой бюджетный план подписывается очередным губернатором.

В-третьих, пробуксовывают те механизмы, которые шлифуют проектные параметры бюджета, преломляя их к сложившимся реалиям и социально-экономическим территориальным запросам. Речь идет о недостаточной активности, особенно по принципиальным вопросам, регионального депутатского корпуса, придающего проекту бюджета силу закона. С неохотой возражают народные избранники министерству финансов, правительству, возглавляемому губернатором, хотя по своему статусу обязаны активно обсуждать проекты бюджетов. Причиной тому и их уровень квалификационной подготовки, и ощутимый региональный административный ресурс воздействия на депутатов.

Здесь надо заметить, что в регионах нарушена так широко популярная в девяностые годы модель «сдержек и противовесов». Для ее восстановления, на наш взгляд, необходимо, чтобы первое лицо субъекта Федерации в равной мере защищало интересы исполнительного органа — правительства и законодательного органа субъекта Федерации — законодательного собрания, выполняя роль своего рода арбитра во взаимоотношениях между ветвями власти. Этого не получается по той причине, что глава субъекта Федерации возглавляет правительство и воносимом на рассмотрение проекте бюджета видна губернаторская «десница». Законодателям с ней особо не поспорить, голосующих против «сырых» проектов, представленных правительством, единицы. Ну а затем наступает уже отмеченная выше череда поправок с видимостью развития регионального законодательства. Вряд ли современная история регионального парламентаризма знает случаи возврата некачественного проекта

бюджета на доработку в правительство. Не совсем логично получается, что правительство, возглавляемое губернатором, представляет проект бюджета в законодательное собрание, а затем после его одобрения собранием губернатор подписывает бюджет. Губернатор как первое лицо субъекта Федерации в одинаковой мере должен отвечать (и, по сути, отвечает) за состояние работы всех вверенных ему региональных ветвей власти.

Такая ситуация не лучшим образом сказывается на работе региональных контрольно-счетных палат; их формальные заключения на проекты бюджетов не так редки. Полагаем, что в условиях исполнения бюджетов службами Федерального казначейства было бы рациональным привлечь эти службы к процессу обеспечения взвешенной оценки вносимых проектов бюджетов на предмет их исполнимости. Ведь незрелые проекты бюджетов, возводимых в закон, с последующей чередой поправок, создают сложности в казначейском исполнении бюджетов и доведении бюджетных средств до бюджетополучателей. При таком дополнительном внешнем контроле в лучшую сторону поменялось бы отношение к формированию бюджета всех участников бюджетного процесса, а главное — улучшилось финансирование социально-экономических нужд региона. Данная мера также может дать положительный эффект в связи с недавней ликвидацией федеральной службы финансово-бюджетного надзора.

Вместо заключения отметим, что имеются определенные методологические трудности в освещении данной темы. Они состоят в том, что в целях объективизации оценок состояния бюджетного планирования в регионах необходимо расширять горизонт обследования, но делать это в стиле «ретро», полагаем, недостаточно правомерно. Ибо обосновывать выводы о состоянии бюджетного планирования на сегодняшний день показателями пятилетней давности не вполне корректно: меняются губернаторы и министры финансов, руководители и специалисты плановых служб, приходят новые команды в представительные органы субъектов Федерации, совершенствуется работа специалистов по ходу наращивания стажа бюджетно-плановой работы и т. п. А для появления статистических данных позже избранного автором анализируемого периода время еще не пришло — законы об исполнении бюджетов появляются в летний период. Поэтому разговор на эту тему можно считать предварительным, с приглашением к обсуждению данной проблемы представителей исполнительных и законодательных органов субъектов Федерации, особенно специалистов плановых служб региональных администраций.

Литература:

1. Бюджетный кодекс РФ.
2. Законы РФ о федеральном бюджете и его исполнении от 30.11.2011 г. № 371-ФЗ, 30.09.2013 г. № 254-ФЗ; от 03.12.2012 г. № 216-ФЗ, от 04.10.2014 г. № 280-ФЗ; от 02.12.2013 г. № 349-ФЗ, от 05.10.2015 г. № 276-ФЗ.
3. Указ Президента РФ от 09.02.2016 г. № 41 «О некоторых вопросах государственного контроля и надзора в финансово-бюджетной сфере».
4. Закон Кировской области от 01.12.2011 г. № 91-ОЗ «Об областном бюджете на 2012 год и плановый период 2013 и 2014 годов».
5. Закон Кировской области от 05.12.2012 г. № 226-ЗО «Об областном бюджете на 2013 год и плановый период 2014 и 2015 годов».
6. Закон Кировской области от 09.12.2013 г. № 352-ЗО «Об областном бюджете на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов».
7. Закон Кировской области от 04.07.2013 г. № 301-ЗО «Об исполнении областного бюджета за 2012 год».
8. Закон Кировской области от 01.07.2014 г. № 422-ЗО «Об исполнении областного бюджета за 2013 год».
9. Закон Кировской области от 10.06.2015 г. № 540-ЗО «Об исполнении областного бюджета за 2014 год».
10. Закон Пермского края от 12.12.2011 г. № 883-ПК «О бюджете Пермского края на 2012 год и плановый период 2013 и 2014 годов».
11. Закон Пермского края от 19.12.2012 г. № 139-ПК «О бюджете Пермского края на 2013 год и плановый период 2014 и 2015 годов».
12. Закон Пермского края от 24.12.2013 г. № 277-ПК «О бюджете Пермского края на 2014 год и плановый период 2015 и 2016 годов».
13. Закон Пермского края от 11.11.2013 г. № 234-ПК «Об исполнении бюджета Пермского края за 2012 год».
14. Закон Пермского края от 19.06.2014 г. «Об утверждении отчета об исполнении бюджета Пермского края за 2013 год».
15. Закон Пермского края от 09.07.2015 г. № 515-ПК «Об утверждении отчета об исполнении бюджета Пермского края за 2014 год».
16. Зельднер, А. Г. Управленческий фактор в развитии территорий: опыт стран Азии / А. Г. Зельднер // Страхование дело. 2016. № 9.
17. Левина, В. В. Актуальные проблемы формирования доходов местных бюджетов / В. В. Левина // Финансовый бизнес. 2016. № 4.
18. Цветкова, Л. И. Практическая методика оценки эффективности внедрения системы управления рисками предприятия / Л. И. Цветкова // Управление риском. 2016. № 3.

Статья поступила в редакцию 24.06.2016

Роль закята (религиозного налога в пользу бедных) в исламской модели бухгалтерского учета

Воронова Екатерина Юрьевна,
доктор экономических наук,
профессор кафедры учета,
статистики и аудита,
МГИМО (У) МИД России

Voronova Ekaterina Yu.,
Doctor of Economic Sciences,
Professor
at the Department of Accounting,
Statistics and Audit,
MGIMO University

kafstat@list.ru

The role of zakah (religious tax for the poor) in islamic accounting

В статье рассматриваются сущность закята (религиозного налога в пользу бедных), его роль в бухгалтерском учете, религиозное и социально-экономическое значение, методы исчисления налогооблагаемой базы.

Ключевые слова: бухгалтерский учет; налоги; закят; текущие активы; текущие обязательства.

The article considers the essence of zakat (religious tax for the poor), its role in accounting, religious and socio-economic importance, methods of calculation of the tax base.

Keywords: accounting; taxes; zakat; current assets; current liabilities.

Интернационализация экономической жизни, прежде всего в сфере бизнеса, привела к тому, что многие вопросы бухгалтерского учета как теоретической дисциплины и практической деятельности стали рассматриваться в международном аспекте. Возникла настоятельная необходимость в интерпретации, сопоставлении и аудите финансовой отчетности организаций, функционирующих в разных странах и регионах. В международном аспекте также реализуются многие профессиональные учетные услуги, такие как аудит финансовой отчетности, консультирование по вопросам налогообложения, проектирование и т. д. Поэтому все заметнее становятся усилия целого ряда государств по сближению между собой национальных систем бухгалтерского учета, сглаживанию различий между ними.

Тем не менее различия в национальных системах бухгалтерского учета до сих пор сохраняются, и отражают они не только разнообразие мнений по вопросам учетной политики, но и обнаруживают более глубокие структурные различия, имеющие корни в правовой, финансовой и социальной системах. В настоящее время выделяют следующие

модели бухгалтерского учета: британо-американская, континентальная, южноамериканская (латиноамериканская), исламская и учет в соответствии с МСФО [1, с. 95]. В данной статье рассматривается исламская модель бухгалтерского учета, которая основана на религиозных правилах и принципах. Именно определяющее влияние религиозного фактора выделяет данную учетную модель из числа остальных. Целью исламского бухгалтерского учета является не только представление информации для заинтересованных лиц, но и определение стоимости имущества, с которой выплачивается закят (религиозный налог в пользу бедных).

Закят является одним из пяти столпов мусульманского вероисповедания. В исламе считается, что все богатство принадлежит Аллаху. Ему «принадлежит то, что на небесах, и то, что на земле, и то, что находится между ними, и то, что под грунтом» [2, сура 2, аят 284]. Человек же является представителем Аллаха на земле и действует по его поручению: «Вот твой Господь сказал ангелам: "Я установлю на земле заместника..."» [Там же, сура 2, аят 30]. Все ресурсы, доступные человеку,

находятся у него как бы в форме доверительного управления. Уплата закята рассматривается как религиозная обязанность и акт подчинения Аллаху, а также то, что мусульманин свободен от такого порока, как жадность. Это отличает закят от обычных налогов, уплата которых является долгом всех граждан (не только мусульман) перед государством.

Закят имеет важное социально-экономическое значение, поскольку данный налог предназначен для сбора излишков денежных средств или материальных благ и передачи их бедным и нуждающимся. Закят выступает как механизм распределения благ, призванный сократить разрыв между богатыми и бедными. Данный механизм повышает покупательную способность бедных слоев населения и должен способствовать экономическому росту за счет увеличения потребительских расходов и совокупного спроса. Поэтому «закят считается важной альтернативой для решения одной из наиболее распространенных социальных и экономических проблем в мире, а именно, бедности» [3, с. 34].

Вся социально-экономическая система исламских государств балансируется через механизм закята. «Эффективное управление фондом закята помогает государственному бюджету достигать различных целей, увеличивать собираемость налогов за счет повышения производительности и занятости; закят при надлежащем соблюдении сроков его сбора и распределения может выступать в качестве инструмента для оказания влияния на экономическую активность в обществе» [4, с. 551]. Таким образом, в отличие от обычного налогообложения, которое представляет собой источник государственного финансирования, обложение закятом является неотъемлемой частью системы социального обеспечения и более широкой экономической системы.

Можно выделить несколько принципов, которых необходимо придерживаться при обложении закятом:

1) имущество должно находиться в собственности; имущество государственных и общественных организаций, пожертвования и благотворительность закятом не облагаются;

2) при определении суммы закята имущество должно быть оценено по его текущей или рыночной стоимости. «Такая оценка будет отражать реальную стоимость активов даже при изменении уровня цен» [5, с. 71];

3) налогооблагаемая база должна быть определена объективно. Это означает, что метод расчета закята должен быть согласован сборщиком закята и его плательщиком.

Часть облагаемого закятом имущества была определена в Коране еще со времен пророка

Мухаммеда: (1) сельскохозяйственная продукция, (2) природные ресурсы, (3) золото, ювелирные изделия и деньги, (4) торговые активы и (5) скот. Помимо этого, существует так называемые современные позиции, подлежащие обложению закятом: (1) доход, полученный от эксплуатации активов, (2) заработная плата физического лица, (3) ценные бумаги, такие как акции, облигации, суккук (исламский эквивалент облигаций) и др., (4) имущество, используемое в деятельности исламских финансовых институтов.

Закят уплачивается, когда выполняются два основных условия. Первое условие – стоимость имущества должна достигать нисаба – облагаемого налогом минимума, составляющего стоимость 85 граммов золота, которые должны быть оценены исходя из стоимости золота на международном рынке. Нисаб проводит черту между богатыми и бедными, или, иными словами, между плательщиками и получателями закята. Ставка закята «составляет 2,5% по лунному календарю и 2,5775% по солнечному календарю» [6, с. 26]. Второе условие – имущество должно находиться в собственности не менее года. Данное условие объясняется тем, что закят платится один раз в год.

Компания, являющаяся самостоятельным юридическим лицом, вне зависимости от своей организационно-правовой формы уплачивает закят, прежде всего, когда это обязывает законодательство государства, где компания осуществляет свою деятельность. За исключением ряда стран (Ливия, Пакистан, Судан, Королевство Саудовская Аравия, Йеменская Арабская Республика и большинство штатов на территории Малайзии [7, с. 37]) уплата закята осуществляется на добровольной основе. Поэтому в остальных случаях уплата закята происходит: (1) когда обязывает устав компании, (2) по решению акционеров компании и (3) по решению учредителя компании (физического лица).

Возникает закономерный вопрос: почему компании внедряют социальные практики (к которым можно отнести и уплату закята) сверх тех, которые предписаны законодательством? Существует анализ со стороны компаний, что в обществе преобладают тенденции к ужесточению законодательства, постоянному повышению требований, развитию института ответственности. Для компании важно взаимодействовать с обществом всеми приемлемыми способами и оправдывать его социальные ожидания, поскольку невыполнение ожиданий общества оказывает негативное влияние на дальнейшую жизнеспособность организации. При этом в будущем компания ожидает получение социального и экономического эффекта, который во многом зависит от удовлетворения компанией ожиданий и поддержки общества.

Закрытом облагаются активы, предназначенные для продажи (торговые активы). К таким активам можно отнести: запасы, дебиторскую задолженность, инвестиции в ценные бумаги, денежные средства в кассе и на счетах в банках. Основные средства, используемые в бизнесе, но не подлежащие продаже, и соответствующая им накопленная амортизация не включаются в расчет налогооблагаемой базы для закята.

Сумма, с которой начисляется закят (или налогооблагаемая база), обычно рассчитывается на основе показателя чистого работающего капитала или чистых текущих активов (текущие активы минус текущие обязательства). Для более точного исчисления базы закята можно произвести корректировку текущих активов и текущих обязательств.

Сначала корректируются текущие активы, из которых вычитаются или к которым прибавляются активы, которые оказались переоцененными или недооцененными с точки зрения обложения закятом. Например, из текущих активов могут быть вычтены запасы сырья и прочая дебиторская задолженность (помимо задолженности покупателей и заказчиков). Запасы сырья еще не готовы к продаже и поэтому не подлежат обложению закятом. Прочая дебиторская задолженность, например задолженность персонала, также должна быть вычтена, чтобы справедливо отразить реальные задолженности перед компанией, относящиеся к торговой деятельности.

Затем корректируются текущие обязательства. Следует сказать, что для целей обложения закятом для получения чистых текущих активов должны вычитаться только обязательства, связанные с торговой деятельностью. Однако часть обязательств, например задолженность по дивидендам или перед персоналом, таковой не является, поэтому такая задолженность должна быть вычтена из обязательств.

Следующий шаг корректировки характерен только для исламской модели бухгалтерского учета. Мусульмане должны строить свой бизнес в соответствии с религиозными требованиями и быть честными, справедливыми, соблюдать общественные интересы и т. п. Аналогично существует ряд ценностей, которые считаются негативными и которых следует избегать: скупость, расточительность и др. Бизнес регулируется «кодом халяль — харам» (термины Корана, где «халяль» означает «законно», «приемлемо», «допустимо», «разрешено», а «харам» — «незаконно», «запрещено») и соблюдением принципа «адль» (справедливость). Поэтому если есть информация о наличии неприемлемых с точки зрения ислама операций, то она должна быть принята во внимание при расчете закята. Например, компания

имеет депозитный счет в традиционном банке и получает доход в виде процентов. Такой доход считается незаконным с точки зрения ислама, и полученные от банка денежные средства должны быть вычтены из показателя чистых текущих активов.

И наконец, после проведения рассмотренных выше корректировок следует определить долю компании, принадлежащую мусульманам. Если мусульманам принадлежит не вся компания, а какой-либо процент, тогда этот процент должен быть умножен на сумму чистых текущих активов после проведенных корректировок. Это делается в соответствии с тем, что акционеры, не придерживающиеся мусульманского вероисповедания, не обязаны платить закят. Однако если в компании бо льшая часть акций принадлежит мусульманам, а акционеры, не являющиеся мусульманами, не возражают, то компания может платить закят со всей суммы откорректированных чистых текущих активов.

Следует отметить, что в настоящее время метод чистых текущих активов не является абсолютно надежным для исчисления закята. В современной бизнес-среде текущие активы финансируются не только за счет капитала и краткосрочных обязательств. Стремительный рост крупных корпораций открыл возможности инвестирования капитала через краткосрочное и долгосрочное финансирование. В результате появились сложности в соотношении источников средств и направлений их использования, а также определении взаимосвязи между ними. Кроме того, в крупных и прибыльных компаниях нередко встречается отрицательный показатель чистых текущих активов, так как многие крупные компании опираются для финансирования своей деятельности на краткосрочные кредиты. В соответствии с методом чистых текущих активов такие компании должны быть освобождены от уплаты закята.

Проблемы, обозначенные выше, можно решить при использовании другого метода расчета налогооблагаемой базы для закята — метода чистых инвестированных средств. Данный метод также предполагает корректировку чистых текущих активов, особенно в тех случаях, когда долгосрочная задолженность используется для финансирования текущих активов и (или) краткосрочная задолженность используется для финансирования основных средств, погашения долгосрочной задолженности и сокращения акционерного капитала (дивиденды).

Таким образом, к чистым текущим активам прибавляется краткосрочная задолженность (текущие обязательства), используемая для финансирования основных средств, погашения долгосрочной задолженности и сокращения акционер-

ного капитала. Из полученной суммы вычитается долгосрочная задолженность, используемая для финансирования краткосрочных (текущих) активов. Организация может использовать любой из двух методов.

«Во многих странах зоны распространения ислама созданы специальные агентства по сбору закята, которые являются частью социальной системы» [8, с. 112]. Сегодня в России существует несколько благотворительных фондов («Закят», «Садака и Закят», «Солидарность» др.), которые занимаются сбором и распределением закята. Данные фонды направляют собранный закят категориям людей, указанных в суре «Тауба», 60 аяте: «Пожертвования предназначены для неимущих и бедных, для тех, кто занимается их сбором и распределением, и для тех, чьи сердца хотят завоевать, для выкупа рабов, для должников, для расходов на пути Аллаха и для путников» [2, сура 9, аят 60]. Кроме того, собранный налог идет на помощь обучающим правильному чтению и заучива-

нию Корана, детским домам, учебным заведениям, малоимущим семьям и пр.

Благотворительный фонд «Закят» уже за 2016 г. собрал налог в пользу бедных в размере 5 865 768,93 руб., в то время как оказал помощь в размере 8 956 491,70 руб. [9]. Благотворительный фонд «Садака и Закят» за 2015 г. собрал денежные средства в размере 2 144 тыс. руб., которые в соответствии с уставом фонда направлялись на определенные благотворительные программы [10].

Суммируя вышеизложенное, можно констатировать, что закят является важнейшей составляющей не только системы бухгалтерского учета мусульманских коммерческих организацией, но и конфессиональной и социально-экономической систем исламских государств. Принципы, на которых основывается обложение закятом, существенно отличаются от принципов обычного налогообложения. Выбранный метод исчисления закята должен адекватно отражать коммерческую деятельность организации.

Литература:

1. Хамидуллина, З. Ч. Международные модели бухгалтерского учета / З. Ч. Хамидуллина // Труд и социальные отношения. 2014. № 10. С. 92–100.
2. Коран / перевод смыслов и комментарии Э. Кулиева. М. : Эксмо, 2012.
3. Adnan, M. A. Accounting treatment for corporate Zakah: a critical review / M. A. Adnan, N. B. Abu Bakar // International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management. 2009. Vol. 2, issue 1. P. 32–45.
4. Shariff, A. Md. A robust Zakah system: towards a progressive socio-economic development in Malaysia / A. Md. Shariff et al. // Middle-East Journal of Scientific Research. 2011. Vol. 7, no. 4. P. 550–554.
5. Умаров, Х. С. Конвергенция исламских стандартов бухгалтерского учета и МСФО / Х. С. Умаров // Финансовый бизнес. 2013. № 3. С. 68–71.
6. Sarea, A. M. Accounting treatment of Zakah: additional evidence from AAOIFI / A. M. Sarea // Journal of Islamic banking and finance. 2013. Vol. 1, no. 1. P. 23–28.
7. Беккин, Р. И. Закят: налоги или религиозная обязанность? / Р. И. Беккин // Финансы. 2008. № 11. С. 35–39.
8. Умаров, Х. С. Учет и оценка Закята в исламских финансовых институтах / Х. С. Умаров // Стан та перспективи розвитку обліку, аналізу, аудиту та контролю в умовах трансформації економіки: Міжнародна науково-практична конференція (м. Київ, 21–22 лютого 2014 р.). К. : Аналітичний центр «Нова Економіка», 2014. С. 109–112.
9. Благотворительный фонд «Закят». URL: <http://zakatfund.ru/otchet/>.
10. Отчет о деятельности благотворительного фонда помощи нуждающимся и наименее защищенным слоям населения «Садака и закят» за 2015 г. URL: <http://blago73.ru/wp-content/uploads/2016/04/Otchet-o-deiatelnosti-za-2015g.pdf>.
11. Архипов, А. П. О такафуле в системе российского страхования / А. П. Архипов, М. М. Магомадова // Страхование дело. 2016. № 6.
12. Логвинова, И. Л. Организационно-экономические особенности такафул-страхования / И. Л. Логвинова // Страхование дело. 2014. № 1.
13. Хамидуллина, З. Ч. Социальная направленность как определяющая особенность исламской модели бухгалтерского учета / З. Ч. Хамидуллина // Финансовый бизнес. 2016. № 2.

Государственное управление косвенным налогообложением и направления его развития

Голик Елена Николаевна,
доктор экономических наук,
профессор кафедры налогообложения
и бухгалтерского учета,
Южно-Российский институт
управления – филиал Российской
академии народного хозяйства
и государственной службы,
г. Ростов-на-Дону

Golik Elena N.,
Doctor of Economic Sciences,
Professor at the Department
of Taxation and Accountancy,
South-Russian Institute of Management –
Branch of Russian Academy of Economy
and Public Service,
Rostov-on-Don

dolfa@mail.ru

SPIN-код: 3909-0106

State administration of indirect taxation and the direction of its development

В статье рассматриваются вопросы влияния управленческой деятельности в сфере налогообложения на процесс создания и приращения добавленной стоимости через призму косвенного налогообложения. Проанализированы теоретические и практические аспекты использования косвенных налогов в современной экономике России и внесены предложения по снижению их уровня с целью повышения эффективности управления налогообложением и налоговой безопасности страны в целом.

Ключевые слова: налог; управление налогообложением; налоговая система; добавленная стоимость; косвенные налоги; цена; прямые налоги.

This article discusses the impact of management activities in the field of taxation and in the process of creating incremental value added through the prism of indirect taxation. The theoretical and practical aspects of the use of indirect taxes in the modern economy of Russia and made suggestions for reducing their level in order to increase efficiency of management of taxation and fiscal security of the country as a whole.

Keywords: tax; tax management; tax system; added value; indirect taxes; price; direct taxes.

Всякая совместная деятельность, в том числе и в сфере налогообложения, объективно обуславливает необходимость управлять данным процессом с целью достижения равновесного состояния и единства интересов всех его участников. В этой сфере управление осуществляется финансовыми и налоговыми органами и включает выполнение ими организационных, административных и контрольных функций. Сложившаяся практика государственного налогового управления находится в стадии поиска не только эффективных форм обеспечения наполняемости бюджетов, но и рационального распределения налоговых доходов в бюджетно-налоговой системе страны. Эти поиски в своей основе направлены на совершенствование организационно-правовых, административных и контрольных функций налогообложения. Но сфера экономического воздействия при этом не занимает достойного места в управленческой налоговой деятельности. Речь, прежде всего, идет о

влиянии управления налогами на процесс создания и приращения добавленной стоимости как универсальной налоговой базы. Особую значимость в этом направлении приобретает познание косвенных налогов и использование в практике их экономической природы.

В финансовой системе государства косвенные налоги занимают особое место. Специфика данного налогового вида обусловлена имманентной ему экономической природой. Если прямые налоги выражают отношения между государством, домашними хозяйствами и бизнесом по поводу аккумулирования части дохода с целью удовлетворения государственных потребностей, то в косвенных налогах отражены отношения между государством, потребителем и производителем по поводу надбавки к цене или тарифу на услуги. Изменение цены или тарифа обратно пропорционально воздействует на объем спроса, а поэтому повышение уровня косвенного налогообложения

сокращает объем совокупного спроса, снижает экономический рост, обостряет социальные проблемы.

Механизм косвенного обложения таков, что его налоговая природа на поверхности отношений налогоплательщика и налогоплательщика (государства) завуалирована ценовой формой. Поэтому сам акт уплаты налога его плательщиком воспринимается как оплата цены экономического блага. Налоговая составляющая выявляется в процессе анализа структуры цены, что в условиях глобализации коммерческой тайны практически невозможно сделать налогоплательщику. Этот процесс, например, рельефно прослеживается в ценах на товары повседневного спроса и особенно на бензин. У потребителя возникает вопрос: почему при снижении мировых цен на нефть в России цены на бензин растут? Одна из основных причин данного экономического парадокса — косвенное налогообложение нефти как исходного сырья нефтепродуктов, к которым относится и бензин. Известно, что налоги в цене данного продукта составляют более 50%. Поэтому если исходить из поверхностного анализа данного явления, то напрашивается вывод о бюджетной выгоде государства в росте косвенного налогообложения. Но это, по существу, тот случай, когда выгода превращается в убыток, поскольку под воздействием косвенного налогообложения сокращается совокупный и индивидуальный спрос, что в конечном итоге снижает уровень производства ВВП в стране, а стало быть, и уровень налоговой базы всей системы налогообложения и приводит к бюджетным потерям.

Финансовая наука доказала, что косвенное налогообложение экономически обоснованно в том случае, если оно выступает как дополнительный, но далеко не главный источник налоговых доходов в стране. Необходимо отметить, что это положение в той или иной форме нашло отражение в работах российских мыслителей прошлого. Так, еще в XVIII в. в знаменитой «Книге о скудности и богатстве» (1724 г.) И. Т. Посошков предлагал программу экономических преобразований в России, которая заключалась в изменении сырьевой и аграрной специализации страны в общеевропейском разделении труда. Податная реформа, предложенная Посошковым как составной элемент реформирования экономики страны, тесно связана с передовой для того времени идеей перехода к всеобщему поземельному налогу, при этом он особенно выделял подоходные налоги, т. е. прямые налоги с собственников обрабатываемой земли [1, с. 79]. Реформу предлагалось осуществить в условиях, когда «основную часть государственных доходов в 1724 г. составляли подати (87,4%), в которых доля прямых налогов составля-

ла 55,3%» [Там же, с. 78]. Отметим, что данные выводы сделаны приблизительно на 100–150 лет раньше, чем в Англии начал осуществляться переход к подоходному налогу как одной из форм прямого налогообложения.

Экономисты в основной своей массе обоснованно и аргументированно доказывали преимущества прямых налогов над косвенными. Так, один из известных представителей финансовой науки М. Фридмен отмечал, что «по общему правилу прямые налоги дают более верный и определенный доход, в большей степени соразмеряются с платежеспособностью населения, точнее и яснее определяют податную обязанность каждого плательщика, чем косвенные налоги. Наконец, прямые налоги имеют дело с типичным доходом плательщика и совершенно пассивно относятся к производству народного богатства. История финансов показывает, что они исправно поступают и во время экономических кризисов...» [2, с. 50].

Приходится констатировать, что выводы выходящих российских и зарубежных ученых по проблемам косвенного налогообложения в действующей налоговой системе России далеки от своей полной реализации. Но при этом просматривается тенденция к переоценке значимости косвенных налогов в бюджетных доходах, исходя из сугубо количественного подхода и особенностей их администрирования.

Основной аргумент в пользу косвенного налогообложения — их способность собирать значительные по объему налоговые доходы. Но с позиций теории налогообложения эти доходы подрывают собственную налоговую базу. Поэтому государство, стремясь к удовлетворению своих потребностей посредством прямых налогов, экономически заинтересовано в росте доходов, а следовательно, в повышении уровня жизни своих граждан и в эффективном развитии экономики в целом. Косвенные налоги, наоборот, ограничивают спрос и предложение, а стало быть, направлены на сдерживание темпов экономического роста, непосредственно сокращают располагаемый доход и тем самым снижают уровень налогооблагаемой базы. Социальные издержки рынка при этом растут.

Внешне косвенные налоги, аккумулируя часть дохода потребителя через ценовой механизм, создают видимость оплаты цены, скрывая при этом свою налоговую составляющую. Но, по существу, они ведут к росту цен, снижению платежеспособности потребителя, его спроса, что приводит к сокращению деловой активности капитала, занятости населения и является одной из причин роста инфляции.

К разряду фискальных выгод косвенных налогов относится положение о преимуществах в их

собираемости, так как каждый акт купли-продажи опосредуется деньгами, часть из которых непосредственно присваивает государство. Практически это преимущество далеко не всегда может себя реализовать в силу различного рода изменения технологий расчетных операций, создания фирм-однодневок, фальсификаций счетов-фактур и других действий. В современных условиях России собираемость косвенных налогов не отличается высоким уровнем, в то же время они способствуют развитию «теневой экономики», росту экономических преступлений.

Таким образом, косвенные налоги, обладая специфическими особенностями, возникли в период, когда потребности государства одними прямыми налогами удовлетворить не представлялось возможным. По своей экономической природе они являются налогами на расходы и тем самым косвенно взаимосвязаны с доходами. Поэтому реализация принципов налогообложения в них прямо не прослеживается, что ведет к определенной их модификации как налога. В силу этой особенности косвенных налогов взаимосвязь с действительными потребностями государства в них прямо не отражена. На этой основе возрастает степень противоречий между интересами государства и налогоплательщика, что усложняет администрирование косвенных налогов, так как выгоды их плательщика не связаны непосредственно с уплатой данных налогов. При этом демократизация налогообложения, контроль гражданского общества и потребителей за использованием доходов, полученных за счет этого вида налогов, во многом ослаблены. Принципы демократизма в них, по существу, не реализуются, что противоречит основам рыночного хозяйства, и в этом плане косвенные налоги способствуют снижению его эффективности.

Косвенные налоги обладают еще одним весьма специфическим свойством — они отрицательно влияют на состояние конкурентоспособности, которое, как известно, является основой основ рыночной экономики. На это обстоятельство в своем

большинстве не обращается внимание как исследователями косвенных налогов, так и тем более сторонниками их роста. А между тем косвенные налоги находятся вне поля взаимодействия с производительностью труда, поскольку являются преимущественно налогами не на производство, а на потребление. В то же время они ограничивают потребление, а стало быть, и уровень жизни населения. По этому поводу М. Портер, возглавляющий Международный проект по разработке индекса микроэкономической конкурентоспособности, отмечает, что в экономике состояние конкурентоспособности измеряется производительностью, которая обуславливает необходимость достижения высоких стандартов уровня жизни людей [3]. Роль косвенных налогов в этом процессе однозначна — они не стимулируют рост производительности, сокращают потребительский спрос, а стало быть, снижают уровень и качество жизни домашних хозяйств, не способствуют развитию бизнеса и экономики государства.

Сложившаяся налоговая система в России характеризуется высоким уровнем косвенного налогообложения (табл.).

В федеральном бюджете Российской Федерации доходы от косвенных налогов, включая таможенную пошлину, составляют порядка 70% общей суммы налоговых платежей. В отдельные годы намечалась тенденция к незначительному сокращению их уровня, если ее рассматривать через доходы от классических косвенных налогов. Однако учитывая налоговый характер таможенной пошлины, переложение части поступающих доходов от прямых налогов на конечного потребителя, а также ежегодную индексацию ставок по акцизному налогообложению, то их уровень не уменьшается, а, наоборот, растет.

Ситуация в области косвенного налогообложения, если судить и по его удельному весу в бюджетных доходах государства, по существу, меняется в сторону повышения на протяжении всего их существования в России, поэтому степень негативного воздействия на экономику усиливается,

Структура доходов федерального бюджета, %

Доход	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.
Налог на прибыль организаций	3,1	3,0	2,7	3,5	3,6
НДС	28,6	27,6	27,2	33,4	34,3
Акцизы	2,5	3,1	4,1	5,3	5,51
НДПИ	18,0	19,0	19,7	18,3	17,6
Таможенные пошлины	41,1	38,6	38,5	32,4	32,2
Прочие доходы	6,7	8,7	7,8	7,1	6,8

Источник: составлено автором по [4, 5].

что выражается в снижении ее конкурентоспособности, сокращении объема инвестиций и реально-го ВВП, жизненного уровня населения, особенно в последнее время.

Нельзя не обратить внимание на появление новых тенденций, которые обуславливают рост косвенного налогообложения. Они выражаются в усиливающемся переложении отдельных налогов на конечного потребителя. Изменения налогового законодательства последних лет в части налогообложения земли, имущественных налогов, налога на добычу полезных ископаемых в конечном счете сокращают располагаемые доходы потребителей и тем самым приводят к снижению уровня жизни основной массы населения страны. Более того, они снижают конкурентоспособность экономики, а стало быть, и налоговую базу всей системы налогообложения. Происходят эти процессы в период довольно сложного этапа развития экономики страны, обусловленного как обострением международной обстановки, использованием различного рода санкций в отношении России, так и в связи с утраченной выгодой, которая является результатом активизации спекулятивной тенденции на валютном и других рынках. Но если исходить из Основных направлений налоговой политики Российской Федерации на 2016 год и на плановый период 2017–2018 гг., то в них позитивных изменений, носящих принципиальный характер, в системе налогообложения не наблюдается [6]. При этом просматривается индифферентность налоговой системы к изменяющимся условиям хозяйствования. По-прежнему она не сориентирована на повышение доходов от прямых налогов, хотя значительные резервы для этого имеются. Происходит это в условиях, когда теория налогообложения и практика ее использования в развитых странах давно доказали объективность и эффективность данного рода изменений в налоговой системе.

Консерватизм в использовании налогового института с целью, например, нейтрализации разрушительных для экономики процессов, таких как рост спекулятивных операций в рыночной системе страны и особенно на финансовых и валютных рынках, возрастающие объемы «бегства капитала», «зашкаливание» уровня дифференциации в доходах различных слоев населения и др., можно было бы снизить за счет введения прогрессивной шкалы налогообложения высоких доходов. Эти и другие меры налогового регулирования соответствуют принципам налогообложения. Они и теоретически обоснованы экономической наукой, и широко используются развитыми странами.

В настоящее время для условий российской экономики чрезвычайно актуализировалось по-

ложение, которое уже более чем полвека назад обосновал лауреат Нобелевской премии в области экономики Дж. К. Гэлбрейт в части использования корпоративных и личных подоходных налогов, которые «больше всего способствуют выравниванию доходов», так как «чем в большей мере (в разумных пределах) используется подоходный налог на корпорации и чем быстрее возрастает ставка подоходного налога на отдельных лиц по мере роста их доходов, тем больше его воздействие в сторону стабилизации и обеспечения равенства» [7, с. 381–382]. Он считал, что «такая реформа налоговой системы имеет исключительно большое значение как для более эффективного функционирования современной экономики, так и для необходимого воздействия на распределение доходов» [Там же, с. 181–182]. Этот выдающийся экономист полагал, что «преобладающим правилом современной экономики является одинаковое отношение ко всем формам обогащения – применение общей ставки налога к любому виду обогащения независимо от того, имеет ли оно форму жалования, дохода от капитала, дохода от недвижимости, наследства, даров или, если уж быть совершенно точным, кражи, мошенничества или присвоения чужого имущества. Обогащение – это основной факт; раз оно имеет место, то за ним следует налог» [Там же].

Такие позиции в вопросах реформирования налогообложения занимают и отдельные российские экономисты. Так, академики Д. С. Львов, С. Ю. Глазьев последовательно отстаивали и отстаивают необходимость проведения налоговой реформы в России на основе неукоснительной реализации принципов налогообложения доходов [8, с. 50; 9, с. 461]. Однако, как в Основных направлениях налоговой политики на ближайшую перспективу, так и в сфере публичных заявлений высокопоставленных чиновников, снижение косвенного налогового прессинга в экономике не предусматривается. Более того, звучат предложения по его усилению (повышению ставок НДС и акцизов, введению в очередной раз налога с продаж и др.)

Основным налогом в системе косвенного налогообложения является налог на добавленную стоимость (НДС). Экономическая природа НДС была и остается неопределенной, дискуссионной и противоречивой. Поэтому он является одним из сложных, конфликтных и в определенной мере далеко не всегда соответствует своей налоговой базе – добавленной стоимости. Если первые две составляющие не вызывают сомнений у специалистов (сложность и конфликтность), то что касается его отношения к приращению стоимости – это предмет постоянных дискуссий. Так, эксперты Международного валютного фонда вполне

определенно отмечают, что «несмотря на название, НДС по своей сути не является налогом на добавленную стоимость; это скорее налог на потребление» [10, с. 1]. Тем самым отрицается наличие прямой взаимосвязи с добавленной стоимостью у данного налога. А если это так, то и противоречия, сложности, конфликты в его функционировании, а также негативные последствия воздействия на потребителей неизбежны.

Наиболее рельефно несоответствие между экономической природой НДС и формой его функционирования проявляется в собираемости данного налога, которая, по словам министра финансов Российской Федерации А. Силуанова, составляет 94%, при этом им ставится задача по ее увеличению до 98%. Однако М. Абрамов, вице-президент экспертно-аналитического центра «Модернизация», профессор Московского налогового института, считает данное утверждение оптимистичным, поскольку, согласно статистическим расчетам, проведенным налоговыми органами, собираемость НДС не превышает 30–40% [11, с. 20]. В западных странах НДС также не отличается высоким уровнем сбора. Объясняется такое явление противоречием между экономической природой данного налога и формой его практической реализации, что трансформирует его в налог на потребителя.

Отметим, что указанная причина носит теоретический характер. Что касается практической стороны, следует согласиться с вполне обоснованными выводами В. Г. Панскова, который считает, что основной причиной снижения собираемости НДС является опережение вычетов и возмещения данного налога против поступлений в бюджет. Например, за 2000–2013 гг. при увеличении экспорта в 5,1 раз возмещение НДС из бюджета по нему выросло в 15 раз. По внутривнутрироссийским сделкам в 2003 г. зачеты по НДС составили 76,3% от начисленных сумм, а в 2013 г. — уже 89,3% [12, с. 17].

Наличие только обозначенных проблем свидетельствует не только о значительных бюджетных потерях, но и о существенном отрицательном воздействии данного налога на совокупный спрос и генерирование кризисных явлений в экономике. Ведь далеко не случайно, а по причине пагубного воздействия НДС на экономику и потребителей, этот налог отсутствует в налоговой системе США и ряда других стран или же существует, но при довольно низких налоговых ставках.

При этом налоговая составляющая косвенного обложения в Российской Федерации значительна и достигает в приближенном исчислении одну треть цены товара по некоторым группам товарной массы. На долю НДС приходится весомая их часть. Экстраполируя это положение на

совокупный платежеспособный спрос, следует отметить, что косвенные налоги, и в первую очередь НДС, не только его снижают, но довольно ощутимо отрицательно воздействуют на инвестиционную активность, способствуют бегству капитала за пределы национальных границ. Обстановка в этом отношении усугубляется как системой неплатежей, так и ростом разного рода злоупотреблений. В связи с этим у законопослушных налогоплательщиков налогов, конечных потребителей правомерно возникает вопрос, почему они должны быть не только ответственными, но и нести дополнительное налоговое бремя за порочность системы налогообложения и налоговые преступления как в стране, так и на уровне межгосударственных экономических отношений.

Данная составляющая косвенного налогообложения, в том числе и НДС, не является предметом широкого обсуждения. Что же касается негативного воздействия косвенных налогов на совокупный спрос, их перелажаемости на конечного потребителя, то данная проблема находится за пределами научных интересов специалистов. При этом речь идет не о мерах насильственного правового воздействия на недобросовестных плательщиков косвенных налогов, такая практика существует. Однако она, в силу специфики косвенного налогообложения, экономическое положение конечного потребителя не улучшает. Даже отмена косвенного налога, как, например, в свое время отмена налога с продаж, никоим образом на ценах товаров в сторону их снижения на величину данного налога не отразилась. По экономической сути, произошла смена налогоплательщика, т. е. государство отказалось от получения доходов от данного налога в пользу реализаторов товарной продукции. Другими словами, если подходить к данному явлению экономически, отмены налога с продаж не произошло. Поэтому все судебные-правовые санкции, применяемые к недобросовестным плательщикам косвенных налогов, если и экономически улучшают положение конечного потребителя, то в незначительной мере.

Особую тяжесть налогового бремени ощущает потребитель от злоупотреблений при уплате НДС. Эта проблема относится к разряду международных и в условиях российской податной системы она наиболее значима. Так, И. С. Землянская отмечает, что по оценкам EuroPol применяемая схема мошенничества при оплате НДС, известная как «карусель», для государств — членов ЕС приближается по налоговым потерям до 1 млрд евро [13, с. 5]. Можно с достаточной степенью достоверности утверждать, что в России налоговые потери данного рода более значительны, а поле деятельности «карусели» еще обширнее,

поскольку в нашей стране нет ограничений для посреднической деятельности в экономике. Более того, предложения по ее регламентации рассматриваются как посягательство на основы рыночной экономики. Не вдаваясь в дискуссии по данному поводу, отметим, что это утверждение не только экономически и научно порочно, но и вредно с позиций экономических интересов государства и потребителя. Если последний (потребитель) в рыночной экономике является доминирующей фигурой, то он не может безучастно лицезреть на «карусель» роста цен за счет экономически необоснованной посреднической деятельности. В указанной работе Землянской выделяются три формы злоупотреблений и мошенничества при уплате НДС: использование фирм-«однодневок», налогово-«карусельные» схемы и мнимое освобождение от уплаты НДС. В условиях России можно квалифицировать и четвертую из них — злоупотребление в сфере посреднической деятельности, так как она существенно повышает бремя косвенного налогообложения и генерирует рост цен. Эффективным средством их ограничений и сокращений стало бы введение той же прогрессивной шкалы подоходного налогообложения, в том числе и в сфере посреднической деятельности.

Высокий уровень косвенного налогообложения таит в себе значительные угрозы и риски, связанные с уклонением от налога. Эта проблема обозначена, но не является объектом пристального изучения налоговедческой науки. Она во многом завуалирована процессом переложения налогов, который свойственен, прежде всего, косвенным налогам. Виднейший русский исследователь финансов и права начала XX в., профессор А. А. Соколов отмечал, что переложение налога является «только одним из случаев уклонения от налога» [14, с. 355]. При этом, анализируя данное явление, он дает обоснование, ссылаясь на работу Э. Селигмена «The shifting and incidence of Taxation», законного и незаконного уклонения от налога [15, с. 19]. Переложение косвенных налогов относится к законной форме, но только в том случае, если у потребителя имеется право выбора — платить повышенную на налоговую составляющую цену за приобретаемый товар или услугу либо другим способом удовлетворить им собственную потребность. Учитывая, что в реальной действительности у потребителя такого выбора нет или он весьма ограничен, то можно констатировать тот факт, что переложение налога в своей основе есть явление незаконное, а поэтому должно ограничиваться юридическими и экономическими методами. Если тот же НДС уплачивался бы непосредственно с добавленной стоимости, то повышение цены товара на налоговую величину

не происходило и конечный потребитель не был бы его плательщиком.

Однако в действительности плательщик НДС посредством цен перекладывает налоговые платежи на покупателя, который воспринимает налог через свои бюджетные ограничения. Эти противоречия устранимы, если перейти к определению налоговой базы данного налога непосредственно с созданной добавленной стоимости в каждом структурном подразделении рыночной экономики, т. е. хозяйствующим субъектом. Распространенная аргументация против такого подхода в отношении сложностей учета добавленной стоимости не может быть принята как заслуживающая внимания, поскольку по существу это сугубо техническая причина и она вполне преодолима. В то же время каждый субъект предпринимательской деятельности в принципе ее рассчитывает, и это находит отражение в бухгалтерском балансе на счетах заработной платы, прибыли и других счетах учета дохода. Переход к определению налоговой базы НДС непосредственно с добавленной стоимости позволил бы прямо, непосредственно и прозрачно выстраивать отношения между плательщиком данного налога и налогополучателем — государством [16, с. 46–51].

Анализируя состояние использования НДС в России, один из известнейших специалистов в области теории и практики налогообложения В. А. Кашин приходит к выводу о том, что «...существует неправильное применение НДС, которое очевидно, если сравнивать нашу практику и применение НДС в других странах». Более того, он считает, что «...этот налог абсолютно не годится для условий нашей страны» [17, с. 26].

При оценке современной системы налогообложения С. Ю. Глазьев отмечает, что в ее основе «...лежит налогообложение труда, к которому сводятся все налоги на доходы и добавленную стоимость. При этом бремя налогообложения одинаково и для богатых, и для бедных, хотя источники доходов у них разные» [9, с. 524–525]. Известно, что косвенные налоги — это налоги прежде всего на бедных. Их значительный уровень в налоговой системе, противоречия, обусловленные низкой степенью практической реализации теоретических и методических положений, являются весомыми причинами того, что система налогообложения в стране, по своей сути, остается не только не эффективной, но и несправедливой. Российская экономика зависима от бремени косвенного налогообложения. Более того, данная зависимость усиливается процессами внеправовой деятельности, связанной не только с их начислением, но и администрированием. Это обстоятельство подрывает налоговую безопасность страны и экономические интересы государства, бизнеса и потребителя.

Таким образом, в настоящее время необходимы такие научно обоснованные управленческие решения, которые способствовали бы снижению уровня налогов на потребление и увеличению значимости прямых налогов, что повысит эффективность управления налогообложением в рамках реализации стратегических целей и тактических задач временной экономической политики государства.

Литература:

1. Платонов, Д. Н. Иван Посошков / Д. Н. Платонов. М. : Экономика, 1989.
2. Фридмен, М. Конспект лекций по науке о финансах / М. Фридмен. СПб., 1910.
3. Портер, М. Конкуренция / М. Портер. М. : Изд. дом «Вильямс», 2000.
4. Федеральное казначейство России. URL: <http://www.roskazna.ru/ispolnenie-byudzhetrov/konsolidirovannyj-byudzhzet/>.
5. Финансы России 2014 : стат. сб. / Федеральная служба государственной статистики. М., 2014. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b02_51/IssWWW.exe/Stg/d010/i010050r.htm.
6. Основные направления налоговой политики Российской Федерации на 2016 год и на плановый период 2017 и 2018 годов. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=183748>.
7. Гэлбрейт, Джон К. Экономические теории и цели общества / Джон К. Гэлбрейт. М. : Прогресс, 1976.
8. Путь в XXI век: Стратегические проблемы и перспективы российской экономики / А. Г. Аганбегян, В. Ю. Алекперов, Л. А. Аносова и др. ; под ред. Д. С. Львова. М. : Экономика, 1999.
9. Глазьев, С. Ю. Уроки очередной российской революции: крах либеральной утопии и шанс на «экономическое чудо» / С. Ю. Глазьев. М. : Изд. дом «Экономическая газета», 2011.
10. Эбрилл, Л. Современный НДС / Л. Эбрилл, М. Кин, Ж.-П. Боден, В. Саммерс. М. : ВЕСЬ МИР, 2003.
11. Абрамов, М. Д. Пути совершенствования администрирования НДС / М. Д. Абрамов // Вестник АКСОР. 2015. № 3 (35).
12. Пансков, В. Г. Изменение порядка зачисления средств НДС: введение НДС-счетов / В. Г. Пансков // Вестник АКСОР. 2015. № 3 (35).
13. Землянская, И. С. Налогообложение добавленной стоимости: международный опыт обмена информацией и противодействия налоговым правонарушениям / И. С. Землянская // Международный бухгалтерский учет. 2014. № 33.
14. Соколов, А. А. Теория налогов / А. А. Соколов. М. : ООО «Юр ИнфоР-Пресс», 2003.
15. Селигмен, Э. The shifting and incidence of Taxation / Э. Селигмен. 1927.
16. Голик, Е. Н. Экономические последствия трансформации налога на добавленную стоимость в налог на потребление / Е. Н. Голик // Наука и образование: хозяйство и экономика; предпринимательство; право и управление. 2014. № 3 (46).
17. НДС: плюсы и минусы для России. Из выступления Кашина В. В. // Вестник АКСОР. 2015. № 3 (35).
18. Дорждеев, А. В. Создание консолидированных групп налогоплательщиков: риски региональных бюджетов и их регулирование / А. В. Дорждеев, С. В. Подобрывев // Управление риском. 2012. № 1.
19. Левина, В. В. Актуальные проблемы формирования доходов местных бюджетов / В. В. Левина // Финансовый бизнес. 2016. № 4.
20. Русецкая, Э. А. К вопросу о мошенничестве в сфере имущественного страхования / Э. А. Русецкая, Ю. А. Сапрыкина // Страхование дело. 2015. № 12.
21. Шестакова, Е. В. Современная государственная политика в сфере налогообложения предпринимателей и прогноз ее развития / Е. В. Шестакова // Финансовый бизнес. 2016. № 3.

Конкуренция и концентрация в системах топ-50 банков мира, Европы и России

Competition and concentration in the system TOP 50 world banks, Europe and Russia

Смарагдов Игорь Андреевич,
доктор технических наук, профессор,
профессор кафедры экономики и финансов,
Российская академия народного хозяйства
и государственной службы
при Президенте РФ (Тульский филиал)

Smaragdov Igor A.,
Doctor of Engineering Sciences,
Professor at the Department of Economics
and Finance, Tula branch RANEPA
smaragdovIA@gmail.ru
SPIN-код: 11 106-7950

Князева Марина Анатольевна,
кандидат технических наук,
заведующий кафедрой экономики
и финансов, Российская академия народно-
го хозяйства и государственной службы
при Президенте РФ (Тульский филиал)

Knyazeva Marina A.,
Candidate of Engineering Sciences,
Head of the Department of Economics and
Finance, Tula branch RANEPA
knyazeva_ma@mail.ru
SPIN-код: 5085-9203

Мотехин Антон Михайлович,
кандидат экономических наук,
начальник отдела валютного контроля
МСЦ «Ясная поляна» Сбербанка России

Motohin Anton M.,
Candidate of Economic Sciences,
Head of the Department of Foreign Exchange
Control MSC «Yasnaya Polyana» Sberbank
of Russia
motohin_anton@mail.ru

В статье представлены результаты формирования ядерных структур и количественной оценки конкуренции в системах 50 крупнейших по активам банков (топ-50) мира, Европы и России, полученные на основе материалов рейтинговых агентств и ЦБ РФ.

Ключевые слова: банковская система; анализ; сепарация субъектов; рейтинг.

The article presents the results of the formation of nuclear structures and quantify competitive systems 50 largest banks by assets (TOP-50) of the world, Europe and Russia, based on submissions received rating agencies and the CBR.

Keywords: banking system; analysis; separation of subjects rating.

В работах [1–7] представлены результаты ядерного структурирования банковских систем и локальных подсистем мира, Европы, России и количественной оценки уровня конкуренции в них по основным показателям деятельности банков в разные периоды времени. В настоящей статье приведены ядерные структуры систем крупнейших по активам (топ-50) банков мира, Европы и России, сформированные на основе соответствующих рэнкингов рейтинговых агентств [8–11] и ЦБ РФ [12], и результаты количественной оценки уровня конкуренции в них.

ОСНОВЫ МЕТОДОЛОГИИ

Постановка задачи о количественной оценке конкуренции на конкретном рынке при заданной его структуре (фиксированных числа его субъектов и их компетенций) сводится к установлению (с минимальным субъективным произволом аналитика — исследователя):

- параметров ядра рынка (количества членов и их кумулятивной компетенции);

- уровня рыночной конкуренции (степени рыночной власти ядра рынка), который можно определить сопоставлением (в той или иной форме) кумулятивной компетенции ядра рынка и остальных его субъектов.

Для исключения субъективизма при сепарации субъектов рынка (определении числа членов его ядра) и количественного анализа внутренней структуры ядра применяются имеющие ясный логический смысл критерии отбора [1–7].

Критерий отбора членов большого ядра рынка

В состав большого ядра включаются субъекты рынка, удовлетворяющие следующему (самому «мягкому») критерию: очередной из ранжированного по убыванию компетенций перечня субъектов рынка n -й субъект включается в большое ядро, если увеличения (за счет его компетенции) осредненной по n членам ядра их кумулятивной компетенции после его включения в состав ядра $[(S_n - S_{n-1})/n]$ равно или превышает уменьшение (за счет роста числа членов ядра) средней компетенции, приходящейся на одного члена ядра, после включения в состав ядра n -го субъекта $[S_{n-1}/(n-1) - S_n/n]$, т. е. критерий имеет вид:

$$\frac{\frac{S_n}{n}}{\frac{S_{n-1}}{n-1} - \frac{S_{n-1} + S_n}{n}} = \frac{\frac{S_n - S_{n-1}}{n}}{\frac{S_{n-1}}{n-1} - \frac{S_n}{n}} \geq 1. \quad (1)$$

Иными словами, очередной субъект рынка включается в большое ядро, если его компетенция удовлетворяет неравенству

$$S_n > S_{n-1} \left[\frac{1}{2(n-1)} \right],$$

где S_{n-1} – кумулятивная компетенция $n-1$ субъектов – членов ядра, компетенция каждого из которых не уступает его компетенции S_n .

Ясно, что для включения n -го субъекта в такое ядро необходимо, чтобы относительные значения S_n/S_{n-1} были равны или превосходили минимально допустимые, численные значения которых для второго...десятого членов ядра ($n = 2...10$) приведены в табл. 1.

Таблица 1

Относительные значения S_n/S_{n-1}

N	2	3	4	5	6	7	8	9	10
S_n/S_{n-1}	0.500	0.250	0.167	0.125	0.100	0.083	0.071	0.063	0.056

Тогда:

- второй субъект рынка входит в большое ядро рынка, если его компетенция равна или превышает 0,5 компетенции первого;
- третий – если его компетенция равна или больше 0,25 кумулятивной компетенции первого и второго членов ядра; четвертый – 0,167 кумулятивной компетенции трех предыдущих и т. д.;
- если кумулятивная компетенция первых шести членов такого ядра равна 60%, то седьмым членом ядра может быть субъект, компетенция которого равна или превышает $60 \cdot 0,083 \cong 5\%$; если же кумулятивная компетенция первых шести членов ядра составляет 80%, седьмой субъект включается в ядро, если его компетенция не меньше 6,64%.

Критерий отбора членов среднего ядра рынка

Включение в состав среднего ядра очередного субъекта требует не только выполнения неравенства (1), но и удовлетворения более «жесткому» критерию: очередной из ранжированного по убыванию компетенций перечня субъектов рынка n -й субъект включается в среднее ядро, если отношение прироста (за

счет его компетенции) осредненной по n членам ядра их кумулятивной компетенции после включения этого субъекта в состав ядра $[(S_n - S_{n-1})/n]$ к уменьшению (за счет прироста числа участников ядра) средней компетенции, приходящейся на одного члена ядра, после включения в их число n -го субъекта $[S_{n-1}/(n-1) - S_n/n]$, равно или превышает отношение кумулятивных компетенций членов этого ядра после (S_n) и до (S_{n-1}) его включения, т. е. критерий имеет вид:

$$\frac{\frac{S_n}{n}}{\frac{S_{n-1}}{n-1} - \frac{S_{n-1} + S_n}{n}} = \frac{\frac{S_n - S_{n-1}}{n}}{\frac{S_{n-1} - S_n}{n-1} - \frac{S_n}{n}} \geq \frac{S_n}{S_{n-1}} = \frac{S_{n-1} + S_n}{S_{n-1}} = 1 + \frac{S_n}{S_{n-1}}. \quad (2)$$

Из (2) следует, что n -й субъект рынка входит в состав среднего ядра, если его компетенция удовлетворяет неравенству

$$S_n > S_{n-1} \left[\frac{1}{2(n-1)} + \left[1 + \frac{1}{4(n-1)^2} \right]^{0,5} - 1 \right].$$

Понятно, что для включения n -го субъекта в это ядро необходимо, чтобы относительные значения S_n/S_{n-1} были равны или превосходили минимально допустимые, численные значения которых для второго...десятого членов ядра ($n = 2...10$) приведены в табл. 2.

Таблица 2

Относительные значения S_n/S_{n-1}

N	2	3	4	5	6	7	8	9	10
S_n/S_{n-1}	0.618	0.281	0.184	0.133	0.105	0.088	0.074	0.065	0.058

Тогда:

- второй субъект входит в состав среднего ядра, если его компетенция равна или превышает 0,618 компетенции первого; третий – если его компетенция не меньше 0,281 кумулятивной компетенции первого и второго членов ядра и т. д.;
- если кумулятивная компетенция первых четырех членов такого ядра равна 60%, то пятым членом ядра может быть субъект, компетенция которого равна или превышает $60 \cdot 0,133 \cong 8\%$; если же кумулятивная компетенция первых четырех членов ядра составляет 80%, пятый субъект включается в ядро, если его компетенция не меньше 10,64%.

Критерий отбора членов малого ядра рынка

Включение в состав малого ядра очередного n -го участника требует соответствия еще более «жесткому» критерию: очередной из ранжированного по убыванию компетенций перечня субъектов рынка n -й субъект включается в малое ядро, если отношение прироста (за счет его компетенции) осредненной по n членам ядра их кумулятивной компетенции после включения этого субъекта в состав ядра $[(S_n - S_{n-1})/n]$ к уменьшению (за счет прироста числа участников ядра) средней компетенции, приходящейся на одного члена ядра, после включения в их число n -го субъекта $[S_{n-1}/(n-1) - S_n/n]$, равно или превышает отношение кумулятивной компетенции ядра после включения в его состав n -го субъекта (S_n) к компетенции этого субъекта (S_n) , т. е. этот критерий отбора имеет вид

$$\frac{\frac{S_n}{n}}{\frac{S_{n-1}}{n-1} - \frac{S_{n-1} + S_n}{n}} = \frac{\frac{S_n - S_{n-1}}{n}}{\frac{S_{n-1} - S_n}{n-1} - \frac{S_n}{n}} \geq \frac{S_n}{S_n} = \frac{S_{n-1} + S_n}{S_n} = 1 + \frac{S_{n-1}}{S_n}.$$

Этот критерий подразумевает, что очередной субъект включается в состав малого ядра, если его компетенция S_n удовлетворяет неравенству

$$S_n > S_{n-1} \left[\left[\frac{(n-2)^2}{16(n-1)^2} + \frac{1}{2(n-1)} \right]^{0,5} - \frac{n-2}{4(n-1)} \right].$$

Ясно, что для включения n -го субъекта в состав малого ядра необходимо, чтобы относительные значения S_n/S_{n-1} были равны или превосходили минимально допустимые, численные значения которых для второго...десятого участников ($n = 2...10$) приведены в табл. 3.

Таблица 3

Относительные значения S_n/S_{n-1}

N	2	3	4	5	6	7	8	9	10
S_n/S_{n-1}	0.707	0.390	0.274	0.213	0.174	0.148	0.128	0.113	0.102

Тогда:

- второй субъект включается в состав малого ядра, если его компетенция равна или превышает 0,707 компетенции первого;
- третий — если его компетенция равна или больше 0,390 кумулятивной компетенции первого и второго членов ядра и т. д.;
- если кумулятивная компетенция первых трех членов ядра 60%, то четвертым членом может быть субъект с компетенцией, не меньшей $60 \cdot 0,274 = 16,44\%$; если же кумулятивная компетенция первых трех членов ядра 80%, четвертый субъект не может быть включен в состав малого ядра, поскольку для включения его компетенция должна быть равна или превышать 21,92%, что, очевидно, невозможно.

Информационной базой для формирования ядерной структуры конкурентной системы является ее рэнкинг по анализируемому параметру, а ядерная сепарация субъектов этого рэнкинга осуществляется последовательно с помощью приведенных критериев отбора членов ядер (внутри ядер — субъядер).

Отметим, что формирование ядерной структуры конкурентной системы (последовательное разбиение конкурентной системы на ряд ядер с помощью представленных критериев отбора) по своей сути аналогично созданию структуры спортивных лиг разного уровня мастерства или результатов с помощью неких спортивных критериев отбора (сепарации) достойных участников соответствующих лиг, при этом внутри каждой из которых (внутри конкретного большого ядра с порядковым номером) выделяются свои лидеры (при данном подходе — члены малых субъядер), «средняки» (члены больших ядер, «не дотягивающие» до уровня требований критерия включения в малые субъядра) и аутсайдеры (члены больших ядер, «не дотягивающие» до уровня требований критерия включения в средние субъядра).

Количественная оценка уровня конкуренции в системе крупнейших субъектов рынка выполнялась с помощью расчета индекса совершенства рыночной конкуренции (Perfection of Market Competition Index, который в случае идеальной совершенной конкуренции равняется единице) $PMCI = (Y/N)/(S/n)$, где N — общее число субъектов рынка, n — число субъектов, входящих в первое (главное рыночное) ядро, Y — объем рынка в натуральном выражении, S — кумулятивная компетенция членов первого (главного рыночного) ядра в натуральном выражении. По своей сути, этот индекс представляет отношение гипотетической равной рыночной доли субъектов анализируемого рынка при совершенной конкуренции (Y/N) к осредненной фактической рыночной доле (компетенции) членов первого (главного рыночного) ядра (S/n). Например, утверждение «значение индекса равно 10%» означает, что осредненная по всем участникам доля рынка составляет 10% от осредненной доли членов первого

(главного рыночного) ядра, т. е. средняя доля (компетенция) членов этого ядра в 10 раз больше гипотетической средней доли всех субъектов рынка, соответствующей случаю идеальной совершенной конкуренции.

ЯДЕРНАЯ СТРУКТУРА СИСТЕМЫ ТОП-50 БАНКОВ МИРА ПО АКТИВАМ И КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ОЦЕНКА КОНКУРЕНЦИИ В НЕЙ

Сепарация субъектов рынка и формирование ядерной конкурентной структуры системы крупнейших банков мира по активам осуществлялись с помощью вышеприведенных критериев отбора на основе рэнкинга [8] и представлены в табл. 4.

Таблица 4

Ядерная структура системы топ-50 банков мира по активам

Место	Банк	Активы на 30.06.2015, млрд долл.	Тип субъядра
ВСЕГО 68 765,0			
ПЕРВОЕ ЯДРО 29 субъектов с кумулятивной компетенцией 52 825,9 (76,82%)			
1	Industrial & Commercial Bank of China (Китай)	3 616,4	малое
2	China Construction Bank (Китай)	2 939,2	малое
3	Agricultural Bank of China (Китай)	2 816,6	малое
4	Bank of China (Китай)	2 629,3	малое
5	HSBC Holdings (Великобритания)	2 571,7	малое
6	JPMorgan Chase (США)	2 449,6	среднее
7	BNP Paribas (Франция)	2 400,0	среднее
8	Mitsubishi UFJ Financial (Япония)	2 323,2	среднее
9	Bank of America (США)	2 149,0	среднее
10	Credit Agricole Group (Франция)	1 911,3	среднее
11	Deutsche Bank (Германия)	1 901,4	среднее
12	Barclays (Великобритания)	1 882,7	среднее
13	Citigroup (США)	1 829,4	среднее
14	Wells Fargo (США)	1 720,6	среднее
15	Japan Post Bank (Япония)	1 701,6	среднее
16	China Development Bank (Китай)	1 613,2	среднее
17	Mizuho Financial Group (Япония)	1 563,9	среднее
18	Sumitomo Mitsui Financial (Япония)	1 527,0	среднее
19	Societe Generale (Франция)	1 525,8	среднее
20	Royal Bank of Scotland (Великобритания)	1 517,7	среднее
21	Banco Santander (Испания)	1 503,2	среднее
22	Group BPCE (Франция)	1 312,2	среднее
23	Lloyds Banking Group (Великобритания)	1 294,5	среднее
24	Bank of Communications (Китай)	1 149,0	среднее
25	Postal Savings Bank of China (Китай)	1 048,6	среднее
26	UBS Group AG (Швейцария)	1 026,2	среднее

Окончание табл. 4

Место	Банк	Активы на 30.06.2015, млрд долл.	Тип субъекта
27	UniCredit (Италия)	982,2	среднее
28	ING Bank (Нидерланды)	970,7	среднее
29	Credit Suisse (Швейцария)	949,7	среднее
ВТОРОЕ ЯДРО 21 субъект с кумулятивной компетенцией 15 939,1 (23,18%)			
30	Goldman Sachs (США)	859,9	малое
31	Royal Bank of Canada (Канада)	831,6	малое
32	Toronto-Dominion Bank (Канада)	830,6	малое
33	Morgan Stanley (США)	825,8	малое
34	Norinchukin Bank (Япония)	817,2	малое
35	Credit Mutuel (Франция)	793,2	малое
36	China Merchants Bank (Китай)	791,9	малое
37	BBVA (Испания)	773,3	малое
38	Nordea Bank (Швеция)	766,1	малое
39	Rabobank Group (Нидерланды)	757,4	малое
40	Intesa Sanpaolo (Италия)	750,1	малое
41	National Australia Bank (Австралия)	735,5	среднее
42	Industrial Bank (Китай)	728,1	среднее
43	China CITIC Bank (Китай)	714,7	среднее
44	Standart Chartered (Великобритания)	695,0	среднее
45	Shanghai Pudong Development Bank (Китай)	686,5	среднее
46	Bank of Nova Scotia (Канада)	674,5	среднее
47	Commonwealth of Australia (Австралия)	670,2	среднее
48	ANZ Group (Австралия)	659,9	среднее
49	China Minsheng Banking (Китай)	648,0	среднее
50	Commerzbank (Германия)	629,6	среднее
Индекс совершенства рыночной конкуренции 75,50% Децильный коэффициент 4,44 Соотношение активов первого и пятидесятого банков 5,74			

Континентальное представительство в системе топ-50 банков мира выглядит следующим образом (в порядке убывания интегральной компетенции):

- Азия (интегральная компетенция 39,72%) представлена 17 банками (12 банков Китая с компетенцией 28,19% и 5 банков Японии с компетенцией 11,53%);
- Европа (39,14%) – 21 банк в восьми странах (Великобритания – 5 банков с компетенцией 11,58%, Франция – 5 с 11,55%, Германия – 2 с 3,68%, Испания – 2 с 3,31%, Швейцария – 2 с 2,87%, Италия – 2 с 2,52%, Нидерланды – 2 с 2,51%, Швеция – 1 с 1,11%);
- Северная Америка (17,70%) – 9 банков в двух странах (США – 6 банков с 14,30%, Канада – 3 с 3,40%);
- Австралия (3,00%) – три банка.

ЯДЕРНАЯ СТРУКТУРА СИСТЕМЫ ТОП-50 БАНКОВ ЕВРОПЫ ПО АКТИВАМ И КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ОЦЕНКА КОНКУРЕНЦИИ В НЕЙ

Сепарация субъектов рынка и формирование ядерной конкурентной структуры системы крупнейших банков Европы по активам выполнялись с помощью вышеприведенных критериев отбора на основе рэнкинга [9] и представлены в табл. 5.

Таблица 5

Ядерная структура системы топ-50 банков Европы по активам

Место	Банк	Активы на 30.06.2015, млрд долл.	Тип субъядра
ВСЕГО 37 915,3			
ПЕРВОЕ ЯДРО 14 субъектов с кумулятивной компетенцией 23 324,1 (61,52%)			
1	HSBC Holdings (Великобритания)	2 634,1	малое
2	BNP Paribas (Франция)	2 527,0	малое
3	Credit Agricole Group (Франция)	2 143,9	малое
4	Barclays (Великобритания)	2 114,1	малое
5	Deutsche Bank (Германия)	2 078,1	малое
6	Royal Bank of Scotland (Великобритания)	1 635,9	среднее
7	Societe Generale (Франция)	1 591,0	среднее
8	Banco Santander (Испания)	1 540,1	среднее
9	Group BPCE (Франция)	1 487,8	среднее
10	Lloyds Banking Group (Великобритания)	1 331,0	среднее
11	ING Bank (Нидерланды)	1 207,5	среднее
12	UBS Group AG (Швейцария)	1 074,8	среднее
13	UniCredit (Италия)	1 026,7	среднее
14	Credit Suisse (Швейцария)	932,1	среднее
ВТОРОЕ ЯДРО 33 субъекта с кумулятивной компетенцией 14 005,3 (36,94%)			
15	Rabobank Group (Нидерланды)	828,3	малое
16	Nordea Bank (Швеция)	814,1	малое
17	Intesa Sanpaolo (Италия)	786,2	малое
18	BBVA (Испания)	768,6	малое
19	Standart Chartered (Великобритания)	725,9	малое
20	Commerzbank (Германия)	678,2	среднее
21	Credit Mutuel (Франция)	620,6	среднее
22	KfWGroup (Германия)	594,9	среднее
23	Danske Bank (Дания)	564,0	среднее
24	DZ Bank AG (Германия)	489,6	среднее
25	Cassa Depositi Prestiti (Италия)	488,5	среднее
26	ABNAMRO (Нидерланды)	470,5	среднее
27	Sberbank (Россия)	445,6	среднее
28	Caixa Bank (Испания)	411,8	среднее
29	Svenska Handelsbanken (Швеция)	363,3	среднее

Окончание табл. 5

Место	Банк	Активы на 30.06.2015, млрд долл.	Тип субъядра
30	DNB ASA (Норвегия)	357,3	среднее
31	Skandinaviska Enskilda Banken (Швеция)	340,7	среднее
32	Raffaelsen Banking Group (Австрия)	337,7	среднее
33	Landesbank Baden-Wurttemberg (Германия)	323,8	среднее
34	Dexia (Бельгия)	300,6	среднее
35	КВС (Бельгия)	298,2	среднее
36	Nationwide Building Society (Великобритания)	295,7	среднее
37	Bankia (Испания)	284,2	среднее
38	Bayersche Landesbank (Германия)	282,3	среднее
39	Swedbank (Швеция)	273,6	среднее
40	La Banque Postale (Франция)	258,6	среднее
41	Norddeutsche Landesbank (Германия)	240,3	среднее
42	Erste Group Bank (Австрия)	238,7	среднее
43	Nykredit Realkredit Group (Дания)	238,2	среднее
44	Belfius (Бельгия)	236,4	среднее
45	Banca Monte dei Parschi di Siena (Италия)	223,1	среднее
46	Landesbank Hessen-Thuringen (Германия)	218,3	среднее
47	VTB Bank (Россия)	215,5	среднее
ТРЕТЬЕ ЯДРО 3 субъекта с кумулятивной компетенцией 585,9 (1,55%)			
48	Banco Sabadell (Испания)	198,7	малое
49	Banco Popular Espanol (Испания)	196,4	малое
50	Raiffeisen Schweiz (Швейцария)	190,8	малое
Индекс совершенства рыночной конкуренции 45,52% Децильный коэффициент 11,28 Соотношение активов первого и пятидесятого банков 13,80			

Страновое представительство системы топ-50 банков Европы имеет следующий вид (в порядке убывания компетенции):

- Великобритания (интегральная компетенция 23,4%) – 6 банков;
- Франция (22,76%) – 6 банков;
- Германия (12,94%) – 8 банков;
- Испания (08,97%) – 6 банков;
- Италия (06,66%) – 4 банка;
- Нидерланды (06,59%) – 3 банка;
- Швейцария (05,80%) – 3 банка;
- Швеция (04,73%) – 4 банка;
- Бельгия (02,20%) – 3 банка;
- Дания (02,12%) – 2 банка;
- Россия (01,74%) – 2 банка;
- Австрия (01,52%) – 2 банка;
- Норвегия (00,94%) – 1 банк.

**ЯДЕРНАЯ СТРУКТУРА СИСТЕМЫ ТОП-50 БАНКОВ РОССИИ
ПО АКТИВАМ И КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ОЦЕНКА
КОНКУРЕНЦИИ В НЕЙ**

Сепарация субъектов рынка и формирование ядерной конкурентной структуры системы крупнейших банков России по активам выполнялись с помощью вышеприведенных критериев отбора на основе ранкинга [10–12] и представлены в табл. 6.

Таблица 6

Ядерная структура системы ТОП-50 банков России по активам

Место	Банк	Активы на 01.05.2016, млрд руб.	Тип субъядра
ВСЕГО 67 800,3			
ПЕРВОЕ ЯДРО 1 субъект с кумулятивной компетенцией 22 746,6 (33,55%)			
1	Сбербанк	22 746,6	
ВТОРОЕ ЯДРО 2 субъекта с кумулятивной компетенцией 13 964,7 (20,60%)			
2	Банк ВТБ	8 851,2	малое
3	Банк ГПБ	5 113,5	большое
ТРЕТЬЕ ЯДРО 9 субъектов с кумулятивной компетенцией 18 110,7 (26,71%)			
4	ВТБ 24	2 936,4	малое
5	Банк «ФК Открытие»	2 836,2	малое
6	«Россельхозбанк»	2 647,5	малое
7	«АЛЬФА-БАНК»	2 185,1	среднее
8	Банк НКЦ	2 007,0	среднее
9	«Банк Москвы»	1 698,1	среднее
10	ЮниКредит Банк	1 307,6	среднее
11	Московский кредитный банк	1 279,2	среднее
12	«Промсвязьбанк»	1 213,6	среднее
ЧЕТВЕРТОЕ ЯДРО 29 субъектов с кумулятивной компетенцией 11 468,2 (16,91%)			
13	РОСБАНК	843,4	малое
14	«Раффайзенбанк»	788,6	малое
15	«БИНБАНК»	729,3	малое
16	«АБ "РОССИЯ"»	574,4	среднее
17	«Банк "Санкт-Петербург"»	544,2	среднее
18	«Ханты-Мансийский банк Открытие»	489,0	среднее
19	«Банк Русский Стандарт»	473,5	среднее
20	«Совкомбанк»	464,8	среднее
21	«АК БАРС» БАНК	445,8	среднее
22	МОСОБЛБАНК	438,2	среднее
23	«Ситибанк»	417,4	среднее

Окончание табл. 6

Место	Банк	Активы на 01.05.2016, млрд руб.	Тип субъедра
24	«РОСТ БАНК»	409,2	среднее
25	Банк «ТРАСТ»	365,0	среднее
26	«Связь-Банк»	344,4	среднее
27	«УБРиР»	340,3	среднее
28	«Нордеа Банк»	334,2	среднее
29	«СМП Банк»	330,8	среднее
30	«МДМ Банк»	302,3	среднее
31	ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ)	290,4	среднее
32	«РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ»	273,0	среднее
33	Банк «ЮГРА»	270,4	среднее
34	Банк «ЗЕНИТ»	267,8	среднее
35	«МИНБанк»	253,1	среднее
36	«Абсолют Банк»	252,4	среднее
37	«НОВИКОМБАНК»	248,5	среднее
38	Банк «Возрождение»	222,6	среднее
39	«ГЛОБЭКСБАНК»	220,5	среднее
40	ТКБ БАНК	217,9	среднее
41	«ХКФ Банк»	216,8	среднее
ПЯТОЕ ЯДРО 9 субъектов с кумулятивной компетенцией 1 510,1 (02,23%)			
42	КБ «Восточный»	197,1	малое
43	АКБ «ПЕРЕСВЕТ»	185,0	малое
44	«Татфондбанк»	184,6	малое
45	«РосЕвроБанк»	165,2	малое
46	«МТС-Банк»	161,3	малое
47	«Тинькофф Банк»	160,0	малое
48	АКБ «ЭКСПРЕСС-ВОЛГА»	158,5	малое
49	Банк «ВБРР»	150,4	среднее
50	«КБ ДельтаКредит»	148,0	среднее
Индекс совершенства рыночной конкуренции 05,96% Децильный коэффициент 54,45 Соотношение активов первого и пятидесятого банков 153,7			

Отметим, что:

- топ-50 банков аккумулируют более 80% активов всей российской банковской системы;
- индекс совершенства рыночной конкуренции по активам для всей монополистической (Сбербанк) банковской системы России на 01.01.2015 (821 банк) составлял 00,428%, а на 01.01.2016 (716 банков) – 00,496%.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализ показал, что концентрация и конкуренция в монополистической системе топ-50 российских банков по активам существенно отличаются от концентрации и конкуренции в системах топ-50 мира и Европы.

Концентрация активов в российской системе топ-50 превосходит концентрацию в мировой системе: по децильному коэффициенту более чем в 12 раз, по соотношению активов первого и пятидесятого банков — более чем в 26 раз; по сравнению с европейской системой аналогичные показатели превышают значения 4,8 и 11 соответственно.

Конкуренция по активам в российской системе топ-50 в 7,64 раза ниже, чем в европейской, и в 12,67 раза ниже, чем в мировой, системах.

Литература:

1. Мотохин, А. М. Оценка рыночной конкуренции / А. М. Мотохин, З. И. Родионова, И. А. Смарагдов // *Банковское дело*. 2011. № 8. С. 56–58.
2. Мотохин, А. М. Методология количественной оценки рыночной конкуренции : монография / А. М. Мотохин, И. А. Смарагдов. Тула : Изд-во РГТЭУ – ТулГУ, 2011
3. Смарагдов, И. А. Оценка рыночной конкуренции : монография / И. А. Смарагдов. Тула : Шар, 2012.
4. Мотохин А. М. Современная структура международного банковского рынка / А. М. Мотохин, И. А. Смарагдов // *Банковское дело*. 2013. № 10. С. 32–34.
5. Калинин, Н. В. Рыночные концентрация и конкуренция : монография / Н. В. Калинин, А. М. Мотохин, И. А. Смарагдов. Тула : ШАР, 2014.
6. Калинин, Н. В. Рыночные концентрация и конкуренция : монография / Н. В. Калинин, А. М. Мотохин, И. А. Смарагдов ; ТФ РЭУ им. Г. В. Плеханова. Тула : ШАР, 2014.
7. Мотохин, А. М. Структура российского рынка банковских услуг / А. М. Мотохин, И. А. Смарагдов // *Банковское дело*. 2015. № 8. С. 32–34.
8. www.wbanks.ru/top-world-banks.html.
9. www.wbanks.ru/top-european-banks.html.
10. www.raexpert.ru/rankings/bank/monthly/Jan2016/.
11. www.riaraiting.ru/trend/banks_assets_raiting/.
12. www.cbr.ru/analytic/bank_system/obs_1603.pdf.
11. Корнейчук, В. И. Кредитная политика банка и принципы управления риском / В. И. Корнейчук // *Управление риском*. 2012. № 1.
12. Наговицин, А. Г. Банковский сектор России увидел дно / А. Г. Наговицин // *Финансовый бизнес*. 2016. № 3.
13. Покаместов, И. Е. Методы анализа эффективности факторинговой деятельности коммерческого банка / И. Е. Покаместов // *Финансовый бизнес*. 2013. № 4.
14. Саввина, О. В. О практике финансовых регуляторов Соединенного Королевства по использованию штрафных санкций в отношении финансовых институтов / О. В. Саввина, И. П. Хоминич // *Страховое дело*. 2016. № 10.

Статья поступила в редакцию 23.06.2016

Ценовые мультипликаторы стоимости как альтернатива капитализации компаний на рынке ценных бумаг

Хасанов Ринат Хамитович,
кандидат экономических наук,
доцент, заведующий кафедрой финансов
и кредита, Омский филиал Финансового
университета при Правительстве РФ

Khasanov Rinat Kh.,
Candidate of Economic Science,
Associate Professor, Head of the Department
of Finance and Credit, Omsk branch of the
Financial University under the Government
of Russian Federation

rinat.khasanov@gmail.com

Price multipliers as an alternative of companies capitalization on securities market

Информация о стоимости компании является в настоящее время одним из критериев для оценки качества эффективности управления экономическим субъектом. В настоящий момент в Российской Федерации не разработаны отраслевые коэффициенты стоимости бизнеса. В статье предлагается авторский подход для решения данной задачи. Цель работы – разработать отраслевые коэффициенты стоимости бизнеса для нескольких отраслей народного хозяйства России, подтвердить значения коэффициентов практическими расчетами. В работе применяются несколько способов оценки бизнеса, через анализ отчетности российских корпораций, определяется стоимость нескольких российских корпораций, на основе которой разработаны среднеотраслевые стоимостные коэффициенты. Основными результатами работы являются собственно разработка и расчет коэффициентов стоимости бизнеса, в частности разработаны ценовые мультипликаторы: Цена / Чистая прибыль ($V/ЧП$), Цена / Денежный поток (V/CF) и Цена / Выручка от реализации (V/B) для пяти отраслей народного хозяйства России. Разработанные в работе коэффициенты могут использоваться как в практической инвестиционной деятельности, так и для оценки эффективности корпоративного менеджмента, что особенно актуально для России, где большую долю в экономике играют государственные корпорации.

Ключевые слова: стоимость бизнеса; корпорации; отраслевые коэффициенты; ценовые мультипликаторы.

The information about the value of a company is one of the key criterias used in assessment of management efficiency of economic entities. Currently, there is no standard industry ratios for business valuation developed in Russia. The article suggests the author's approach to solve this problem. The purpose of the work is to develop sectoral ratios that can be used for business valuation in several industries of Russian economy, and to confirm them with practical calculations. Several methods of business valuation are used in this paper. By analyzing financial statements, the value of several Russian corporations is determined based on average cost factors applied for their respective industries. The main result is development and calculation of the ratios that can be used for business valuation. In particular, the following pricing multiples have been developed for five sectors of the economy of Russia: Price / Net Income (P/NI), Price / Cash Flow (P/CF) and Price / Revenue (P/R). Developed in the article ratios can be used in making investment decisions as well as for assessment of corporate management efficiency. The latter is especially important for Russia, where state owned corporations play a very important role in the country's economy.

Keywords: value of the business; corporation; industry formulas; price multiples.

Информация о стоимости компании является в настоящее время одним из критериев для оценки качества эффективности управления экономическим субъектом и основой для принятия эффективных управленческих и финансовых решений. При этом российский фондовый рынок — как главный индикатор стоимости — с этой ролью не справляется, по сути цены акций в России настолько низки и оторваны от реальной стоимости бизнеса, что ориентироваться на капитализацию компаний как на ориентир стоимости невозможно.

Такая ситуация, с одной стороны, делает российский рынок акций очень привлекательным, так как некоторые факты просто поразительны: например, капитализация крупнейшей компании страны ПАО «Газпром» на момент написания статьи меньше, чем оценивается стоимость модного сервиса такси «Uber», за которым, по сути, нет вообще никакой реальной собственности. Но с другой стороны, ситуация на фондовом рынке России не позволяет его использовать в качестве ориентира — главного барометра стоимости, как это происходит на западных рынках.

Недооцененный российский рынок акций таким образом в настоящее время представляет собой спекулятивную, не работающую на экономику и общество структуру. Она варится сама в себе, исключительно в интересах небольшого количества спекулянтов и международных инвесторов. Население страны, да и предпринимательские структуры мало представлены на рынке. В данной статье мы не ставим задачи разобраться, почему происходит именно так, но во многом главная причина этого — низкие цены акций и очень высокая волатильность, которая, естественно, пугает индивидуальных инвесторов.

Следует признать, что недооценка фондового рынка является одной из важнейших ошибок российского правительства. В развитых странах именно фондовый рынок выступает основным центром притяжения капитала: в одной Америке издаются сотни журналов, работают тысячи аналитиков, создана огромная индустрия, обслуживающая фондовый рынок. В результате именно США до сих пор являются главным выгодоприобретателем от международного движения капитала, американский доллар остается одной из самых сильных валют просто потому, что с его помощью можно стать акционером тысяч компаний, акции которых продаются в Америке, получать от них дивиденды и зарабатывать на росте стоимости акций.

В России же ситуация иная, так как фондовый рынок не выполняет функцию аккумуляции капитала, и поэтому направление финансовых инвестиций в стране только одно — это покупка иностранной валюты, так как альтернативы по

сути нет, ведь дивидендная доходность российских акций низкая, так как корпорации не торопятся делиться со своими акционерами, в результате дивидендная доходность в среднем по рынку ниже, чем ставки по депозитам. Это, в свою очередь, привело к тому, что правительство и центробанк страны, по сути, ограничены в средствах и не могут проводить высокоадаптивную денежно-кредитную политику, как это делают ФРС США, ЕЦБ или даже Центральный банк Китая. Идущая в стране дискуссия относительно возможности использования средств Банка России для финансирования важных инвестиционных проектов сталкивается с главным риском — падением стоимости рубля, так как действительно существует высокая вероятность того, что вновь добавленные в финансовую систему страны деньги будут просто переводиться в иностранную валюту.

Это ситуация характерна не только для России, но и для всех стран с развивающимися рынками, поэтому только долгая и кропотливая работа по развитию фондового рынка страны может привести к тому, что и население страны, и бизнес начнут вкладываться в российские ценные бумаги, а не в валюту. Для этого можно предпринять некоторые мероприятия по совершенствованию корпоративного менеджмента государственных корпораций, стимулировать повышение дивидендных выплат госкорпорациями (что даст и значительный фискальный эффект), проводить разъяснительную работу с населением и др.

Тем не менее низкие оценки ценных бумаг не позволяют сейчас использовать капитализацию компаний в качестве ориентира для определения стоимости бизнеса. При этом стоимость бизнеса становится ключевым параметром оценки эффективности менеджмента, измерения результативности применяемых решений, в целом важнейшим показателем, на который следует ориентироваться как собственникам бизнеса (акционерам), так и корпоративному менеджменту.

Но если фондовый рынок не справляется с этой задачей, то, может быть, есть какие-то другие способы? В данной работе мы представляем расчет размера ценовых мультипликаторов стоимости компаний России, на основании отчетности и особого подхода к оценке стоимости бизнеса.

Ценовой мультипликатор — это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой компании или акции с ее финансовыми и экономическими показателями. В качестве таких показателей можно использовать выручку от реализации, прибыль предприятия-аналога, дивидендные выплаты, стоимость активов и др. По нашему мнению, для России наиболее оптимальными ценовыми мультипликаторами являются: Цена / Чистая прибыль (V/ЧП), Цена / Денежный

поток (V/CF) и Цена / Выручка от реализации (V/B). Это связано с тем, что первые два коэффициента помогают инвестору оценить потенциальную доходность своих инвестиций, так как предполагается, что оценивается потенциальная рентабельность на основе прибыли и денежного потока. При этом коэффициент Цена / Выручка от реализации (V/B) позволяет оценить бизнес исходя из достаточно стабильного показателя объема продаж (или выручки от реализации), при этом и этот показатель будет зависеть от того дохода, который генерирует данный бизнес, но он отчасти более удобен, в том числе для макроэкономических оценок и прогнозов.

В целом сам подход, основанный на оценке бизнеса через отраслевые коэффициенты (ценовые мультипликаторы), предполагает не только практическое инвестиционное применение, но и имеет общегосударственное значение для оценки макроэкономических перспектив тех или иных отраслей, для оценки общей стоимости отраслей и иных частей российской экономики, а также может быть полезен как способ сравнения, которое может быть организовано как по интернациональным критериям (например, каковы значения отраслевых ценовых мультипликаторов в других странах), так и в региональном контексте. Например, как оценить эффективность менеджмента той или иной корпорации? Сравнение с ценовым коэффициентом в этом случае фактически единственный объективный способ.

Кроме того, следует также сказать, что при всем декларируемом значении стоимостного подхода в менеджменте государственных корпораций реальных изменений там пока не произошло и руководство большим комплексом государственной собственности (в том числе в организациях холдингового типа, где такой подход единственно правильный) пока осуществляется далеко не в интересах акционеров, главный из которых — государство. Компании государственного сектора (например, «Газпром», «Роснефть», «Россети», «РусГидро», РЖД и т. д.) играют главную роль во всей экономике России, однако эффективность менеджмента этих корпораций оценить довольно сложно, так как не выработаны критерии этого, поэтому понять, какой менеджер работает эффективно, а какой нет, — достаточно сложное дело, при этом вмешиваются и возможные отраслевые проблемы, так как та или иная отрасль может находиться в стадии либо бурного роста, либо стагнации, либо подвергнуться новому типу отраслевого регулирования. В этом случае успех или неуспех фирмы во многом будет связан не с деятельностью менеджера, а с отраслевыми факторами, поэтому необходим какой-то объективный показатель для оценки эффективности менеджмента.

В этом случае отраслевые коэффициенты становятся практически незаменимыми, так как при их наличии появляется возможность сравнить подобный коэффициент для конкретной фирмы с отраслевыми значениями.

Важнейшей проблемой при определении отраслевых коэффициентов является собственно определение стоимости бизнеса, которую мы обозначим как V , для этого мы используем архив отчетов по стоимости бизнеса, находящийся на веб-сайте FTinvest.ru, который применяет фундаментальный, а если быть точнее, то value (ценностный) подход к инвестированию и проводит регулярные расчеты по стоимости бизнеса различных корпораций России.

Оценка инвестиционной стоимости акции на сайте FTinvest.ru ($V_{\text{акции}}$) осуществляется при помощи затратного и доходного подходов, в том числе метода капитализации дохода и метода дисконтирования денежных потоков, где из десяти различных предположений о будущих доходах фирмы выводится средняя арифметическая величина.

При затратном методе под инвестиционной стоимостью понимается чистая стоимость имущества фирмы по балансу. В связи с этим инвестиционная стоимость бизнеса рассчитывается путем вычитания из стоимости активов всех кредитов и займов. Полученная величина делится на количество акций, в результате получается стоимость акции ($V_{\text{акции}}$). Это наиболее консервативный метод расчета стоимости, но в случае приобретения бизнеса и последующей продажи его по частям применение именно этого метода в большей степени оправданно. По сути затратный метод оценки стоимости бизнеса предполагает определение чистой стоимости имущества фирмы и в основном применяется, когда бизнес приобретает как имущественный комплекс.

При методе капитализации дохода (доходный подход) предполагается, что оцениваемый бизнес представляет собой вечную ренту, т. е. поток платежей длительностью более 30 лет. В данном методе используется формула Гордона, с помощью которой дается шесть разных прогнозов о развитии ситуации, которые базируются на оценке доходности инвестиции, рисков, возможного роста денежного потока (он не превышает 5% в год при расчете по всем методам).

В результате использования метода капитализации дохода дается шесть разных инвестиционных оценок стоимости акции.

Следующий метод расчета инвестиционной стоимости акции — метод дисконтирования денежных потоков (доходный подход). Его применение предполагает, что приобретается бизнес, им владеют в течение определенного времени (в рас-

четах данный период составляет 10 лет), а потом его продают другому инвестору. В расчете с использованием данного метода используется ставка дисконтирования, которая определяется по методу CAPM. Тем самым при расчете оцениваются риски (через β) и среднерыночная доходность, кроме того, делается предположение относительно роста денежного потока и стоимости имущества бизнеса.

В результате применения данного метода расчета инвестиционной стоимости акции получают три оценки. По первой оценке, денежный поток неизменен, чистая стоимость активов также неизменна; по второй — денежный поток растет, а чистая стоимость активов неизменна; по третьей — денежный поток растет, при этом чистая стоимость активов также возрастает. После чего рассчитывается итоговая оценка путем определения средней арифметической из стоимости по десяти проведенным расчетам.

Таким образом, оценка бизнеса является довольно сложным и длительным процессом, требующим значительных затрат интеллектуального труда. Поэтому для упрощения процесса оценки стоимости бизнеса, который является перспективным направлением для каждого инвестора, мы предлагаем разработать отраслевые коэффициенты, которые пока не получили убедительного распространения в российской практике, так как отсутствует достаточная и достоверная ценовая и финансовая информация по отечественным ком-

паниям-аналогам, накопленная за период достаточно длительного наблюдения в условиях относительно стабильного рынка.

Для этого мы взяли по пять компаний — из нефтегазовой отрасли, отрасли энергетики, отрасли металлургии, банковской отрасли и отрасли торговли. Провели анализ стоимости каждой компании затратным методом и доходным подходом, в том числе методом капитализации дохода и методом дисконтирования денежных потоков, которые были описаны выше.

В результате у нас получились следующие значения стоимости обыкновенной акции (возьмем для примера нефтегазовую отрасль, а именно ПАО «Газпром») (табл. 1).

Из этих десяти предположений о стоимости акции выводим среднюю арифметическую величину:

$$V_{\text{акции сред}} = 4361 / 10 = 436,1 \text{ (руб.)}$$

Затем рассчитываем стоимость бизнеса ПАО «Газпром» по формуле

$$V_{\text{бизнеса}} = V_{\text{акции сред}} \cdot Q,$$

где $V_{\text{акции сред}}$ — средняя стоимость акции; Q — количество выпущенных акций.

$$\begin{aligned} V_{\text{бизнеса}} &= 436,1 \cdot 23\,673\,512\,900 = \\ &= 10\,324\,018\,975,69 \text{ (тыс. руб.)} \end{aligned}$$

Аналогичным образом мы определили расчетную стоимость бизнеса компаний других отраслей.

Таблица 1

Сводная таблица стоимости обыкновенной акции ПАО «Газпром»

Метод	Стоимость акции, руб.
1. Затратный метод	333
2. Метод капитализации дохода	
CF не меняется	
$R = 10\%$	423
$R = 14\%$	302
$R = 19\%$	222
CF растет на 5%	
$R = 10\%$	889
$R = 14\%$	494
$R = 19\%$	318
3. Метод дисконтирования денежных потоков	
А) CF не меняется	364
Б) CF растет на $k = 5\%$	415
В) CF растет на $k = 5\%$, реверсивная стоимость растет на $q = 10\%$	601

Для определения отраслевых коэффициентов необходимо сравнить данные показатели с показателями эффективности деятельности компаний.

Для этого мы рассчитали для каждой отрасли следующие мультипликаторы: Цена / Чистая прибыль ($V/ЧП$), Цена / Денежный поток (V/CF) и Цена / Выручка от реализации (V/B). Необходимые показатели для расчетов были взяты из бухгалтерской отчетности компаний.

Так, например, по ПАО «Газпром» имеются следующие данные: $V = 10\,324\,018\,975,69$ тыс. руб., $ЧП = 556\,340\,354$ тыс. руб. Исходя из чистой прибыли и амортизации ($A = 446\,098\,338$ тыс. руб.), денежный поток равен: $CF = 556\,340\,354 + 446\,098\,338 = 1\,002\,438\,692$ (тыс. руб.), $B = 3\,659\,150\,757$ тыс. руб.

Таким образом, $V/ЧП = 10\,324\,018\,975,69 / 556\,340\,354 = 18,56$; $V/CF = 10\,324\,018\,975,69 / 1\,002\,438\,692 = 10,3$; $V/B = 10\,324\,018\,975,69 / 3\,659\,150\,757 = 2,82$.

По компаниям нефтегазовой отрасли получились следующие значения данных мультипликаторов (табл. 2).

После чего мы рассчитали отраслевые коэффициенты нефтегазовой отрасли путем вычисления средних арифметических из данных значений:

$$V/ЧП = (18,56 + 13,19 + 15,37 + 16,76 + 11,02) / 5 = 74,9 / 5 = 14,98;$$

$$V/CF = (10,3 + 9,16 + 9,24 + 9,74 + 9,53) / 5 = 47,97 / 5 = 9,59;$$

$$V/B = (2,82 + 1,04 + 1,71 + 3,31 + 1,82) / 5 = 10,7 / 5 = 2,14.$$

Подобные операции мы провели с каждой отраслью. В результате у нас получились следующие значения отраслевых коэффициентов (табл. 3–5).

Данные результаты представлены на рисунке.

Как очевидно из данных графика, наименьший разброс дает коэффициент V/CF со стандартным отклонением 1,113042677, при коэффициенте вариации 10,44%. Можно сказать, что именно этот коэффициент наилучшим образом подходит для определения стоимости бизнеса, так как статистический разброс по отраслям минимальный и можно говорить о том, что стоимость бизнеса российских фирм близка к среднему ожидаемому значению $V/CF = 10,664$.

Таблица 2

Значения мультипликаторов компаний нефтегазовой отрасли

Название компании	Мультипликатор		
	$V/ЧП$	V/CF	V/B
ПАО «Газпром»	18,56	10,3	2,82
ПАО «ЛУКОЙЛ»	13,19	9,16	1,04
ПАО «Роснефть»	15,37	9,24	1,71
ПАО «Сургутнефтегаз»	16,76	9,74	3,31
ПАО «Татнефть»	11,02	9,53	1,82

Таблица 3

Значение отраслевого коэффициента $V/ЧП$ по отраслям

Отрасль	Значение коэффициента
Нефтегазовая отрасль	14,98
Энергетика	30,23
Металлургия	18,63
Банки и финансовые институты	12,67
Торговля	15,93

Таблица 4

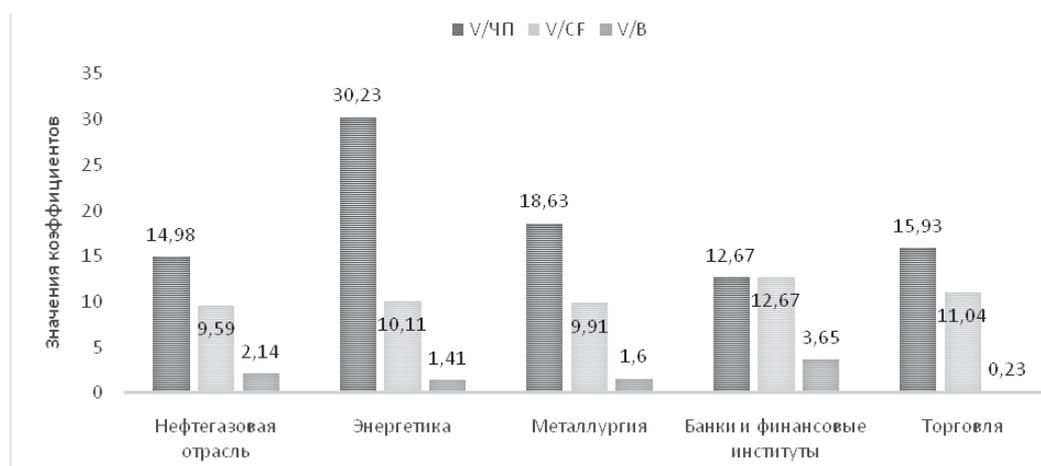
Значение отраслевого коэффициента V/CF по отраслям

Отрасль	Значение коэффициента
Нефтегазовая отрасль	9,59
Энергетика	10,11
Металлургия	9,91
Банки и финансовые институты	12,67
Торговля	11,04

Таблица 5

Значение отраслевого коэффициента V/B по отраслям

Отрасль	Значение коэффициента
Нефтегазовая отрасль	2,14
Энергетика	1,41
Металлургия	1,6
Банки и финансовые институты	3,65
Торговля	0,23



Графическое изображение значений отраслевых коэффициентов

Что касается других коэффициентов, то они дают довольно большой разброс к своему среднему значению. Так, коэффициент $V/ЧП$ дает стандартное отклонение в размере 6,174030774, при коэффициенте вариации 33,39%. Коэффициент V/B сильно зависит от отрасли, у него стандартное отклонение 1,113096582, при коэффициенте вариации 61,63%.

Таким образом, данные отраслевые коэффициенты позволяют упростить процесс оценки стоимости бизнеса, т. е. путем произведения отрасле-

вого коэффициента на финансовый показатель любого предприятия отрасли можно определить приблизительную стоимость бизнеса данной компании, исходя из которой в последующем можно определить такие показатели, как NPV – чистая приведенная стоимость (Margin of Safety – запас прочности) и PI – индекс прибыльности или рентабельности инвестиций, благодаря которым определяется потенциальный доход инвестора. И чем выше данные показатели, тем более привлекательной является компания для инвестиций.

Литература:

1. Жуковский, В. И. Максиминное по Парето гарантированное по исходам и рискам решение в линейно-квадратичной задаче / В. И. Жуковский, Т. В. Макаркина // Управление риском. 2016. № 3.
2. Злобин, Е. В. Наука и бизнес – направления взаимодействия (к итогам XVII международной конференции по страхованию в Южном федеральном университете, Ростов-на-Дону) / Е. В. Злобин, Р. Т. Юлдашев // Страховое дело. 2016. № 8.
3. Миловидов, В. Д. «Большие данные» на финансовом рынке: наступление новой эры финансовых услуг? / В. Д. Миловидов // Страховое дело. 2016. № 10.
4. Юлдашев, Р. Т. Перспективы развития прорывных технологий VI технологического уклада / Р. Т. Юлдашев, А. И. Воинов // Финансовый бизнес. 2016. № 1.
5. Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor Hardcover. October, 1991.
6. The Intelligent Investor: The Definitive Book on Value Investing. A Book of Practical Counsel (Revised Edition... by Benjamin Graham, Jason Zweig and Warren E. Buffett (Feb 21, 2006).

Статья поступила в редакцию 31.03.2016

Методы оценки стоимости корпоративных прав голоса

Шабалин Павел Григорьевич,
аспирант департамента финансов,
Национальный исследовательский
университет «Высшая школа экономики»

Shabalin Pavel G.,
Postgraduate Student of the Department
of Finance, National Research University
Higher School of Economics
shabalinpav@gmail.com
JEL: G13, G32

The estimation methods of the value of corporate voting rights

В статье анализируются существующие подходы к оценке стоимости корпоративных прав голоса. Наряду с классическими методами рассматривается новый опционный подход на основе пут-колл паритета. Данный метод показывает нижнюю границу стоимости права голоса и обладает рядом преимуществ перед классическими инструментами.

Ключевые слова: акции с разными правами голоса; паритет опционов пут и колл; синтетическая акция.

The paper presents the approaches to estimate the value of corporate voting rights. Along with classical estimation methods the paper presents new option pricing approach that is based on put-call parity relation. The approach quantifies lower bound for corporate voting rights value and has several advantages over the other techniques.

Keywords: shares with different voting rights; put-call parity; synthetic stock.

ВВЕДЕНИЕ

Исторически первым подходом к оценке стоимости прав голоса является метод на основе сравнения стоимости акций с разным уровнем голосующих прав. С середины 90-х гг. появляется широкий класс работ, методология которых основывается на данном подходе. Проводятся исследования по основным развитым рынкам, и формируется массив оценок стоимости корпоративных прав голоса для разных стран. Несмотря на популярность и относительную простоту для ряда стран применение метода невозможно, так как акции с разным уровнем голосующих прав как класс финансовых инструментов в данных юрисдикциях отсутствуют [1], поэтому оценки стоимости необходимо выстраивать с использованием других подходов. Помимо рассмотренного метода анализа исследователи опираются также на инструментальный анализ сделок с блокирующими пакетами акций, а также на подход на основе изменения стоимости кредитования при заимствовании акции на рыночных условиях. В 2014 г. был представлен новый инструмент для анализа рыночной стоимости корпоративных прав голоса на основе опционного подхода. Рассмотрим более подробно названные подходы,

их преимущества и недостатки, что позволит оценить возможность применения того или иного метода при выборе методологии эмпирического тестирования.

СРАВНЕНИЕ СТОИМОСТЕЙ АКЦИЙ С РАЗНЫМ УРОВНЕМ ПРАВ ГОЛОСА

Наиболее распространенным инструментом является сравнение рыночных цен акций с разным уровнем голосующих прав. Обзор основных работ, в которых использовался данный подход, представлен в таблице. Эмпирические исследования на основе данного подхода показывают высокую волатильность стоимости корпоративных прав голоса с течением времени в результате изменения институциональной среды на рынке, уровня защиты миноритарных инвесторов. Наблюдаются выраженные различия стоимости права голоса по странам мира. Следует отметить слабоположительную и даже отрицательную стоимость права голоса для Скандинавских стран и достаточно высокие оценки для Италии и Израиля, что показывает магнитуду частных выгод контроля.

Ключевым преимуществом метода является доступность рыночных данных для проведения

Основные эмпирические исследования, посвященные оценке права голоса, на основе сравнения цен акций с разным уровнем голосующих прав

Автор	Страна	Период исследования	Количество компаний в выборке	Стоимость права голоса, %
Leaseetal (1983)	США	1940–1978	26	5,44
Levy (1983)	Израиль	1974–1980	25	45,50
Megginson (1990)	Великобритания	1955–1982	152	13,30
Zingales (1994)	Италия	1987–1990	96	81,50
Zingales (1995)	США	1984–1990	94	10,47
Smith and Amoako-Adu (1995)	Канада	1981–1986	81	4,17
Rydqvist (1996)	Швеция	1983–1990	65	4,00
ChungandKim (1999)	Корея	1992–1993	119	9,60
CoxandRoden (2002)	США	1984–1999	98	7,70
Dittman (2003)	Германия	1960–2001	82	12,62
Nenova (2003)	18 стран	1997	661	от -2,88 до 48
degaard (2007)	Норвегия	1998–2005	36	5,6
Carvalho Da Silva, Subrahmanyam A. (2007)	Бразилия	2004	104	5,75

Источник: составлено автором.

анализа и возможность оценки стоимости права голоса в каждый момент времени при условии наличия торгов по акциям.

Недостатком является возможность оценки стоимости права голоса только для компаний с двумя классами акций. Однако не все компании в экономике имеют структуру капитала с двумя классами акций. Это означает, что выборка компаний с указанной структурой капитала может некорректно описывать генеральную совокупность («selection bias»), т. е. является смещенной [2].

Также следует отметить, что акции одной и той же компании могут обеспечивать инвесторам разный уровень дивидендной доходности и их ликвидность может также существенно отличаться, что обуславливает необходимость применения аналитических корректировок для более аккуратной оценки стоимости права голоса. Компании зачастую устанавливают дивидендные привилегии для владельцев акций с меньшим уровнем голосующих прав, что напрямую влияет на рыночную стоимость таких акций в большую сторону, поэтому для оценки стоимости права голоса необходимо корректировать рыночные цены на дивидендную составляющую [3, 4].

СДЕЛКИ С БЛОКИРУЮЩИМИ ПАКЕТАМИ АКЦИЙ

Второй подход заключается в сравнительной оценке стоимости акций при продаже блокирующего пакета и сразу после осуществления

сделки. Так, например, Барклай и Холдернесс [5] проанализировали результаты торгов по 63 сделкам с крупными пакетами акций в период с 1978 по 1982 г. на рынке США и обнаружили, что наблюдается существенная премия в размере 20% (среднее значение). При этом размер уплачиваемой премии возрастает при увеличении размера фирмы, а также при улучшении показателей деятельности фирм. Отмечается также, что индивидуальные инвесторы платят больше за права голоса, если компания имеет высокий уровень финансового рычага, большой объем свободных денежных средств. В целом по странам мира вариация стоимости прав голоса с использованием данного подхода существенна. Так, например, в Японии фиксировался дисконт в размере 4%, при этом в Бразилии величина премии достигала 65% [6]. Можно заключить, что более высокие частные выгоды от контроля можно ожидать на менее развитых финансовых рынках. В рамках данного подхода необходимо также учитывать, что блокирующий пакет может иметь ограниченную ликвидность, что обуславливает необходимость применения дисконта к стоимости пакета [7].

Несмотря на относительную популярность подхода в литературе, его ключевым недостатком является невозможность оценки стоимости права голоса для компаний, по которым не проводились сделки с крупными пакетами. Для российского рынка это особенно актуально, учитывая тот факт, что большинство сделок проводит-

ся по непубличным компаниям, по которым отсутствуют рыночные данные.

ИЗМЕНЕНИЕ СТОИМОСТИ КРЕДИТОВАНИЯ ПО СДЕЛКАМ С АКЦИЯМИ БЛИЗКО К ДАТЕ ЗАКРЫТИЯ РЕЕСТРА АКЦИОНЕРОВ

Третий подход предполагает, что стоимость права голоса — это дополнительные издержки в виде процента, которые возникают, если инвестор хочет взять акцию в займы близко к дате закрытия реестра акционеров. Результаты эмпирического тестирования в рамках данной концепции противоречивы. В одной из работ была получена нулевая стоимость права голоса [8]. Позднее, используя более широкую выборку данных, другие авторы показали, что стоимость права голоса является положительной величиной [9]. Можно отметить противоречивость полученных результатов. В дополнении к этому доступные для анализа рыночные данные по стоимости кредитования создают дополнительное смещение оценок стоимости права голоса в сторону снижения [2]. Это связано с тем, что доступные для анализа рыночные ставки — это ставки, под которые кредитуются брокеры, а не рыночные инвесторы. Кредитная ставка для рыночных инвесторов, как правило, выше. Отмеченные недостатки не позволяют рассматривать данный метод как основной инструмент для оценки стоимости права голоса без применения специальных корректировок.

МОДЕЛИРОВАНИЕ СТОИМОСТИ ПРАВА ГОЛОСА НА ОСНОВЕ ОПЦИОННОГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ

Опционный подход основан на идее разделения денежных потоков по акции и прав голоса. Производные финансовые инструменты позволяют реплицировать только денежные потоки актива, исключая право голоса как элемент, формирующий часть стоимости акции. Закономерность соотношения цены акции и пут- и колл-опционов на акцию позволяют провести такое реплицирование. Подход на основе пут-колл паритета и рыночных цен опционов впервые был предложен в 2014 г. [2]. В рамках концепции разделения денежных потоков и права голоса предполагается, что стоимость обыкновенной акции с правом голоса, которая торгуется на открытом рынке, состоит из стоимости акции без права голоса и стоимости права голоса. Используя пут-колл паритет, стоимость синтетической акции без права голоса можно рассчитать следующим образом:

$$\hat{S}(T) = c - p + PV(X),$$

где $\hat{S}(T)$ — стоимость синтетической акции без права голоса; p — стоимость опциона «пут» со страйком X ; c — стоимость опциона «колл» со страйком X ; $PV(X)$ — приведенная по безрисковой ставке величина общего страйка X для опциона «пут» и «колл».

Стоимость акции с правом голоса:

$$S = c - p + PV(X) + PV(\text{Vote}(T)),$$

где S — стоимость акции с правом голоса на рынке; $PV(\text{Vote}(T))$ — стоимость права голоса.

Рыночную стоимость права голоса отсюда можно рассчитать следующим образом:

$$PV(\text{Vote}(T)) = S - \hat{S}(T).$$

Необходимо отметить, что опцион как финансовый инструмент дает владельцу только право совершить сделку по базовому активу по установленной цене, но не дает право голоса. Поэтому при реплицировании стоимости акции с помощью пут-колл паритета мы получаем стоимость акции без права голоса.

Следует особо подчеркнуть, что биржевые опционы являются американскими, поэтому инвестор может исполнить такой контракт в любой момент времени. Если по акции ожидаются существенные дивиденды, то владелец опциона может исполнить его, чтобы получить дивиденды по акциям, поэтому стоимость такого американского опциона необходимо очистить от премии за раннее исполнение (до завершения срока действия опциона) — EEP (early exercise premium), тогда стоимость синтетической акции необходимо модифицировать следующим образом:

$$\hat{S}(T) = c - EEP_{call}^{div} - p + EEP_{put}^{div} + PV(X) + PV(Div),$$

где EEP_{call}^{div} — премия за раннее исполнение американского опциона «колл»; EEP_{put}^{div} — премия за раннее исполнение американского опциона «пут»; $PV(Div)$ — приведенная стоимость дивидендов, выплачиваемых по акции до момента экспирации опциона.

Для оценки премии за раннее исполнение можно использовать биномиальную модель оценки стоимости американского и европейского опционов. Разница между расчетными стоимостями опционов является оценкой премии за раннее исполнение, так как единственным отличием американского опциона от европейского, при прочих равных, выступает возможность исполнить американский опцион до момента его экспирации.

Эмпирические расчеты авторов с использованием опционного подхода показывают оценку стоимости права голоса в среднем около 1% для акций, обращающихся на рынке США, что является нижней границей стоимости корпоративных прав голоса. Оценка стоимости по данному подходу показывает нижнюю границу, поскольку

ку по своей сущности право голоса бессрочно, в то время как опционы, на основе которых конструируется стоимость синтетической акции, — это срочный финансовый инструмент с заданным сроком исполнения (в рассматриваемой работе использовались опционы близко к деньгам со сроком исполнения до года). Логично предположить, что стоимость права голоса для рыночного инвестора необходимо корректировать на его инвестиционный горизонт.

В случае если опционы на акции анализируемой компании недостаточно ликвидны, оценка стоимости права голоса будет смещенной. За исключением указанного ограничения можно утверждать, что опционный подход среди всех рассмотренных выше — один из самых универсальных, поскольку позволяет:

- 1) оценить стоимость права голоса для всех акций, по которым имеются торгуемые опционы, т. е. выборка существенно увеличивается;
- 2) выборка не является смещенной, поскольку торгуемые опционы — это экзогенные по отношению к акциям финансовые инструменты;

3) право голоса можно оценить в любой момент времени, если есть данные торгов.

Возможность применения данного подхода для российского рынка необходимо оценивать с учетом анализа ликвидности опционов на акции российских компаний.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В статье анализируются ключевые подходы к оценке стоимости корпоративных прав голоса. Показывается, что оценки стоимости права голоса на основе сравнения стоимостей акций с разным уровнем голосующих прав и на основе сделок с блокирующими пакетами акций на развитых и развивающихся рынках дают схожие результаты. Указывается на необходимость учета корректировок на ликвидность и дивидендную составляющую при оценке стоимости права голоса. Показывается, что опционный подход имеет ряд преимуществ перед традиционными методами оценки. В то же время рассмотренный опционный подход на основе «пут-колл» паритета показывает нижнюю границу диапазона стоимости права голоса.

Литература:

1. Шабалин, П. Г. Влияние вариации прав голоса на рыночную стоимость компании / П. Г. Шабалин // *Финансы и бизнес*. 2016. № 1. С. 77–106.
2. Kalay, A. The market value of corporate votes: theory and evidence from option prices / A. Kalay, O. Karakas, Sh. Pant // *Journal of Finance*. 2014. № 3. P. 1235–1271.
3. Bigelli, M. Dividend privileges and the value of voting rights: evidence from Italy / M. Bigelli, E. Croci // *Journal of Empirical Finance*. 2013. № 24. P. 94–107.
4. Cox, S. R. The source of value of voting rights and related dividend promises / S. R. Cox // *Journal of Corporate Finance*. 2002. № 8 (4). P. 337–351.
5. Barclay, M. Private benefits from control of public corporations / M. Barclay, C. Holderness // *Journal of Financial Economics*. 1989. № 25. P. 371–395.
6. Dyck, A. Private benefits of control: An international comparison / A. Dyck, L. Zingales // *Journal of Finance*. 2004. № 59. P. 537–600.
7. Albuquerque, R. The value of control and the costs of illiquidity / R. Albuquerque, E. Schroth // *The Journal of Finance*. 2015. № 4. P. 1405–1456.
8. Christoffersen, S. Vote trading and information aggregation / S. Christoffersen et al. // *Journal of Finance*. 2007. № 62. P. 2897–2929.
9. Aggarwal, R. The Role of Institutional Investors in Voting: Evidence from the Securities Lending Market / R. Aggarwal, P. Saffi, J. Sturgess // *The Journal of Finance*. 2015. № 70. P. 2309–2346.
10. Бураков, Д. В. Кредитный цикл и монетарная политика: в поисках регулятивного канала трансмиссии кредитного риска / Д. В. Бураков // *Финансовый бизнес*. 2016. № 2.
11. Корнейчук, В. И. Организация системы управления риском потери деловой репутации в кредитной организации / В. И. Корнейчук // *Управление риском*. 2010. № 4.
12. Da Silva, C. A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market / A. C. A. Da Silva, A. Subrahmanyam // *Journal of Corporate Finance*. 2007. № 13 (1). P. 1–24.
13. Lease, R. The market value of control in publicly-traded corporations / R. Lease, J. J. McConnell, W. H. Mikkelson // *Journal of Financial Economics*. 1983. № 11. P. 439–471.
14. Levy, H. Economic evaluation of voting power of common stock / H. Levy // *Journal of Finance*. 1983. № 38. P. 79–93.
15. Megginson, W. Restricted voting stock, acquisition premiums, and the market value of corporate control / W. Megginson // *Financial Review*. 1990. № 25. P. 175–198.
16. Nenova, T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis / T. Nenova // *Journal of Financial Economics*. 2003. № 68. P. 325–351.
17. Ødegaard, B. A. Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity? / B. A. Ødegaard // *Journal of Banking & Finance*. 2007. № 31. P. 3621–3645.
18. Zingales, L. The value of the voting rights: A study of the Milan Stock Exchange experience / L. Zingales // *Review of Financial Studies*. 1994. № 7. P. 125–148.
19. Zingales, L. What determines the value of corporate votes? / L. Zingales // *Quarterly Journal of Economics*. 1995. № 110. P. 1047–1073.

Человеческий капитал молодежи как фактор развития инновационной экономики

Вишневская Нина Геннадьевна,
кандидат экономических наук,
доцент кафедры общей экономической теории,
Башкирский государственный университет

Vishnevskaya Nina G.,
Candidate of Economic Sciences, Associate
Professor at the Department of General Economic
Theory, Bashkir State University
vng36@yandex.ru

The human capital of the young people as the development factor of the innovative economics

В статье рассматриваются вопросы перехода экономики России на инновационный путь развития. Обосновано положение о том, что основным двигателем инновационного движения является молодежный трудовой ресурс, обладающий креативным человеческим капиталом.

Ключевые слова: молодежь; человеческий капитал; инновационная экономика; трудовые ресурсы.

An article reviews the issues of transition of Russia's economics towards the innovative way of development. The position is substantiated, stating that the main driving force of the innovative development is the youth labor resource that holds a creative human capital.

Keywords: youth; human capital; innovative economy; human resources.

Важнейшим фактором инновационного развития экономики является повышение качества трудового потенциала страны. Причем трудовые ресурсы, как и всякий другой ресурс, в каждый данный момент времени носят ограниченный характер. Это касается как количественной характеристики трудовых ресурсов, так и их качественного состава — распределения трудоспособного населения по отдельным профессионально-квалификационным и социально-демографическим группам.

Современный этап развития экономики характеризуется развитием инновационных технологий, ускоренным темпом научно-технического прогресса, способствующим переходу страны на инновационный путь развития. Интенсивное проведение научных исследований и разработка на их основе новых технологий, выход с ними на международные рынки требуют вовлечения в этот процесс все большего количества трудовых ресурсов, отличающихся высоким интеллектуальным потенциалом.

Современное развитие общественно-экономических отношений характеризуется становлением инновационной экономики. Данное обстоятельство требует современного подхода к проблеме развития трудового потенциала страны, подразумевающей комплексное развитие человеческого капитала. Принципиальная новизна современной экономики заключается в том, что важнейшей составляющей социально-экономического развития становятся не просто высокие профессиональные качества, но и такие свойства, как способность к управленческой и предпринимательской деятельности, диагностированию деловых отношений и установлению деловых контактов, склонность к индивидуальному творчеству, креативность. Основным субъектом такого подхода становится молодежь. Именно она составляет ту часть трудовых ресурсов, которая может совершенствоваться и способна наиболее динамично реагировать на изменения социально-экономической ситуации.

По мнению А. А. Попикова, для научно-технического рывка в России должен быть создан или накоплен необходимый стартовый человеческий капитал. В современных условиях одним из основных ключевых факторов роста производительности труда, внедрения новшеств и инноваций становится креативный (творческий) потенциал человеческого капитала [1, с. 36]. Под креативным человеческим капиталом понимают способности и возможности работников создавать и внедрять инновации на основе нестандартного творческого мышления и нестандартного решения возникающих задач [2, с. 60].

Предполагаем, что в наибольшей степени креативным человеческим капиталом обладает молодежный сегмент рынка труда, который составляет почти четверть населения страны. Поэтому вовлечение молодежи в развитие инновационной экономики является не только целесообразным, но и необходимым условием прогрессивного движения по пути становления инновационной экономики.

Цель нашего исследования — определить роль молодежного трудового ресурса в развитии инновационной экономики страны. Для этого проанализируем возрастной состав исследователей России, участвующих в разработке новых технологий, воспользовавшись данными НИУ «Высшая школа экономики» [3].

В 2013 г. доля молодых исследователей, занимающихся научными исследованиями и разработками в возрасте до 29 лет, составила 20% — данный показатель вырос по сравнению с 2008 г. на 2,4%. Примерно столько же составляют молодые люди в возрасте 30–39 лет (20,3%), хотя динамика в данной возрастной группе выражена сильнее — рост составил 6,1%.

Доля кандидатов наук, занимающихся научными исследованиями и разработками в возрасте до 29 лет, составляла в 2013 г. 5,7%, в возрасте 30–39 лет — 23,4%. Основную долю исследователей России со степенью кандидата наук составляют ученые в возрасте 50–59 лет (20,9%). Возрастная структура исследователей со степенью доктора наук сильнее смещена в сторону старших возрастных категорий: 31,9% — исследователи в возрасте 70 лет и старше, 30,6% — 60–69 лет, 25,5% — 50–59 лет.

Средний возраст российского ученого, занимающегося научными исследованиями и разработками, повысился в период с 1994 по 2013 г. на 2 года (с 45 до 47 лет). Средний возраст кандидата наук также вырос с 49 до 52 лет. Средний возраст доктора наук вырос за этот же период на 4 года (с 58 до 62 лет).

Таким образом, можно отметить, что молодежь в возрасте до 29 лет составляет пятую часть

всех исследователей, занимающихся разработками в наукоемких отраслях экономики. Если считать, что молодым ученым является кандидат наук до 35 лет, а доктор наук до 40 лет, то молодежи в данном случае можно считать и исследователей в возрасте 30–39 лет, доля которых также составляет пятую часть всего научного сообщества, участвующего в инновационных разработках [4, с. 46].

Молодежь — это перспективная, но рискованная и низкопроизводительная группа персонала, поэтому работодатель в той или иной степени ограничивает прием молодежи, особенно в кризисные периоды. У такого явления, как молодежная безработица, много негативных последствий: социальная деградация наиболее активной части населения, экономические потери общества. Хотя есть и некоторые положительные эффекты: например, определенный процент безработицы в молодежной среде способствует включению молодых в конкурентную борьбу, заставляет активнее увеличивать свой человеческий капитал. Однако минимизация безработицы молодежи — конкретная и актуальная задача, причем основным субъектом ее решения выступает государство. Конечно, работодатель как экономический субъект также заинтересован в трудоустройстве молодой части населения. Если мы рассмотрим ситуацию приема на работу молодых сотрудников с позиции работодателя, то у нас получится баланс «недостатков — преимуществ» [5, с. 30].

Недостатки приема на работу молодежи:

- отсутствие опыта (следствие — низкая производительность);
- высокие риски, связанные с низкими возможностями прогнозировать трудовое поведение;
- высокие риски текучести;
- высокие риски ухода в декретный отпуск (для женщин), призыва в армию (для мужчин);
- необходимость затрат времени (и финансовых средств) на адаптацию и наставника(ов).

Преимущества трудоустройства молодежи:

- отсутствие негативного опыта;
- отсутствие чужой корпоративной культуры;
- высокие креативность, мобильность и обучаемость;
- как правило, относительно хорошее здоровье;
- возможность экономии на зарплате.

Как видим, для работодателя плюсы и минусы приема молодых примерно уравновешиваются. Но на практике более сильное влияние на решение оказывают минусы. Это происходит вследствие того, что низкая производительность

труда и риски приема молодых – конкретны и краткосрочны. А возможности использования креативности, обучаемости, мобильности молодежи – вероятностны и дадут скорее среднесрочный либо долгосрочный эффект.

Некоторые исследователи [6, с. 104–105] предлагают следующую комплексную оценку особенностей молодежи как группы трудовых ресурсов.

Высокий уровень социальной и трудовой мобильности молодежи может быть положительно воспринят работодателем, если организация избрала предпринимательскую стратегию бизнеса, характеризующуюся высокой степенью риска, ориентированную на быстрое достижение поставленных целей. В этих условиях особо ценными в работниках качествами становятся готовность к риску в интересах компании, инициативность, контактность, отсутствие трудовых стереотипов. При выборе других типов стратегии бизнеса высокий уровень социальной и трудовой мобильности молодого работника потребует от кадровых служб значительных усилий для того, чтобы эти качества были реализованы на пользу организации.

Вступление в трудовую жизнь с ориентацией не на опыт, а на идеалы, усвоенные в процессе обучения и воспитания, традиционно рассматривалось как негативная особенность молодого работника. Такой подход справедлив в том случае, если работодатель считает невозможным освоение специфики производственной деятельности в рамках организации еще в процессе профессионального обучения.

Отсутствие практического производственного опыта будет приветствоваться работодателями, если большинство занятых в конкретном узком сегменте рынка труда обладает негативным с точки зрения изменившейся конъюнктуры бизнеса опытом.

Молодые сотрудники могут оказаться менее сопротивляющимися инновациям, но не столько по приверженности им, сколько по недостаточной приверженности старому. Это качество молодежи оказывается наиболее востребованным в условиях стратегии слияний и поглощений, когда доминирующая организация стре-

мится избавиться от кадровых сотрудников поглощенных компаний, опасаясь влияний чуждой организационной культуры. В этих условиях у молодежи окажется больше шансов сохранить свои рабочие места за счет готовности к адаптации.

По сравнению с другими возрастными группами работников, молодежь характеризуется более продолжительным периодом предстоящей трудоспособности, что в разной степени может быть востребовано организациями, реализующими ту или иную стратегию бизнеса.

Практически все работодатели негативно оценивают такие качества молодых работников, как отсутствие навыков трудовой жизни и построения взаимоотношений в рабочей группе, неустойчивость поведения, излишняя эмоциональность, т. е. все то, что свидетельствует о социальной незрелости человека, недостаточном уровне его социализации. Однако именно в данном конкретном случае наблюдается наиболее сильное влияние стереотипов представления об обязательном наличии такого рода качеств у всех без исключения молодых работников. Масштабность и устойчивость влияния стереотипов такого рода приводят к дискриминационному отношению к молодежи на рынке труда.

Ежегодно экономика страны теряет от 2,3 до 2,6 млн человек в возрасте от 16 до 30 лет [7]. Сегодня ощутимо проявляется тенденция к уходу молодежи из сферы материального производства и перетоку ее в негосударственный сектор экономики: в сферы торговли, услуг, финансовой, банковской и посреднической деятельности.

Молодежь – стратегический ресурс государства, т. е. это те предельные возможности, которыми располагает социальная система или субъект, используемые для их функционирования и развития, направленные на будущую максимальную реализацию данного ресурса [8, с. 41]. Очевидно, что эффективное развитие потенциала молодежи сегодня в долгосрочной перспективе даст положительный экономический эффект. А это значит, что участие молодежи в инновационном развитии экономики имеет важное стратегическое значение.

Литература:

1. Попиков, А. А. Креативный человеческий капитал как фактор развития инновационной экономики страны / А. А. Попиков // Власть. 2016. № 3. С. 36–40.
 2. Синов, В. В. Человеческие ресурсы инновационной деятельности / В. В. Синов // Креативная экономика. 2007. № 5. С. 58–65.
-

3. Индикаторы науки: 2015 : стат. сб. / Н. В. Городникова, Л. М. Гохберг, К. А. Дитковский и др. ; Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». М. : Изд-во НИУ ВШЭ, 2015.

4. Вишневская, Н. Г. Молодежь как базовый ресурс развития наукоемкой экономики / Н. Г. Вишневская // Технологическая перспектива в рамках Евразийского пространства: новые рынки и точки экономического роста : материалы 1-й Международной конференции / под ред. проф. Н. С. Вороновой, В. С. Воронова, О. Н. Кораблевой, Ю. Е. Шелепина, А. М. Ельяшевича. СПб. : Изд-во НПК «РОСТ», 2015. С. 44–47.

5. Вишневская, Н. Г. Рынок труда молодежи: механизм регулирования в современных условиях : дис. ... канд. экон. наук / Н. Г. Вишневская. Уфа, 2010.

6. Руденко, Г. Г. Специфика положения молодежи на рынке труда / Г. Г. Руденко, А. Р. Савелов // Социологические исследования. 2002. № 5. С. 101–107.

7. Молодежный ресурс инновационного развития России / Федеральное агентство по делам молодежи. URL: <http://www.fadm.gov.ru/agency/reports/733/>.

8. Вишневская, Н. Г. Молодежный сегмент рынка труда: определение и классификация / Н. Г. Вишневская // Финансовый бизнес. 2015. № 2. С. 39–42.

Статья поступила в редакцию 25.07.2016

Читайте в журналах издательства «Анкил»:

СТРАХОВОЕ



№ 10

2016

Дело

АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

- 3 Эльвира Русецкая, Михаил Русецкий
Особенности страхования рисков туристической деятельности

ФИНАНСЫ И ИНВЕСТИЦИИ

- 11 Владимир Миловидов
«Большие данные» на финансовом рынке: наступление новой эры финансовых услуг?

МИРОВОЙ СТРАХОВОЙ РЫНОК

- 21 Елена Небольсина
Влияние выхода Великобритании из ЕС на страховой рынок США
- 26 Оксана Саввина, Ирина Хоминич
О практике финансовых регуляторов Соединенного Королевства по использованию штрафных санкций в отношении финансовых институтов

УПРАВЛЕНИЕ РИСКОМ

- 33 Ирина Пещанская, Анна Злизина
Проблемы и перспективы страхования рисков платежных карт в России

- 38 Никита Мячин, Евгения Горшкова
Система внутреннего контроля как средство управления операционными рисками страховой организации

- 42 Ираклий Попхадзе
Сравнительный анализ актуарных методов оценки резервов произошедших, но не заявленных убытков

- 46 Людмила Цветкова
Создание фондов гарантии страховых выплат как инструмент развития страхового рынка

УПРАВЛЕНИЕ КОМПАНИЕЙ

- 55 Надежда Никулина, Светлана Березина, Светлана Малышева, Екатерина Аржадеева
Организационно-методические основы внутреннего контроля организации. Теория и практика

АВТОСТРАХОВАНИЕ

- 64 Ринат Касимов
Особенности андеррайтинговой модели управления страховым портфелем каско

Анализ величины потерь, дефолта и восстановления сделок мезонинного финансирования за период 1986–2015 гг.

Степанова Елена Олеговна,
аспирант НИУ ВШЭ,
начальник отдела
инвестиционного анализа
АО «Мосинжпроект»

Stepanova Elena O.,
Postgraduate Student
of the High School of Economics, Head of
Investment Department
JSC «Mosinzhproekt»

estepanova@me.com

ORCID:0000-0002-2916-5904
Researcher ID:ID: E-7106-2016
SPIN-код РИНЦ: 9880-4770

Analysis of the magnitude of the losses, default and recovery transactions mezzanine financing for the period 1986–2015

Несмотря на относительную дороговизну и сложность, мезонинное финансирование обладает несомненными преимуществами для инвестора и заемщика, а в некоторых случаях предоставляет поистине уникальные возможности. Именно с этим связан интерес к данному методу финансирования участников российского финансового рынка. А задача обеспечения приемлемости уровня риска, передаваемого инвестору при структурировании мезонинного финансирования, в условиях кризиса приобретает особую актуальность. В данной статье приведен анализ величины потерь, дефолта и восстановления сделок мезонинного финансирования за 30 лет (1986–2015 гг.). Автор использует уникальную выборку данных от 188 фондов, 7,144 сделок (66,676 транзакций) с 3959 компаниями из частной базы данных CEPRES PE Analyzer. Построены как одно-, так и многофакторные регрессионные модели. Первые объясняют до 40% изменений среднегодовых показателей дефолта, потерь и восстановления сделок мезонинного финансирования, последующие многофакторные модели объясняют до 90% изменений.

Ключевые слова: мезонинное финансирование; мезонинное кредитование; дефолт; величина потерь; величина восстановления; величина списаний.

Despite the relative high cost and complexity, mezzanine financing offer many advantages for the investor and the borrower, in some cases, provides a truly unique opportunity. This explains the interest in this method of funding participants in the Russian financial market. And the task of ensuring the acceptability of the level of risk transferred to the investor in structuring mezzanine financing, in times of crisis is of particular relevance. This article is an analysis of the magnitude of losses, default and recovery transactions mezzanine financing for 30 years (1986–2015). The author uses a unique data sampled from 188 funds, 7,144 transactions (66,676 transactions) with 3959 companies from the private CEPRES PE Analyzer database. We construct both single and multi-factor regression models. First explain the changes to 40% average annual default rates, loss and recovery of transactions mezzanine financing, subsequent multivariate model explained 90% of the variation.

Keywords: mezzanine financing; mezzanine debt; loss given default; default; recovery; write-off.

ВВЕДЕНИЕ

Использование мезонинного финансирования в последнее время привлекло широкое внимание со стороны научного сообщества. В целом этот механизм является привлекательным для

заемщиков, поскольку обеспечивает гибкость без размывания собственного капитала, а также может выступить в роли экономической альтернативы традиционному акционерному капиталу: процентные платежи по мезонинному займу, как правило, уменьшают налогооблагаемую базу, а

дивиденды нет. Более того, все большее число компаний не в состоянии сегодня привлечь необходимое количество прямых инвестиций и вынуждены привлекать капитал через механизм мезонинного финансирования. Если эта ситуация сохранится, то роль мезонинного капитала может стать более значительной.

ПРИМЕНЕНИЕ МЕЗОНИННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Данный финансовый инструмент еще не получил широкой популярности в нашей стране и находится на этапе становления, в отличие от западных стран. Мезонинные инструменты стали использоваться в развитых странах в 70—80-е гг. прошлого века страховыми организациями, сберегательными и кредитными ассоциациями и специализированными инвестиционными компаниями для финансирования сделок по приобретению компаний (LBO — leveraged buyout). Со временем они распространились на финансирование девелоперских проектов, роста малых и средних предприятий, реструктуризации бизнеса компаний и другие сферы, где существуют сложности с привлечением обычного банковского кредита [1, 2]. Основными сферами мезонинного финансирования являются:

- проектное финансирование;
- LBO: покупка бизнеса с кредитным плечом;
- финансирование M&A;
- реструктуризация или реорганизация бизнеса;

- осуществление бридж-финансирования на пути к IPO;
- региональная экспансия.

Наиболее активно мезонинные формы финансирования осваивают новые направления в периоды экономических кризисов, однако спрос на них сохраняется и в периоды роста, что подтверждается возрастанием мезонинных ставок в периоды экономических спадов и их низкой долгосрочной волатильностью (рис. 1).

География распределения сделок мезонинного финансирования неравномерна. Наибольшее число сделок мезонинного финансирования приходится на Северную Америку — 69%, на Европу — 26, на Азию — 4, на прочие страны, включая РФ, — менее 1% (рис. 2). В настоящее время в качестве мезонинных инвесторов выступают пенсионные, хеджевые фонды, страховые компании, инвестиционные фонды, аккумулирующие средства частных инвесторов, и специализированные структуры банков.

Согласно исследованиям [3–5] и др. есть серьезное предположение о том, что величина дефолта, вероятность потерь и восстановления сделок мезонинного финансирования взаимосвязаны. В настоящей статье мы попытаемся объяснить взаимосвязь между тремя переменными, построив довольно простые статистические модели. Это исследование измеряет совокупный годовой уровень дефолта, потерь и восстановления (далее — MDR, MLR и MPB) по средневзвешенным значениям для сделок мезонинного финансирования за 30 лет (с 1986 по 2015 г.) и за бо-

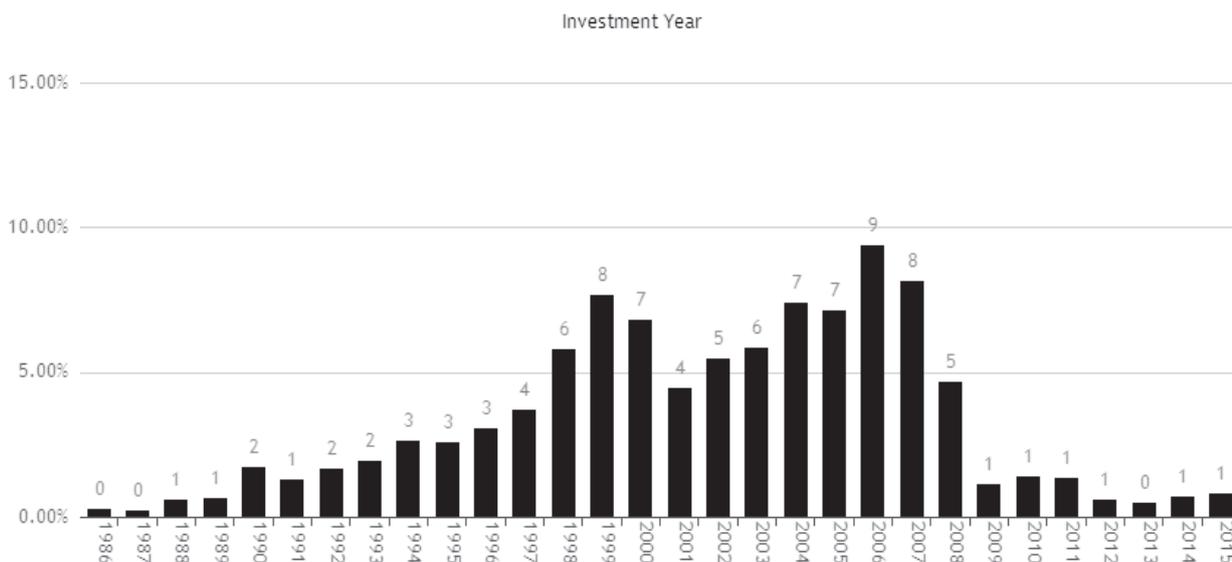


Рис. 1. Количество сделок мезонинного финансирования за период 1986—2015 гг., % от общего количества

Источник: CEPRES PE Analyzer.

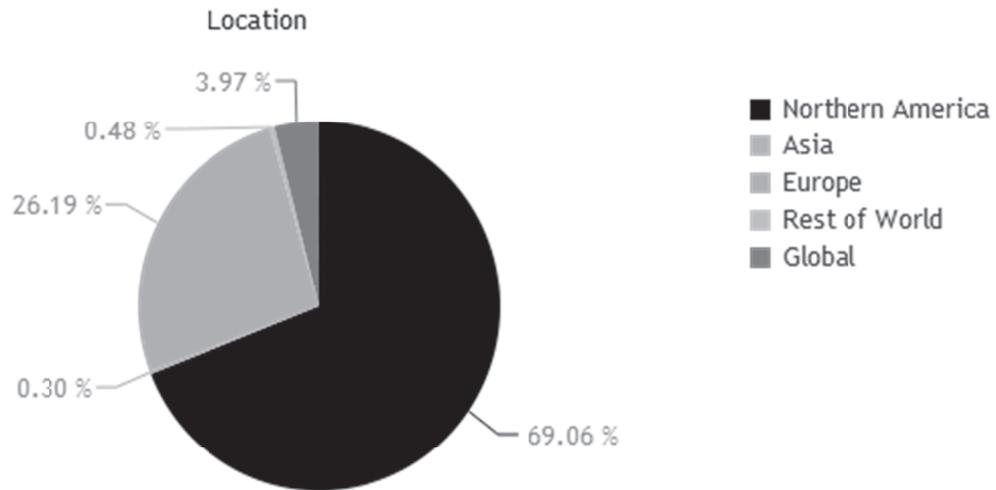


Рис. 2. Количество мезонинных сделок по регионам

Источник: CEPRES PE Analyzer.

лее короткий период (с 2000 до 2015 г.). Также проанализирована логарифмическая зависимость MDR, MLR и MRR (MLDR, MLLR и MPB). В первой части мы изучаем однофакторные регрессии, во второй — строим многофакторные модели. Остальная часть этой статьи построена следующим образом. Анализ начинается с описания данных и независимых переменных, используемых для объяснения годового изменения величин дефолта, потерь и восстановления сделок мезонинного финансирования. Они включают в себя средневзвешенные переменные, характеризующие рынок как мезонинного, так и акционерного финансирования, а также макроэкономические факторы. Затем следуют результаты однофакторного анализа с последующим описанием многомерных моделей и результатов исследования.

ОПИСАНИЕ ДАННЫХ

Выборка данных, которую я использую в исследовании, представляет информацию от 188 фондов, 7,144 сделок (66,676 транзакций) с 3959 компаниями. Общее количество транзакций, данные по которым представлены в PE

Analyzer CEPRES, составляет 305 583 в течение периода с 1971 по 2016 г., на мезонинное кредитование приходится значительная доля в 22% от общего объема сделок (66,676 транзакций). Моя выборка данных охватывает период в 30 лет (1986—2015) и регионы Северной Америки, Азии и Европы. Денежные потоки между компаниями и фондами декларируются брутто всех сборов, и, таким образом, их не искажают такие величины, как управленческие расходы и налоговые отчисления фондов. Набор данных состоит из полностью реализованных (2091), частично реализованных (1643) и нереализованных (225) сделок. Если опустить все частично и нереализованные сделки, то будет смещение выборки в сторону более старых сделок. Так как средний период реализации сделок мезонинного финансирования составляет 4,18 года, то будут исключены очень многие недавно произведенные транзакции. Как показано на рис. 3, в моем наборе данных 52,82% сделок реализованы, 41,50% частично реализованы и 5,68% не реализованы. Таким образом, оставляем все данные в выборке для оценки эффективности инвестиций.

Realized	52,82%
Partly Realized	41,50%
Not Realized	5,68%
Realized	33,92%
Write-off	1,64%
Realized - Sale	13,97%
Realized - IPO	2,65%
Realized - Public Merger/Sale	0,30%
Distribution	0,33%

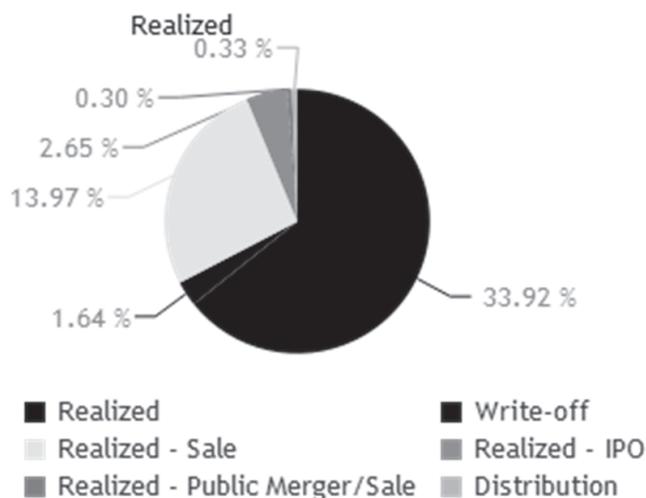


Рис. 3. Количество реализованных мезонинных сделок

Источник: CEPRES PE Analyzer.

ОПИСАНИЕ ОБЪЯСНИТЕЛЬНЫХ ПЕРЕМЕННЫХ

Ниже описаны переменные, которые используются при проведении исследования величины потерь, дефолтов и восстановления сделок мезонинного финансирования. Ожидаемое влияние этих переменных на величину потерь и дефолтов по сделкам мезонинного финансирования обозначено знаком +/- в скобках:

- MDR (+) – средневзвешенная величина дефолтов по сделкам мезонинного финансирования и логарифм переменной (MLDR, –);
- MDRC (+) – изменение MDR за год;
- MLR (+) – средневзвешенная величина потерь по сделкам мезонинного финансирования и логарифм переменной (MLLR);
- MLRC (+) – изменение MLR за год;
- MRR (–) – средневзвешенная величина восстановления по сделкам мезонинного финансирования и логарифм переменной (MLRR, –);
- MRRC (–) – изменение MRR за год;
- MWR (+) – средневзвешенная величина списаний по сделкам мезонинного финансирования и логарифм переменной (MLWR, –);
- MWRC (+) – изменение MWR за год;
- EDR (+) – средневзвешенная величина дефолтов по сделкам акционерного финансирования и логарифм переменной (ELDR, –);
- EDRC (+) – изменение EDR за год;
- ELR (+) – средневзвешенная величина потерь сделок акционерного финансирования и логарифм переменной (ELLR, –);
- ELRC (+) – изменение ELR за год;

- ERR (–) – средневзвешенная величина восстановления сделок акционерного финансирования и логарифм переменной (ELRR, –);
- ERRC (–) – изменение ERR за год;
- EWR (+) – средневзвешенная величина списаний по сделкам акционерного финансирования и логарифм переменной (ELWR, –);
- EWRC (+) – изменение EWR за год;
- GDP (–) – годовой темп роста ВВП;
- GDPC (–) – годовое изменение темпа роста ВВП по сравнению с предыдущим годом;
- MSCI (–) – годовой доход по индексу MSCI;
- TRCI (–) – Thomson Reuters Convertible Index;
- MLP (–) – Merrill Lynch Preferred Stock Index;
- MLSD (–) – Merrill Lynch Sub-Debt Upper Tier 2 Index;
- MLSDL (–) – Merrill Lynch Sub-Debt Lower Tier 2 Index;
- LIBOR (+) – Лондонская межбанковская ставка;
- FFR (+) – ставка ФРС;
- IRRm (–) – средневзвешенное значение IRR по сделкам мезонинного финансирования;
- TVPI_m (–) – средневзвешенное значение TVPI по сделкам мезонинного финансирования;
- DPI_m (–) – средневзвешенное значение DPI по сделкам мезонинного финансирования;
- IRRe (–) – средневзвешенное значение IRR по сделкам акционерного финансирования;
- TVPI_e (–) – средневзвешенное значение TVPI по сделкам акционерного финансирования;
- DPI_e (–) – средневзвешенное значение DPI по сделкам акционерного финансирования.

Investment Year	%	Loss Rate	Default Rate	Recovery Rate	Write-offs
1986	0,28	15,86	18,18	36,71	0,00
1987	0,25	3,00	10,00	18,20	0,00
1988	0,61	19,01	25,00	38,93	0,00
1989	0,68	2,26	14,81	71,09	0,00
1990	1,72	7,20	5,88	28,08	0,00
1991	1,29	1,54	7,84	42,01	0,00
1992	1,67	12,31	13,64	27,24	0,00
1993	1,97	4,49	10,39	55,76	0,00
1994	2,65	6,67	12,38	43,94	0,95
1995	2,60	6,06	11,65	55,20	0,97
1996	3,08	11,11	18,03	45,04	0,82
1997	3,71	6,40	14,29	47,45	2,04
1998	5,81	12,37	23,91	41,65	3,48
1999	7,68	12,63	22,04	37,62	0,99
2000	6,82	6,75	13,70	43,30	1,85
2001	4,45	7,69	11,36	34,44	0,57
2002	5,48	1,53	6,91	67,49	1,84
2003	5,86	3,67	9,05	52,05	0,86
2004	7,43	4,33	12,24	51,03	2,04
2005	7,12	7,90	14,89	45,81	2,13
2006	9,42	10,92	19,30	51,68	1,34
2007	8,18	12,78	23,77	53,34	3,70
2008	4,67	13,48	27,03	54,36	3,78
2009	1,14	0,77	6,67	74,87	0,00
2010	1,44	2,41	5,26	52,67	0,00
2011	1,36	6,43	11,32	43,34	0,00
2012	0,63	3,22	12,00	48,56	0,00
2013	0,48	3,42	10,53	38,13	0,00
2014	0,71	2,43	10,71	68,76	0,00
2015	0,81	0,00	0,00	—	0,00
All	100,00	8,22	15,62	48,65	1,64

Market Universe - Gross Default Analysis By Investment Year

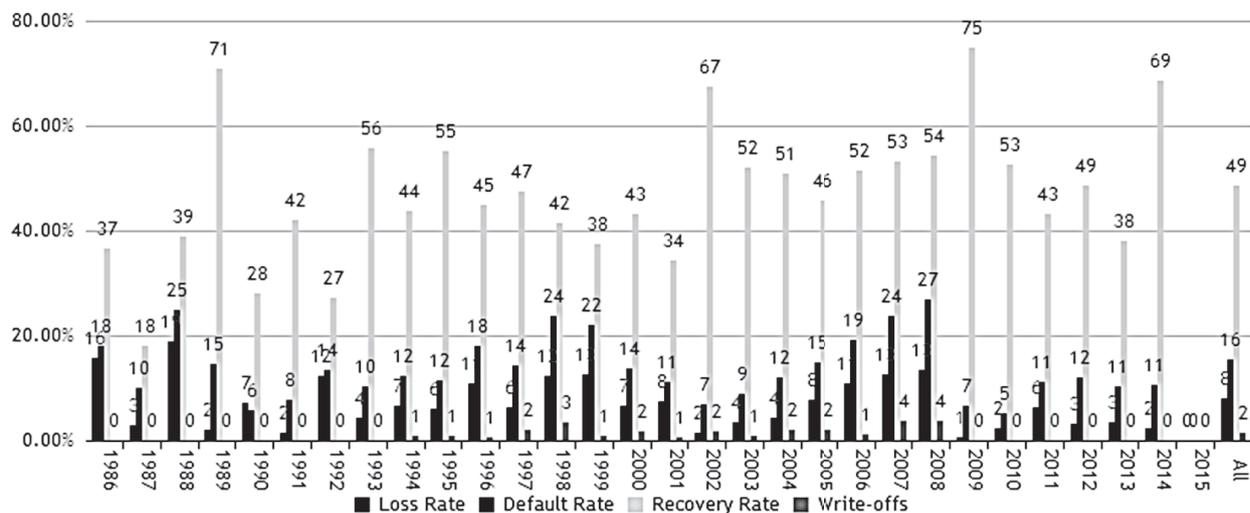


Рис. 4. Средневзвешенная величина потерь, дефолта и восстановления сделок мезонинного финансирования в период с 1986 по 2015 г.

Источник: CEPRES PE Analyzer; расчеты автора.

Рисунок 4 приводит данные потерь, дефолта и восстановления по сделкам мезонинного финансирования в период с 1986 по 2015 г., а также величину списаний по сделкам мезонинного финансирования. Интересно отметить, что средний ежегодный уровень восстановления по сделкам мезонинного финансирования равен 48,65%, а средневзвешенная годовая величина потерь инвесторов – 8,22%.

ОДНОФАКТОРНЫЕ МОДЕЛИ

Мы начинаем наше исследование с описания результатов однофакторных моделей, построенных для величин потерь, дефолта и восстановления сделок мезонинного финансирования и объясняющих переменные, описанные в предыдущем разделе. Рисунки 5–7 суммируют

результаты однофакторных регрессий, построенных с использованием этих переменных. Однофакторные регрессии так же, как и многофакторные регрессии, рассматриваемые в следующем разделе, были построены для переменных MDR и натурального логарифма MLDR, MLR и натурального логарифма MLLR, MRR и натурального логарифма MLRR в качестве зависимых переменных. Таким образом, в данном разделе мы исследуем простую связь между показателями потерь, дефолта и восстановления сделок мезонинного финансирования в период с 1986 по 2015 г. Рисунки 5–7 описывают несколько регрессий между тремя основными переменными. В полученных результатах мы показываем только объясняющие переменные, которые являются значимыми на уровне 5 и 1%.

Univariate regressions 1986–2015 Variables explaining annual default rates of mezzanine financing deals
Coefficients and t-ratios (in parentheses)

Regressions #	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
R-squared	0.73	0.22	0.14	0.34	0.12	0.16	0.41	0.16	0.16
Adj. R-squared	0.72	0.19	0.11	0.32	0.09	0.06	0.38	0.13	0.13
Dependent variable									
MDR	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Explanatory variable									
Constant	0.06 (5.24)	0.13 (12.52)	0.20 (5.84)	0.11 (8.64)	0.10 (4.41)	0.11 (6.78)	0.24 (9.34)	0.09 (4.39)	0.10 (5.37)
MLR	1.11 (8.61)								
MLRC		-0.45 (-2.82)							
MLLR			0.03 (2.10)						
MWR				3.15 (3.83)					
ELR					0.15 (1.99)				
MIV						0.87 (2.57)			
IRRm							-0.47 (-4.37)		
LIBOR								0.01 (2.33)	
FFR									0.01 (2.31)

Univariate regressions 1986–2015
Variables explaining annual default rates of mezzanine deals (cont.)

Regressions #	(11)	(12)	(13)	(14)
R-squared	0.16	0.73	0.21	0.19
Adj. R-squared	0.14	0.72	0.18	0.16
Dependent variable				
MLDR	x	x	x	x
Explanatory variable				
Constant	-2.32 (-13.68)	-0.56 (-3.19)	-1.23 (-4.11)	-2.01 (-20.97)
MLR	4.71 (2.35)			
MLLR		0.51 (8.70)		
MRR			-1.67 (-2.68)	
GDPC				-0.15 (-2.52)

Рис. 5. Однофакторные регрессии, объясняющие изменение уровня дефолта сделок мезонинного финансирования, за период с 1986 по 2015 г.

Рисунок 5 показывает, что ежегодный уровень потерь и IRR сделок мезонинного финансирования объясняют около 73 и 41% вариации величины дефолта сделок мезонинного финансирования (регрессии 1 и 7) и около 72% и более при квадратичной и логарифмической зависимости (регрессия 12). Величина списаний по сделкам мезонинного финансирования также является значимой величиной и может объяснить изменение уровня дефолта сделок мезонинного финансирования на уровне 34%. Все прочие значимые переменные объясняют вариацию величины дефолта менее чем на 20%.

Рисунок 6 показывает, что коэффициент дефолта сделок мезонинного финансирования может объяснить до 73% изменений величины потерь по сделкам мезонинного финансирования, IRRm сделок мезонинного финансирования может объяснить до 30% изменений уровня потерь мезонинных инвесторов (регрессия 11). Около 42% или более может быть объяснено квадратичной и логарифмической величиной восстановления сделок мезонинного финансирования (регрессия 13). Все остальные значимые переменные объясняют не более 20% от ежегодных изме-

нений потерь по сделкам мезонинного финансирования.

Рисунок 8 показывает, что изменения TVPI_m и DPI_m сделок мезонинного финансирования могут объяснить около 33 и 38% изменений натурального логарифма значений восстановления сделок мезонинного финансирования (регрессии 7 и 8), что вполне объяснимо тем фактом, что мезонинное финансирование может включать определенные характеристики как долгового, так и акционерного финансирования. Кроме того, около 44% изменений показателя восстановления сделок мезонинного финансирования может быть объяснено логарифмом показателя уровня потерь сделок мезонинного финансирования (регрессия 12). Таким образом, логарифм коэффициента потерь сделок мезонинного финансирования имеет обратную зависимость с коэффициентом восстановления сделок мезонинного финансирования и может служить индикатором вероятной величины восстановления сделок мезонинного финансирования (рис. 9). Все другие значимые переменные объясняют не более 20% ежегодных изменений коэффициента

Univariate regressions 1986–2015
Variables explaining annual loss rates of mezzanine deals Coefficients and t-ratios (in parentheses)

Regressions #	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
R-squared	0.73	0.17	0.20	0.15	0.19	0.13	0.14	0.13	0.22	0.21	0.31
Adj. R-squared	0.72	0.14	0.17	0.12	0.16	0.10	0.11	0.10	0.19	0.18	0.29
Dependent variable											
MLR	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Explanatory variable											
Constant	-0.02 (-1.63)	0.14 (4.52)	0.07 (8.22)	0.03 (1.18)	0.07 (8.57)	0.06 (5.18)	0.04 (2.32)	0.10 (5.97)	0.32 (2.06)	0.04 (2.83)	0.14 (6.62)
MDR	0.65 (8.61)										
MLDR		0.04 (2.35)									
MDRC			-0.31 (-2.61)								
MLRR				-0.06 (-2.21)							
MRRC					0.10 (2.54)						
MWR						1.48 (2.03)					
ELR							0.12 (2.15)				
ERR								-0.07 (-2.03)			
LIBOR									0.01 (2.80)		
FFR										0.01 (2.72)	
IRRm											-0.32 (-3.56)

Univariate regressions 1986–2015
Variables explaining annual loss rates of mezzanine deals (cont.)

Regressions #	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
R-squared	0.14	0.73	0.44	0.18	0.13	0.28
Adj. R-squared	0.11	0.72	0.42	0.15	0.10	0.26
Dependent variable						
MLLR	x	x	x	x	x	x
Explanatory variable						
Constant	-3.54 (-9.16)	0.04 (0.10)	-0.95 (-2.25)	-2.78 (-17.38)	-3.58 (-8.50)	-2.83 (-18.94)
MDR	5.48 (2.10)					
MLDR		1.42 (8.70)				

MRR			-4.07 (-4.66)			
MRRC				1.87 (2.49)		
GDP					0.27 (2.01)	
GDPC						-0.30 (-3.33)

Рис. 6. Однофакторные регрессии, объясняющие изменение величины потерь сделок мезонинного финансирования, за период с 1986 по 2015 г.

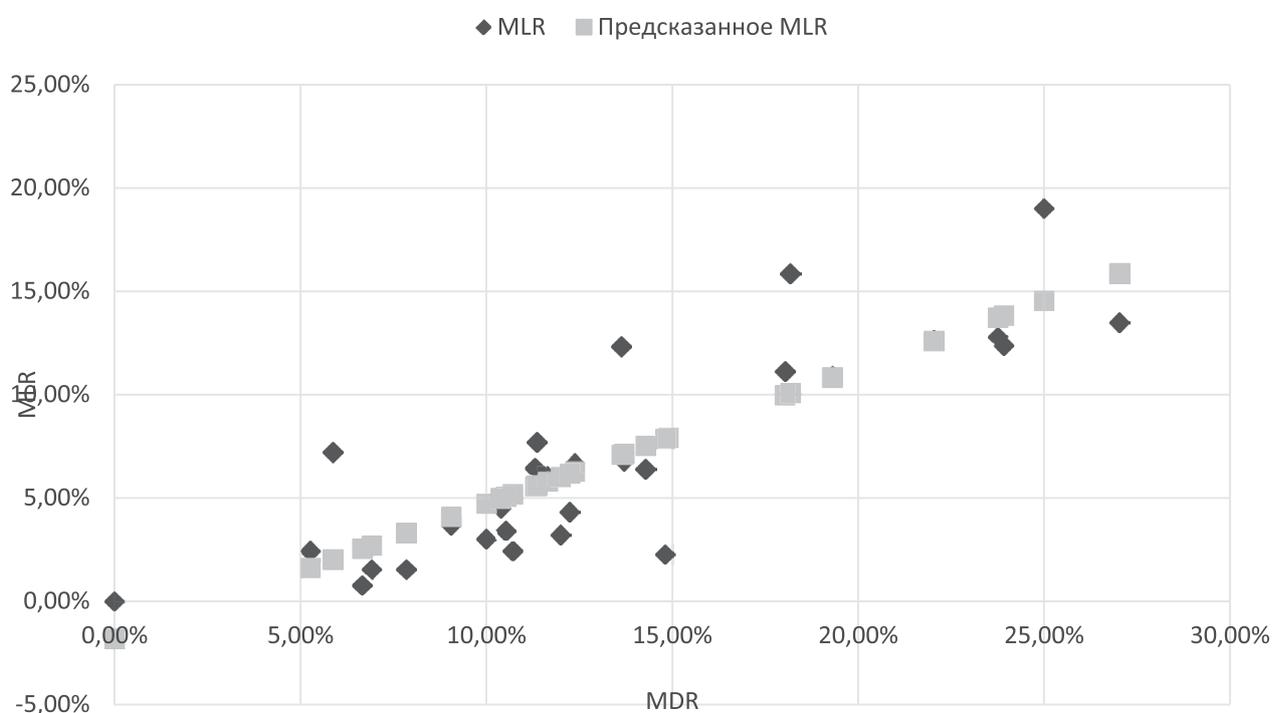


Рис. 7. Зависимость величины потерь и дефолта сделок мезонинного финансирования

восстановления сделок мезонинного финансирования.

Спрос на мезонинное финансирование, как правило, возрастает в кризисные годы. Проверим гипотезу на практике.

Рисунок 10 показывает результаты регрессий, построенных для переменных: ежегодное число сделок мезонинного финансирования (NMD) и ежегодный объем мезонинного финансирования в млрд долл. США (MIV). Логарифм величины списаний по сделкам мезонинного финансирования объясняет около 63% изменений числа сделок мезонинного финансирования (регрессия 5). Интересно отметить, что

величина списаний по сделкам мезонинного финансирования имеет положительный коэффициент и в модели NMD и MIV, в то время как логарифм данной величины – отрицательный коэффициент. Кроме того, рис. 10 показывает, что снижение TVPI- и DPI-сделок акционерного финансирования приводит к некоторому увеличению объема мезонинного финансирования (регрессии 13 и 14), несмотря на то что DPI для сделок мезонинного финансирования тоже уменьшается.

Предположив, что изменение доходности на фондовом рынке может также повлиять на количество и объем мезонинного финансирования,

Univariate regressions 1986–2015
Variables explaining annual recovery rates of mezzanine financing deals
Coefficients and t-ratios (in parentheses)

Regressions #	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
R-squared	0.15	0.17	0.35	0.25	0.20	0.18	0.33	0.38	0.15	0.21
Adj. R-squared	0.12	0.14	0.33	0.23	0.17	0.16	0.30	0.36	0.12	0.18
Dependent variable										
MLRR	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Explanatory variable										
Constant	-0.59 (-5.90)	-0.54 (-4.89)	-1.08 (-11.41)	-1.18 (-8.19)	-0.53 (-4.96)	-0.57 (-6.09)	-0.11 (-0.56)	-0.40 (-4.05)	-0.56 (-5.00)	-0.61 (-7.43)
MLR	-2.59 (-2.21)									
ELR		-0.90 (-2.42)								
ERR			0.79 (3.92)							
MSCI				0.0004 (3.09)						
LIBOR					-0.05 (-2.64)					
FFR						-0.05 (-2.52)				
TVPI _m							-0.37 (-3.69)			
DPI _m								-0.28 (-4.13)		
TVPI _e									-0.08 (-2.20)	
DPI _e										-0.08 (-2.70)

Univariate regressions 1986–2015
Variables explaining annual recovery rates of mezzanine financing deals (cont.)

Regressions #	(11)	(12)
R-squared	0.20	0.44
Adj. R-squared	0.18	0.42
Dependent variable		
MRR	x	x
Explanatory variable		
Constant	0.21 (2.25)	0.16 (2.28)
MLDR	-0.12 (-2.68)	
MLLR		-0.11 (-4.66)

Рис. 8. Однофакторные регрессии, объясняющие изменение уровня восстановления по сделкам мезонинного финансирования, за период с 1986 по 2015 г.

Regressions #	(11)	(12)	(13)	(14)
R-squared	0.12	0.14	0.21	0.21
Adj. R-squared	0.09	0.11	0.18	0.18
Dependent variable				
MIV	x	x	X	X
Explanatory variable				
Constant	0.01 (0.50)	0.05 (4.74)	0.06 (5.49)	0.05 (6.22)
GDP	0.01 (1.99)			
DPI _m		-0.02 (-2.10)		
TVPI _e			-0.01 (-2.69)	
DPI _e				-0.01 (-2.72)

Рис. 10. Результаты однофакторных регрессий, объясняющих изменение числа и объема сделок с мезонинного финансирования, в период с 1986 по 2015 г.

мы исследуем влияние индексов на NMD и MIV. Регрессия 10 показывает связь между годовым объемом мезонинного финансирования и доходностью индекса MSCI. Стоит обратить внимание на показатель R-квадрат, равный 2%, и достаточно высокое значение коэффициента t, несмотря на несоответствующий знак. Прочие результаты однофакторных моделей показывают правильный знак для каждого коэффициента. Макроэкономические переменные, к удивлению, не объясняют изменений ни величины потерь, ни дефолта, ни восстановления сделок мезонинного финансирования.

МНОГОФАКТОРНЫЕ МОДЕЛИ

Рассмотрим многофакторные модели для объяснения изменений величин потерь, дефолта и восстановления сделок мезонинного финансирования.

Разобьем сделки на два периода – с 1986 по 2015 г. и с 2000 по 2015 г. – в связи с тем, что по многим индексам гибридных ценных бумаг доступны данные только начиная с 1999 г. Наиболее успешными структурами моделей после решения задачи мультиколлинеарности, тестов Рамсея и Уайта на гомоскедастичность остатков за первый период 1986–2015 гг. являются:

$$1) MDR = f(MLR, MLRC, MRRsq, MWR, IRRm \text{ or/and } MIV, ELR, LIBOR);$$

$$MLDR = f(MLR, MLLR, MRR);$$

$$2) MLR = f(MDR, MLDR, MRRC, MWR, ELR, ERR);$$

$$MLLR = f(MDR, MLDR, MRR);$$

$$3) MRR = f(MLLR);$$

$$MLRR = f(MLR, DPI_m);$$

$$4) NMD = f(MLWR, END, MIV);$$

$$5) MIV = f(MDR, DPI_m, NMD, END, DPI_e, MSCI).$$

Результаты данных регрессий представлены на рис. 11. Мы показываем константы и коэффициенты t только для значимых переменных на уровне 5% или менее.

Общая точность подгонки моделей варьируется от 44% для коэффициента восстановления (регрессия б) до 92% (регрессия 2) для показателя дефолта по сделкам мезонинного финансирования и 98% для изменения ежегодного объема мезонинного финансирования (регрессия 9). Лучшей моделью с самым высоким уровнем «объяснения» и низким уровнем ошибки является модель регрессии 2, где четыре объясняющие переменные имеют ожидаемый знак (отрицательный коэффициент для IRR_m и положительные коэффициенты для MLR, MWR и MLRC), а также новая введенная переменная MRRsq (MRRsq = MRR * MRR) имеет положительный знак. На рис. 11 показаны только коэффициенты значимых переменных на уровне 5 или 1%.

Коэффициент потерь сделок мезонинного финансирования чрезвычайно важен (при уровне значимости менее 1%), так как показывает, что изменение величины потерь сделок мезонинного финансирования является весьма значимым объясняющим фактором изменения уровня дефолта и

Multivariate regressions 1986–2015
Variables explaining annual default, loss and recovery rates of mezzanine financing deals
Coefficients and t-ratios (in parentheses)

Regressions #	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
R-squared	0.89	0.92	0.79	0.85	0.85	0.44	0.47	0.97	0.98
Adj. R-squared	0.85	0.90	0.77	0.82	0.83	0.42	0.43	0.96	0.97
Dependent variable									
MDR	x	x							
MLDR			x						
MLR				x					
MLLR					x				
MRR						x			
MLRR							x		
NMD								x	
MIV									x
Explanatory variable									
Constant	0.65 (1.98)	0.62 (3.01)	-0.26 (-1.00)	0.82 (2.20)	-0.04 (-0.11)	0.16 (2.28)	-0.29 (-2.66)	0.002 (2.10)	-0.023 (-2.36)
MDR	–	–	–	0.57 (7.72)	2.79 (2.07)	–	–	–	0.04 (2.45)
MLDR	–	–	–	0.015 (1.73)	0.98 (5.84)	–	–	–	–
MLR	1.04 (4.51)	1.18 (8.41)	-3.05 (-2.20)	–	–	–	-2.03 (-2.13)	–	–
MLLR	-0.01 (-1.57)	–	0.73 (7.71)	–	–	-0.11 (-4.66)	–	–	–
MLRC	0.17 (1.25)	0.27 (3.00)	–	–	–	–	–	–	–
MRR	–	–	1.13 (2.38)	–	-2.60 (-4.56)	–	–	–	–
MRRsq	–	0.11 (3.33)	–	–	–	–	–	–	–
MRRC	–	–	–	0.052 (2.77)	–	–	–	–	–
MWR	1.76 (2.80)	1.04 (2.72)	–	–	–	–	–	–	–
MLWR	–	–	–	–	–	–	–	-0.002 (-2.37)	–
IRRm	-0.20 (-2.86)	-0.19 (-3.47)	–	–	–	–	–	–	–
DPI _m	–	–	–	–	–	–	-0.26 (-4.03)	–	0.008 (2.41)
MIV	-0.09 (-0.38)	–	–	–	–	–	–	0.64 (15.62)	–
NMD	–	–	–	–	–	–	–	–	1.17 (17.90)
END								0.17 (4.24)	-0.22 (-4.86)

ELR	-0.02 (-0.61)	-	-	-0.09 (-1.83)	-	-	-	-	-
ERR	-	-	-	-0.086 (-2.78)	-	-	-	-	-
DPIe	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.003 (-3.55)
MSCI	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00002 (2.39)
FFR	-	-	-	-	-	-	-	-	-
LIBOR	0.001 (0.47)	-	-	-	-	-	-	-	-

Рис. 11. Многофакторные регрессии, объясняющие изменение уровня потерь, дефолта и восстановления сделок мезонинного финансирования, в периоде с 1986 по 2015 г.

восстановления сделок мезонинного финансирования. Действительно, переменные MLR, MLLR и MLRC объясняют до 73% изменений уровня дефолта и половину изменений показателей MRR и MLRR. Кроме того, важное значение имеет величина потерь и восстановления сделок акционерного финансирования, которая влияет как на уровень дефолта, так и на величину потерь сделок мезонинного финансирования.

Интересно заметить, что коэффициент восстановления сделок акционерного финансирования объясняет до 35% изменения логарифма показателя восстановления (MLRR) сделок мезонинного финансирования. Годовой объем мезонинного финансирования отрицательно коррелирует с DPIe сделок акционерного финансирования (регрессия 9), что еще раз подтверждает гипотезу об увеличении объема мезонинного финансирования в периоды экономического спада.

Несмотря на достаточно неплохую точность и объясняющую силу регрессий, описанных выше, мы оказались не очень успешны в своих попытках ввести несколько фундаментальных макроэкономических факторов. Так, мы оценили макроэкономические факторы, такие как ключевая ставка, изменение ВВП и пр., как в однофакторных, так и в многофакторных моделях, и несколько удивлены низкой значимостью этих переменных.

Для изучения взаимосвязи между частными и публичными инструментами мезонинного финансирования мы также проанализируем связь между коэффициентами потерь, дефолта, восстановления сделок мезонинного финансирования и фондовыми индексами, отражающими доходность инструментов мезонинного финансирования, а именно: Thomson Reuters Convertible Index (TRCI), Merrill Lynch Preferred Stock (MLP), Merrill Lynch Sub-Debt Upper Tier 2 Index (MLSD) и Merrill Lynch Sub-Debt Lower Tier 2

Index (MLSDL). Так как информация по данным индексам доступна в Thomson Reuters Eikon только с 1999 г., то рассмотрим период 2000–2015 гг.

Базовая структура регрессии для проверки корреляции доходности индексов и показателей частных сделок мезонинного финансирования за период 2000–2015 гг. выглядит следующим образом:

$$(MLDR, MLLR, MRR, MIV, orNMD) = f(TRCI, TRCIc, MLP, MLPc, MLSD, MLSDc, MLSDL, MLSDLc)$$

Результаты регрессий представлены на рис. 12. После решения задач мультиколлинеарности, теста Рамсея и Уайта на гомоскедастичность остатков мы приводим только константы и коэффициенты *t* для значимых переменных на уровне 5 и 1%.

Общая точность моделей варьируется от 24% (регрессия 3) до 50% (регрессия 4). Коэффициенты для MLSDc и MLSDL имеют предсказанный (отрицательный) знак, в то время как TRCI, MLPc и MLSDLc имеют контринтуитивный (положительный) знак. Следовательно, с увеличением доходности Thomson Reuters Convertible Index, увеличением изменений доходности Merrill Lynch Preferred Stock и Merrill Lynch Sub-Debt Lower Tier 2 Index показатели потерь, дефолта сделок мезонинного финансирования увеличиваются, в то время как показатель восстановления уменьшается. С увеличением доходности Merrill Lynch Sub-Debt Lower Tier 2 Index и увеличением изменений доходности Merrill Lynch Sub-Debt Upper Tier 2 Index показатели потерь и дефолта сделок мезонинного финансирования уменьшаются, в то время как показатель восстановления сделок мезонинного финансирования увеличивается. Для показателей дефолта и потерь сделок мезонинного

Multivariate regressions 2000–2015
Variables explaining annual default, loss and recovery rates of mezzanine financing deals
Coefficients and t-ratios (in parentheses)

Regressions #	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
R-squared	0.52	0.53	0.49	0.63	0.51	0.47
Adj. R-squared	0.28	0.29	0.24	0.50	0.27	0.27
Dependent variable						
MLDR	x	x				
MLLR			x			
MRR				x		
NMD					x	
MIV						x
Explanatory variable						
Constant	-4.94 (-4.22)	-5.76 (-4.84)	-8.36 (-4.23)	0.85 (5.81)	0.15 2.19	0.25 (3.42)
TRCI	0.01 (0.82)	0.03 (2.42)	0.06 (2.42)	–	-0.0004 (-0.43)	-0.003 (-2.41)
TRCIc	–	–	–	–	0.001 (0.86)	0.003 (2.61)
MLP	–	–	–	–	–	–
MLPc	0.005 (0.80)	0.004 (0.78)	0.014 (1.50)	-0.004 (-3.09)	–	–
MLSD	0.007 (0.76)	–	–	-0.002 (-1.93)	–	0.001 (1.61)
MLSDc	-0.02 (-1.37)	-0.02 (-1.35)	-0.02 (-0.82)	0.006 (1.72)	0.0002 (0.17)	-0.002 (-1.95)
MLSDL	–	-0.005 (-0.87)	-0.013 (-1.39)	–	-0.0003 (-0.89)	–
MLSDLc	0.006 (0.34)	0.008 (0.50)	0.01 (0.40)	-0.006 (-1.62)	-0.0004 (-0.53)	–

Рис. 12. Результаты многофакторных регрессий, объясняющие изменение уровня потерь, дефолта и восстановления сделок мезонинного финансирования, в период с 2000 по 2015 г.

финансирования наиболее высокие значения коэффициента t характерны для изменений доходности Merrill Lynch Sub-Debt Upper Tier 2 Index. Таким образом, мы можем сделать вывод о том, что MLSDc является наилучшим индикатором для изменений показателей дефолта и по-

терь сделок мезонинного финансирования в сравнении с другими индексами. Для величины восстановления сделок мезонинного финансирования самый высокий коэффициент t характерен для Thomson Reuters Convertible Index, который, как мы предполагаем, является лучшим

индикатором изменений величины восстановления сделок мезонинного финансирования среди изучаемых индексов.

В целом набор переменных не является достаточно оптимальным, но все же мы довольны

тем, что он может быть использован в той или иной мере для объяснения и прогнозирования изменений вероятности дефолта, потерь и восстановления сделок мезонинного финансирования.

Литература:

1. Лурье, В. Мезонинное финансирование: международный опыт и российская практика / В. Лурье, Е. Мелихов // Слияния и поглощения. 2013. № 4. С. 30–35.
2. Silbernagel, C. Mezzanine Finance / C. Silbernagel, D. Vaitkunas. 2008. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/Mezzanine_Finance_Explained.pdf.
3. Altman, Edward I. The performance of defaulted bonds and bank loans: 1987–2000 / Edward I. Altman, K. Cyrus // NYU Salomon Center Working Paper Series. 2001. Jan.
4. Carey, M. Systematic risk in recoveries on defaulted debt / M. Carey, M. Gordy. Toronto : Financial Management Association Meetings, 2001. 20 Oct.
5. Frye, J. Collateral damage / J. Frye // Risk. 2000. Apr. P. 91–94.
6. Ермолаев, Е. А. Содержание понятия «финансовый кризис» и типы его проявления / Е. А. Ермолаев, Ю. С. Завьялов // Финансовый бизнес. 2016. № 3.
7. Жуковский, В. И. Риски и исходы в многокритериальной задаче при неопределенности / В. И. Жуковский, М. М. Кириченко // Управление риском. 2016. № 2.
8. Подшивалов, Г. К. Модель нелинейной задачи оптимального программирования и управления с учетом дестабилизирующих факторов риска, хозяйственных помех и хаоса / Г. К. Подшивалов // Управление риском. 2010. № 4.
9. Amon, Nadine Assunta. The influence of the financial crisis on mezzanine financing of European medium-sized businesses – an empirical study / N. Assunta Amon, G. Dorfleitner // Journal of Small Business & Entrepreneurship. 2013. Vol. 26, Iss. 2. P. 169–181. URL: <http://dx.doi.org/10.1080/08276331.2013.771859>.
10. Arnold, A. Short-Term and Medium-Term Financing / A. Arnold // The Mezzanine Loan. Real Estate Investor's Deskbook. 3rd ed. § 5:47. Valhalla, N. Y. : Warren, Gorham & Lamont, 2011.
11. Bridging the Gap: Mezzanine Capital for Corporate. URL: <http://investmezzanin.at/php/index.php?cap=508&lang=en&rel=1>.
12. Frye, J. Collateral damage detected / J. Frye // Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper, Emerging Issues Series. 2000. 1–14 Oct.
13. Frye, J. Depressing recoveries / J. Frye // Risk. 2000. Nov.
14. Henry, D. Opportunities, Trends and Issues in Mezzanine Finance / D. Henry. URL: https://events.cobioscience.com/docs/David_Henry.
15. Nijs, L. Mezzanine financing tools, application and total performance / Luc Nijs. L. : Wiley Finance Series, United Kingdom, 2013.

Статья поступила в редакцию 11.10.2016

Развитие системы принципов регулирования финансовых институтов на финансовом рынке

Евлахова Юлия Сергеевна,
кандидат экономических наук, доцент
кафедры финансового мониторинга и фи-
нансовых рынков, Ростовский государ-
ственный экономический университет
(РИНХ)

Evlakhova Yulia S.,
Candidate of Economic Sciences,
Associate Professor at the Department of
Financial Monitoring and Financial Markets,
Rostov State University of Economics (RIHN)
evlakhova@yandex.ru

The development of principles system of financial institutions regulation in the financial market

Статья посвящена методологическим основам регулирования финансовых институтов на финансовом рынке. Существующие принципы регулирования финансовых институтов дополнены и расширены за счет учета сетевого контура регулирования, а также связей с макроэкономическим регулированием и глобальным регулированием финансовых рынков.

Ключевые слова: *финансовые институты; финансовый рынок; регулирование; принципы; сеть; система.*

Article is devoted to methodological bases of financial institutions regulation in the financial market. The existing principles of financial institutions regulation are added and expanded for the account of a network contour of regulation, and also connections with macroeconomic regulation and global regulation of the financial markets.

Keywords: *financial institutions; financial market; regulation; principles; network; system.*

Российский финансовый рынок развивается в условиях новой экономической реальности, формирующейся в результате отсутствия постоянно возрастающего притока нефтегазовой ренты в экономику. Поиск внутренних источников финансирования экономики, равно как и активизация участия финансовых институтов в процессах распределения и перераспределения капитала являются приоритетными задачами регулирования российского финансового рынка.

Актуальность регулирования финансовых институтов на финансовом рынке обусловлена рядом причин.

Во-первых, финансовые институты, являющиеся нормами, правилами и механизмами к их типы поведения. Для формирования простран-

ства, в котором принуждению, формируют пространства, в котором осуществляются различные поощряется необходимое для экономического развития поведение участников финансового рынка, а не спекулятивное поведение, государство в лице своих органов регулирования должно создавать и развивать соответствующие финансовые институты.

Во-вторых, финансовые институты, являющиеся финансовыми организациями, выступают носителями рисков (от типичных финансовых рисков до системного риска), что одновременно облегчает и усложняет работу государственного органа регулирования: облегчает — поскольку понятно, на кого воздействовать с целью минимизации рисков; усложняет — поскольку

ку требуется учитывать синергетический эффект, возникающий в результате взаимодействия финансовых институтов между собой.

Эти новые вызовы и обуславливают актуальность исследования регулирования финансовых институтов на финансовом рынке.

В отношении методологических подходов к исследованию регулирования деятельности финансовых институтов и в целом финансового рынка систематизация и обобщение научных работ российских экономистов позволили определить следующие их направления:

- методологический подход к регулированию финансового рынка, опирающийся на принципы: обеспечения единства реализации целей регулирования, модернизации конкретных задач регулирования, учета фундаментальных свойств неустойчивого равновесия финансовых рынков, применения специфических инструментов регулирования [1];

- методология регулирования мирового финансового рынка как составной части глобальной экономики, включающая систему целевых показателей, принципы, методы и инструменты, обеспечивающие комплексное, целенаправленное эффективное воздействие на рыночные процессы [2];

- методологический подход к исследованию системы регулирования рынка ценных бумаг, включающий авторское определение системы регулирования рынка ценных бумаг, элементы и связи, образующие структуру системы регулирования с позиций системного подхода, авторский перечень функций государственного регулирования рынка ценных бумаг [3];

- методологический подход к исследованию денежно-кредитного регулирования, базирующийся на доказательстве наличия тесной связи темпов экономического развития и денежного предложения экономике при условии взаимодействия денежно-кредитной политики государства с его бюджетной политикой [4].

В рамках данной статьи предпринята попытка развития методологических подходов к исследованию регулирования финансового рынка и его финансовых институтов за счет расширения и дополнения системы принципов их регулирования.

Принципы регулирования финансового рынка выступают каркасом его системы, а также тем фильтром, по которому отбираются методы и инструменты регулирования.

Анализ научных работ российских исследователей позволил нам определить несколько явно выделяемых принципов регулирования финансового рынка. Прежде всего, во многих работах выделяются принципы организации регули-

рования финансового рынка, которые учитывают функциональное или организационное разнообразие финансовых институтов на финансовом рынке и позволяют установить определенный порядок их регулирования. В некоторых работах (например, Р. Р. Ахметов [1]), сформулирован оригинальный набор принципов регулирования финансового рынка. В Стратегии развития финансового рынка России, представленной Центральным банком РФ, определены следующие принципы регулирования: «стимулирование развития разных сегментов финансового рынка как единого организма, обеспечение к ним доверия участников и его устойчивости» [5].

Поскольку финансовые институты являются частью финансового рынка, то принципы их регулирования во многом совпадают с принципами регулирования финансового рынка.

Для того чтобы принципы смогли выполнять свою стержневую роль в регулировании финансового рынка с учетом непрерывного процесса развития последнего, необходимы их системное обобщение и развитие. В этой связи нами предложена система принципов регулирования финансовых институтов, состоящая из трех групп принципов (табл. 1).

Первая группа – организационные принципы, которые включают: а) принцип построения регулирования финансовых институтов в зависимости от типа финансового института; б) принцип построения регулирования финансовых институтов в зависимости от вида деятельности, выполняемой финансовыми институтами. К числу этих достаточно известных принципов мы добавили принцип, сформулированный нами в результате исследования регулирования финансовых институтов через призму сетевого подхода, а именно: принцип построения регулирования финансовых институтов, объединенных в сеть, означающий необходимость определения характеристик сети и формирования сетевого контура для регулирования финансовых институтов.

Вторая группа – принципы развития регулирования, к которым нами отнесены: а) принцип стимулирования развития разных сегментов рынка; б) принцип обеспечения устойчивости финансовых институтов финансового рынка. К этой же группе мы добавили новый принцип, сформулированный нами исходя из влияния структуры финансового рынка на его регулирование, – принцип равенства условий регулирования финансовых институтов разного типа, работающих на одном сегменте финансового рынка, позволяющий учесть структуру финансового рынка в процессе его регулирования. Финансовые институты разных типов могут ра-

Таблица 1

Система принципов регулирования финансовых институтов

Принцип	Существующие в теории и практике	Предложенные в диссертации в дополнение к существующим
Организационные принципы	Принцип построения регулирования в зависимости от типа финансового института [6, 7]; принцип построения регулирования в зависимости от вида деятельности, выполняемой финансовыми институтами [6, 7]	Принцип построения регулирования финансовых институтов, объединенных в сеть
Принципы развития регулирования	Принцип стимулирования развития разных сегментов рынка [5]; принцип обеспечения устойчивости финансовых институтов финансового рынка [1]	Принцип равенства условий регулирования финансовых институтов разного типа, работающих на одном сегменте финансового рынка
Принципы, связывающие регулирование финансовых институтов с системами регулирования более высокого порядка		Принцип направленности на эффективную реализацию функций финансовых институтов в экономике; принцип соответствия целей регулирования, реализуемых национальным регулятором, целям регулирования, установленным международными финансовыми организациями

Источник: составлено автором.

ботать на одном и том же сегменте рынка, следовательно, установление к ним регулятивных требований, не учитывающих данное обстоятельство, может приводить к ситуации регулятивного арбитража, когда прибыль извлекается благодаря разнице в регулировании. Следовательно, задачей регулирования финансовых институтов является согласование мер регулирования разных финансовых институтов, работающих на одном сегменте финансового рынка в одном и том же качестве, т. е. в определенной степени выравнивание условий регулирования.

Третья группа – принципы, связывающие регулирование финансовых институтов с системами регулирования более высокого порядка – национальной системой макроэкономического регулирования и глобальной системой регулирования финансовых рынков.

Принцип направленности на эффективную реализацию функций финансовых институтов в экономике означает не только регулирование финансовых институтов с макроэкономическим регулированием, но и более широко связывает финансовые институты и экономику в целом. Являясь частью финансового рынка, финансовые институты принимают активное участие в реализации его функций в экономике, осуществляя, прежде всего, оптимизацию транзакционных издержек, распределение ресурсов в экономике, хеджирование рисков.

Уровень транзакционных издержек на финансовом рынке влияет:

- на объемы финансирования экономики (в частности, высокие транзакционные издержки институтов, работающих на кредитном рынке, негативно воздействуют на объем ссудного финансирования экономики [9]);
- стабильность финансового рынка (высокие издержки усиливают разрыв между рыночными ценами и их фундаментальными факторами до такой степени, что рынок становится уязвимым к кризисным явлениям [10]);
- уровень эффективности деятельности финансового института.

Финансовые институты, с одной стороны, сами участвуют в процессе оптимизации транзакционных издержек (например, за счет создания финансовых инструментов, новых технологий торговли), а с другой стороны, являются бенефициарами, получая выгоды от снижения издержек деловых операций участников рынка за счет создания ликвидных организованных рынков, создания и развития специальных правовых норм деятельности, создания соответствующей инфраструктуры финансового рынка.

В связи с этим регулирование финансовых институтов призвано стимулировать их к созданию новых и развитию существующих механизмов оптимизации транзакционных издержек.

Выполнение функции распределения ресурсов в экономике посредством финансовых институтов реализуется через их посредническую деятельность, позволяющую перераспределять права собственности и финансовые ресурсы, трансформировать временно свободные ресурсы в долгосрочные инвестиции. Исследования в экономической литературе, посвященные данной функции финансовых институтов, затрагивают два аспекта: во-первых, источники временно свободных ресурсов, трансформируемых финансовыми институтами, и направления их использования [11]; во-вторых, эффективность такой трансформации, т. е. эффективность деятельности финансовых институтов [12, 13].

Как финансовые институты осуществляют хеджирование риска в экономике? Финансовые институты специализируются на управлении рисками. Они, с одной стороны, готовы к акцепту рискованных ссуд от заемщиков, а с другой стороны, выпускают низкорисковые ценные бумаги для своих инвесторов, что позволяет им осуществлять рискованный арбитраж по всем финансовым рынкам, а также продавать свои услуги по риск-менеджменту.

Анализ инноваций в хеджировании риска финансовыми институтами, возникших в период 1970–2010 гг.¹, показал, что такие инновации оказали существенное влияние на сами финансовые институты по ряду направлений:

1) расширение спектра инструментов хеджирования в зависимости от видов риска и потребностей страхователей риска;

2) создание возможности для появления новых видов финансовых институтов, например хедж-фонды, маркет-мейкеры на рынке деривативов и другие;

3) рост спекулятивных операций финансовых институтов. Так, в работе китайских ученых на примере анализа фьючерсных позиций коммерческих хеджеров по ряду товаров доказано, что хеджирование превращается в форму спекуляции [14];

4) возникновение новых каналов передачи риска (например, кризис субстандартной ипотеки в США в 2007 г. через использование коллатеризованных ценных бумаг европейскими финансовыми институтами привел к расширению масштабов американского кризиса до глобального);

5) увеличение системного риска на финансовом рынке. В целом выполнение финансовыми институтами функций хеджирования в современных условиях имеет оборотную сторону —

рост системного риска на финансовом рынке, что меняет приоритеты регулирования финансовых институтов в контексте макроэкономических целей.

Завершает группу принципов, связывающих регулирование финансовых институтов с системами регулирования более высокого порядка, принцип соответствия целей регулирования финансового рынка и его финансовых институтов, реализуемых национальным регулятором, целям регулирования, сформулированным международными финансовыми организациями. Данный принцип связывает регулирование финансовых институтов на национальном уровне с глобальной системой регулирования финансовых рынков.

Одной из компонент глобальной системы регулирования финансовых рынков являются международные организации и формируемые ими стандарты, устанавливающие цели регулирования финансовых институтов (табл. 2).

Современная практика регулирования национальных финансовых рынков такова, что «нет альтернативы реформам финансового регулирования в соответствии с международными стандартами» [20, с. 5]. Соответственно, цели регулирования финансовых институтов на национальном финансовом рынке должны соответствовать целям регулирования, обобщенным и сформулированным международными организациями. Почему? Международные организации формируют стандарты деятельности финансовых институтов, которые с течением времени приобретают характер формальных институтов, а значит, за их несоблюдение установлены санкции. Процессы формирования глобального финансового рынка требуют от регуляторов приложения усилий по повышению конкурентоспособности национальных рынков на мировой арене, а значит, адаптации общих правил игры, частью которых являются цели регулирования, сформулированные международными организациями. Угроза санкций и стремление к повышению конкурентоспособности национального финансового рынка обуславливают необходимость соответствия целей регулирования, реализуемых национальным регулятором, целям регулирования, сформулированным международными финансовыми организациями.

Таким образом, в статье расширена и дополнена система принципов регулирования финансовых институтов, в отличие от существующих, включающая новые принципы регулирования, а именно: группа принципов развития регулирования; группа принципов, связывающих регулирование финансовых институтов с системами регулирования более высокого порядка; группа

¹ В качестве эмпирической базы было использовано исследование: Buehler K., Freeman A., Hulme R. The risk revolution. McKinsey Working Papers on Risk. November 2008. URL: mckinsey.com/client_service/risk/...media/...ashx.

Таблица 2

Систематизация целей регулирования финансовых институтов, установленных международными организациями

Документы международных организаций, в которых сформулированы цели регулирования финансовых институтов	Установленные цели регулирования финансовых институтов
«Ключевые принципы эффективного банковского надзора» (Базельский комитет по банковскому надзору)	1. Обеспечение безопасности и устойчивости банков и банковских систем. 2. Снижение вероятности банкротства банка и его воздействия на остальных участников, в том числе таким образом, чтобы, когда банкротство происходит, оно проходило организованным способом (п. 16 Core Principles)
«Принципы надзора в сфере страхования» (Международная ассоциация органов страхового надзора)	1. Поддержание справедливого, безопасного и стабильного страхового сектора в целях получения выгоды и защиты интересов держателей страховых полисов, бенефициаров, так же как внесение вклада в стабильность финансовой системы. 2. Воздействие на риски страховых компаний: бизнес-риски, технические риски (относятся к актуарным или статистическим расчетам, используемым для оценки обязательств страховой компании), рыночные, кредитные, риски ликвидности, операционные риски. 3. Мониторинг возрастающего присутствия на рынке страховых групп и финансовых конгломератов, а также финансовой конвергенции; мониторинг связанных с этим рисков и воздействие на них (п. А Core Principles)
«Цели и принципы регулирования рынка ценных бумаг» (Международная организация комиссий по ценным бумагам)	1. Защита инвесторов (в том числе потребителей финансовых услуг). 2. Гарантирование справедливых, эффективных и транспарентных рынков. 3. Снижение системного риска
«Ключевые принципы для системно значимых платежных систем» (Комитет по платежным и расчетным системам G-10)	1. Безопасность и эффективность системно значимых платежных систем. 2. Предупреждение преступлений. 3. Обеспечение равных условий конкуренции. 4. Защита потребителей
«Международные стандарты по противодействию отмыванию денег, финансированию терроризма и финансированию распространения оружия массового уничтожения» (ФАТФ)	1. Преследовать отмывание денег, финансирование терроризма и финансирование распространения оружия массового уничтожения. 2. Определение рисков отмывания денег и финансирования терроризма и системное воздействие на них. 3. Укрепление прозрачности и доступности информации о бенефициарной собственности юридических лиц и образований

Источник: систематизировано автором по [15–19].

организационных принципов. Это позволяет развить методологические подходы к регулированию финансовых институтов на финансовом рынке и формирует основу для идентификации

комплекса целей регулирования финансовых институтов, которые могут иметь универсальный характер для любого национального финансового рынка.

Литература:

1. Ахметов, Р. Р. Теория и методология обеспечения устойчивости финансового рынка : автореферат дис. ... д-ра экон. наук / Р. Р. Ахметов. Казань, 2011.
2. Гришина, О. А. Парадигма регулирования мирового финансового рынка в условиях глобализации : автореферат дис. ... д-ра экон. наук / О. А. Гришина. М., 2010.

3. Звягинцева, Н. А. Развитие системы регулирования рынка ценных бумаг Российской Федерации как механизма привлечения инвестиций : автореферат дис. ... д-ра экон. наук / Н. А. Звягинцева. СПб., 2015.
4. Кроливецкая, В. Э. Деньги и денежное предложение в условиях формирования новой модели развития российской экономики : автореферат дис. ... д-ра экон. наук / В. Э. Кроливецкая. СПб., 2013.
5. Основные направления развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов.
6. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты : учеб. пособие / под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкой. СПб. : Питер, 2013.
7. Финансово-кредитные институты и финансовые рынки. Ч. 1 : учебник / под ред. И. Г. Горловской. Омск : Изд-во Омского гос. ун-та, 2015.
8. Евлахова, Ю. С. Теория и методология регулирования финансового рынка : монография / Ю. С. Евлахова. Ростов н/Д : Изд-во РГЭУ (РИНХ), 2012.
9. Rubin, P. Managing Business Transactions: Controlling the Costs of Coordinating, Communicating, and Decision making / P. Rubin. Free Press. 1990.
10. Lim, J. J. Endogenous transactions costs and institutions in the 2007/08 financial crisis / J. J. Lim, T. Tan // Journal of Regulatory Economics. 2016. Vol. 49, issue 1. P. 56–85.
11. Шугаль, Н. Б. Оценки структуры использования финансовых ресурсов в российской экономике на макроуровне / Н. Б. Шугаль // Экономический журнал ВШЭ. 2011. № 1.
12. Mehra, R. Costly financial intermediation in neoclassical growth theory / R. Mehra, F. Piguillem, Ed. C. Prescott // WorkingPaper. 2008. Sept., № 14351. URL: <http://www.nber.org/papers/w14351>.
13. Thorsten, B. Efficiency in financial intermediation. Theory and empirical measurement. March 2006 / B. Thorsten // <http://www.tilburguniversity.edu/webwijs/files/center/beck/publications/new/financialintermediation.pdf>.
14. Cheng, I.-H. Why do hedgers trade so much? / I.-H. Cheng, W. Xiong // Nber Working Paper 19670. November 2013. URL: <http://nber.org/papers/w19670>.
15. Core Principles for Effective Banking Supervision. September 2012. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>.
16. Insurance Core Principles. Updated November 2015. URL: <http://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-core-principles>.
17. Objectives and Principles of Securities Regulation. June 2010. URL: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.
18. Ключевые принципы для системно значимых платежных систем. Отчет Рабочей группы по принципам и практическим аспектам платежных систем Комитета по платежным и расчетным системам. 2001. URL: cbr.ru/publ/?prtid=prs&code=70.
19. Рекомендации ФАТФ. Международные стандарты по противодействию отмыванию денег, финансированию терроризма и финансированию распространения оружия массового уничтожения / пер. с англ. М. : МУМЦФМ, 2012.
20. Саввина, О. В. Управление системными финансовыми рисками в условиях глобализации : автореферат дис. ... д-ра экон. наук / О. В. Саввина. М., 2016.
21. Злобин, Е. В. Наука и бизнес – направления взаимодействия (к итогам XVII международной конференции по страхованию в Южном федеральном университете, Ростов-на-Дону) / Е. В. Злобин, Р. Т. Юлдашев // Страховое дело. 2016. № 8.
22. Жуковский, В. И. Риски и исходы в многокритериальной задаче при неопределенности / В. И. Жуковский, М. М. Кириченко // Управление риском. 2016. № 2.
23. Миловидов, В. Д. «Большие данные» на финансовом рынке: наступление новой эры финансовых услуг? / В. Д. Миловидов // Страховое дело. 2016. № 10.
24. Юлдашев, Р. Т. Перспективы развития прорывных технологий VI технологического уклада / Р. Т. Юлдашев, А. И. Воинов // Финансовый бизнес. 2016. № 1.

Статья поступила в редакцию 19.07.2016

По страницам XVI тома сочинений И. В. Сталина

Through the pages of Volume XVI works of I. V. Stalin

Что это за 16-й том сочинений И.В. Сталина? Известно, что при жизни вождя успело выйти 13 томов собрания его сочинений, изданных по решению ЦК ВКП(б) в 1946—1951 годах. Издание было прекращено, хотя 14-й и 15-й тома уже набирались. После XX съезда КПСС 1956 года труды Сталина, его имя и дело фактически оказались под запретом.

Издание Собрания сочинений И.В. Сталина было возобновлено только в 1997 году по инициативе ученого-марксиста Ричарда Косолапова и группы его единомышленников, за что современные коммунисты и наши сторонники им благодарны и признательны. За эти годы они выпустили одиннадцать томов сталинских сочинений: 14-й том двумя изданиями, 15-й том сначала одной книгой, а затем новым изданием в трех частях. И, наконец, 16-й том (издание первое одной книгой, издание второе в двух частях), 17-й и 18-й тома.

При этом 16-й том в двух частях переиздан в 2011 году в большем, чем ранее, объеме, в том числе с новыми, ранее не опубликованными материалами. В их числе сталинские телеграммы, протокольные записи приемов иностранных делегаций, записки членам Политбюро и другие документы. В этом томе перед нами послевоенный Сталин — с сентября 1945 года по февраль 1953 года.

Зачем нужно знать послевоенного Сталина по первоисточникам, а не в изложении многочисленных его толкователей и фальсификаторов? Знать, не только коммунистам, но и всем честным людям, независимо от их политических взглядов и мировоззрения.

...В течение 2014 года я дважды принимал участие в собраниях, посвященных И.В. Сталину и проводимых под эгидой мордовской общественной организации «За правое дело Сталина». Каких только мнений здесь не довелось услышать! «Сталин — красный император», «Сталин — последний русский царь», «Сталин возродил в России империю», «Сталин был глубоко верующим человеком, православным христианином».

Мало кто возражал или хотя бы удосужился вспомнить, что Сталин был коммунистом-большевиком, советским патриотом и пролетарским интернационалистом. Удивляло и то, что дискутирующие почти не ссылались на самого Сталина, то есть, на первоисточники. Для доказательства религиозности Сталина, например, приводились наивные, хлипкие аргументы типа: «Он же духовную семинарию закончил. Он же разрешил деятельность православной церкви в 1943 году». И даже миф о том, что осенью 1941 года Сталин лично облетел Москву с иконой. Потому, дескать, немцы и не взяли столицу.

Но оставим в покое этих «фанатов». Свои взгляды они черпают, разумеется, из публикаций и передач общероссийского уровня.

Антикоммунисты, они же чаще всего прозападные либералы, вопреки фактам (см. каждую публикацию в 16-м томе!) утверждают, что Сталин не был марксистом-ленинцем. В лучшем случае они готовы признать его догматиком от марксизма. Искажению ими идей и дел Сталина удивляться не приходится — у них сверхзадача такая. Ненависть к Сталину порой лишает их не только остатков научного историзма, но и элементарного здравого смысла. Здесь действует своего рода эффект бумеранга: чем больше они чернят Сталина — тем выше авторитет вождя. Так что пусть продолжают в том же духе!

Но есть и другая тенденция: попытка «приватизировать» Сталина, оторвать его от коммунистического движения. Сторонниками «другого» Сталина объявляют себя некоторые националисты-державники, часть монархистов. Изрядно запутавшийся Александр Проханов и его газета «Завтра» вместе с Изборским клубом ратуют за «пятую империю», якобы ее создает президент В. Путин. А «четвертой империей», дескать, был сталинский СССР. Следовательно, И.В. Сталин — «красный император». Хотя известно даже по словарям, что император — наследственный монарх, потому никак неоправданно это понятие применять к Ленину и Сталину. Забегая вперед, скажу, что на страницах 16-го тома Собрания сочинений

И.В. Сталина не удалось обнаружить ни последнего русского царя, ни «красного императора». А ведь здесь опубликованы и документы, бывшие еще не так давно секретными.

Судя по этому изданию, все заботы послевоенного Сталина были направлены на укрепление и развитие социализма в нашей стране и на международной арене, предотвращение войны между СССР и США. Самое время обратиться к конкретному содержанию этого тома, то есть к самому Сталину.

Научный принцип историзма требует оценивать роль Сталина в сложный послевоенный период не только с высоты (или, наоборот, с учетом регресса) начала XXI века, но и конкретно-исторически. С позиций тех задач, которые выдвинула послевоенная эпоха перед СССР. Что это было за время?

1. В 1945 году, после Победы, почти вся европейская часть СССР лежала в руинах. Каток войны прошелся по ней дважды: от Бреста до Сталинграда и обратно. Это общеизвестная истина... для старших поколений нашего народа. Но далеко не азбучная для многих наших современников, особенно родившихся в конце XX века. Как и тот факт, что за кратчайшие сроки Советский Союз к началу 50-х годов восстановил разрушенное войной народное хозяйство, осуществил второй этап его индустриализации на базе научно-технической революции (см.: Курс отечественной истории IX – начала XXI веков под редакцией профессора Л.И. Ольштынского, стр. 482–487, ИТРК, Москва, 2012).

2. Рост экономического и военного могущества СССР позволил ему ликвидировать в кратчайшие сроки ядерную монополию США. 29 августа 1949 года была взорвана первая советская атомная бомба. Разработаны варианты термоядерного оружия, в том числе при жизни Сталина была подготовлена к испытанию водородная бомба. Вызвано было это и реальной угрозой ядерного нападения на СССР, и тем, что предложения СССР 1946 года о запрещении производства и применения атомного оружия не встретили поддержки западных держав. Тем не менее, в помещенных в комментируемом томе «Ответах на вопросы генерального европейского директора американского агентства «Интернэшнл Ньюс» господина Кингсбэри Смита», полученных 27 января 1949 года, И.В. Сталин заявляет о готовности рассмотреть вопрос об опубликовании совместной с правительством США декларации, подтверждающей, что ни то, ни другое правительство не намерены прибегнуть к войне друг против друга. Положительно отвечает он и на вопрос о готовности к постепенному разоружению. Но США отри-

цательно реагировали и на эти предложения. И таких документов в томе тоже немало. Они стали крайне актуальны после вмешательства США и Запада в события на Украине, новой холодной войны, которая фактически Западом не прекращалась никогда.

Они начисто опровергают современные байки российских либералов о том, что именно Сталин ответственен за послевоенную гонку вооружений. Некоторые из них (например, Н. Сванидзе) договариваются до того, что не надо было СССР создавать свою атомную и водородную бомбу, а нужно было отказаться от социализма, принять американский план Маршалла по оказанию финансовой помощи странам Европы, пострадавшим от гитлеровской агрессии. И жили бы, дескать, припеваючи, как в Западной Европе.

Со страниц тома И.В. Сталин предстает прагматичным и очень осторожным политиком на международной арене. В отличие от склонного к авантюрам Н.С. Хрущева, которого, тем не менее, нередко противопоставляют И.В. Сталину как борца за мир, как единственного продолжателя ленинской концепции мирного сосуществования социализма и капитализма.

В беседе с северокорейской делегацией во главе с Ким Ир Сенем Сталин говорит, что нужна осторожность в проникновении северокорейцев на юг. Столь же сдержанно Сталин вел себя на всем протяжении возникновения войны в Корее, да и в ходе ее. В телеграмме Мао Цзэду от 19 апреля 1949 года Сталин пишет, что Китаю во главе с коммунистами не следует отказываться от установления официальных отношений с некоторыми капиталистическими государствами, если эти государства официально откажутся от поддержки Чан Кайши. Не следует отказываться от иностранного займа и торговли с капиталистическими странами при определенных условиях, то есть при сохранении полной независимости и суверенитета.

Все эти и другие публикации говорят о том, что в условиях ядерной угрозы со стороны США Сталин тем не менее проводил политику мирного сосуществования с капиталистическими странами и тактично рекомендовал эту линию своим союзникам. Главным для вождя было в этот период – не допустить ядерной войны между СССР и США.

Ярче всего об этом свидетельствует небольшая по размерам, но глубокосодержательная речь И.В. Сталина на XIX съезде КПСС 14 октября 1952 года. Обращаясь к братским партиям и группам, он благодарит их за «поддержку нашей партии в ее борьбе за светлое будущее народов, в ее борьбе против войны, в ее борьбе за сохранение мира». И далее: «Когда товарищ Торез или това-

рищ Тольятти (лидеры французской и итальянской компартий. — *И.Д.*) заявляют, что их народы не будут воевать против народов Советского Союза, то это есть поддержка — прежде всего поддержка рабочих и крестьян Франции и Италии, борющихся за мир, а потом и поддержка миролюбивых стремлений Советского Союза... Что же касается Советского Союза, то его интересы неотделимы от дела мира во всем мире».

Как совместить эту позицию борьбы за мир с гонкой ядерных вооружений, с войной в Корее? Сегодня многие здравомыслящие историки пришли к однозначному выводу: создание Советским Союзом ракетно-ядерного противовеса американскому ядерному шантажу спасло человечество от ядерной катастрофы. Мир должен быть благодарен за это СССР и лично Сталину.

3. Нередко наши современники спрашивают себя или друг друга:

«Почему, несмотря на тяжелое послевоенное экономическое положение, огромные людские и материальные потери времен Великой Отечественной войны, настроение у советских людей было хорошее, оптимистическое? Не в пример нынешним временам?»

Ответ одновременно простой и сложный.

Простой ответ: потому что жизнь советских людей на глазах улучшалась, благосостояние росло. Общественно-политический подъем вызвала не только Великая Победа, но и систематическое снижение цен на товары первой необходимости. Люди не только верили, но и на себе ощущали: жизнь улучшается, жизнь будет улучшаться. За 6 лет, начиная с 1947 года, цены снижались 13 раз. С 1946 года хлеб подешевел втрое, а мясо — в 2,5 раза.

Ответ более сложный. На оптимизм, на уверенность в завтрашнем дне работала вся идейно-духовная сфера. Она не сводится, как утверждают ныне, к гигантской пропагандистской машине Коммунистической партии. Это и искусство, включая кино, литературу. Значение таких фильмов, как «Кубанские казаки», не сводится к лакированной пропаганде. Оно имеет прямое отношение к самочувствию народа. Не в пример нынешним временам, когда стреляют на Кавказе, стреля-

ют на экране, а теперь стреляют и рядом с Кремлем. Стреляют ежедневно. И чем только не запугивают обывателя — вплоть до конца света!

Интегрирующим показателем самочувствия народа является демография, то есть рост или уменьшение народонаселения. Статистика утверждает, что естественный прирост населения России в 1913 году (самом благоприятном для царской России!) был ниже, чем в СССР в 1950–1960 годах.

Широко распространено мнение, что заботу о росте благосостояния советского народа в послевоенное время власть начала проявлять только после смерти Сталина. Эти инициативы целиком приписывают то Маленкову (улучшение материального и социального положения колхозников), то Хрущеву (создание современной системы пенсионного обеспечения, массовое жилищное строительство). Но так ли это? Взять строительство жилья. В томе опубликованы «Замечания при обсуждении вопроса о генеральном плане реконструкции Москвы на заседании Политбюро ЦК ВКП(б) 17 июня 1949 года». Здесь Сталин остро ставит вопрос об ускорении жилищного строительства и о его удешевлении: «Очень много предлагается строить пустых зданий... А у нас сейчас большой кризис с жилой площадью. Мы по предыдущему плану отстали в жилищном строительстве... Нам надо напереть на жилищное строительство, на строительство школ и больниц. Надо больше строить жилых домов, чтобы расшить жилищный кризис, он еще не изжит, он даже стал острее». Судя по всему, эти и другие вопросы повышения народного благосостояния были предметом постоянного обсуждения на Политбюро ЦК. И после смерти И.В. Сталина осуществлялись многие меры по социальному развитию советского общества, намечавшиеся еще при его жизни.

Иван Долгаев

http://www.moskprf.ru/index.php?option=com_content&view=article&id=17772:stalin-poslevoennyj-sostoyavshayasya-mirovaya-revoljutsiya&catid=166&Itemid=610&lang=ru