



А.А. Винокуров

доцент кафедры "Экономика и региональное развитие"

**ПРИРОДНО-РЕСУРСНАЯ И ЭКОЛОГИЧЕСКАЯ
ПОЛИТИКА, ЭКОНОМИЧЕСКИЕ МЕХАНИЗМЫ
ЕЕ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ В РОССИИ***

В период, прошедший после публикации первой части данной статьи, в Правительстве Российской Федерации произошли структурно-административные изменения, затронувшие в том числе и систему управления природно-ресурсным комплексом.

Важнейшей декларированной целью Министерства природных ресурсов (МПР) России, а также вошедших в него федеральной службы и агентств становится совершенствование механизма платности за пользование природными ресурсами и загрязнение окружающей среды, результатом чего должно стать значительное увеличение поступления в бюджет природно-ресурсных платежей, налогов и сборов. Главенствующая рентная составляющая таких поступлений может стать реальным средством для решения перспективных стратегических задач – удвоения ВВП и снижения уровня бедности в нашей стране.

➤ Платежи за негативное воздействие на окружающую среду, практикуемые в настоящее время в России, направлены на реализацию принципа "загрязнитель платит". Правовая основа этих платежей закреплена в 2002 г. Законом РФ "Об охране окружающей природной среды".

Плата за загрязнение призвана выполнять две функции: во-первых, стимулировать предприятия к сокращению уровня негативного воздействия и, во-вторых, являться источником последующего аккумулирования денежных

средств, направляемых на ликвидацию негативных экологических последствий производства.

Современный порядок исчисления и взимания платы за загрязнение был установлен постановлением Правительства РФ от 28 августа 1992 г. В его развитие был подготовлен и утвержден целый ряд нормативных документов, в том числе "Базовые нормы платы за выбросы, сбросы загрязняющих веществ в окружающую природную среду и размещение отходов".

* Окончание статьи. Начало см. в «Вестнике Финансовой академии» № 1(29) 2004 г.

В общем виде формирование платы за загрязнение окружающей среды представлено на приводимой ниже схеме.



В основу исчисления платы за загрязнение положена система базовых нормативов платы. Несомненно, что основной функцией платы за загрязнение должна являться функция стимулирования природоохранной деятельности. Однако в современных экономических условиях она не может быть реализована в полной мере, в связи с чем на данном этапе предпочтение отдается функции аккумуляции средств для воспроизводства окружающей среды при ее нормальном, т.е. неизбежном при данных условиях и технологиях загрязнении.

В силу этого при расчете нормативов платы за загрязнение принят затратный подход, который исходит из необходимости установить плату за загрязнение, позволяющую возместить финансирование природоохранных мероприятий, необходимых для ликвидации ущерба или его предотвращения.

В настоящее время имеются базовые нормативы платы на единицу массы (руб./т) более чем по 200 наиболее распространенным веществам, загрязняющим атмосферный воздух, и примерно такому же количеству веществ, негативно воздействующих на водные объекты. Базовые нормативы платы установлены для выбросов, сбросов загрязняющих веществ на двух уровнях: в границах предельно допустимых нормативов и временно согласованных нормативов (лимитов). Соотношение между указанными уровнями составляет 1:5.

Дифференциация базовых нормативов платы за размещение отходов принята в зависимости от их деления на два вида – нетоксичные и токсичные.

Базовые нормативы платы за загрязнение, установленные на федеральном уровне, составляются без учета региональных особенностей, связанных с неодинаковыми экологическими и

экономическими условиями. Эти особенности учитываются на региональном уровне коэффициентами экологической ситуации и значимости состояния атмосферного воздуха и почвы территорий экономических районов Российской Федерации, водных объектов по бассейнам (участкам) основных рек.

Плата за загрязнение окружающей среды в пределах установленных предельно допустимых нормативов относится на издержки (себестоимость) производства. Это означает, что в конечном итоге платежи частично возмещаются потребителями. Плата за загрязнение сверх установленных нормативов относится на прибыль, которая остается в распоряжении природопользователей, что позволяет отнести такие платежи к экономическим санкциям.

Полное освобождение от платы распространяется на природопользователей, деятельность которых финансируется из бюджета любого уровня. Частичное освобождение от платы за загрязнение распространяется на природопользователей, деятельность которых связана с оказанием услуг населению по линии жилищно-коммунального хозяйства (теплоэнергетическое обеспечение, канализование бытовых стоков).

В целях стимулирования природоохранной деятельности применяется корректировка (снижение) платы за загрязнение с учетом освоения средств природопользователем на выполнение природоохранных мероприятий.

Обобщение опыта первоначальных этапов применения платежей за негативное воздействие показало:

- 1) плата за загрязнение стала важным фактором оценки финансово-эконо-

мической и природоохранной деятельности предприятий;

- 2) плата за загрязнение становится целевым и наиболее значимым источником финансирования охраны окружающей среды.

Развитие системы платы за загрязнение связано с включением в сферу ее действия новых видов негативного воздействия на окружающую среду (включая бактериальное, радиационное и др.). Ведутся научно-исследовательские работы по подготовке нормативно-методического обеспечения введения платы за радиационное, электромагнитное и шумовое воздействие на окружающую среду.

Одновременно с положительными тенденциями развития системы платежей за негативное воздействие в последнее время происходили некие сдвиги, нарушающие механизмы системы и ее базовый принцип – “загрязнитель платит”.

В этот период предприятия, по сути, получили законное, подтвержденное судебными исками основание не вносить плату за негативное воздействие, чем многие из них и пользовались. Кроме того, средства от платы за негативное воздействие на окружающую среду утратили целевой характер и стали аккумулироваться вместе с другими налогами на счетах Федерального казначейства, а не в органах охраны природы.

В 2002 г. произошло сокращение поступлений платы за загрязнение окружающей среды в консолидированный бюджет на 2 млрд. руб. – до уровня 5 млрд. руб*. Причина такого сокращения заключалась во временном нарушении правовой основы для взим-

* См.: Пресс-релиз МЧС России от 27.03.2003 г.

мания данного платежа, когда решением Верховного суда РФ было признано незаконным постановление Правительства РФ №632 от 28 августа 1992 г. “Об утверждении порядка определения платы и ее предельных размеров за загрязнение окружающей природной среды, размещение отходов, другие виды вредного воздействия”; в итоге в бюджете на 2003 г. не было запланировано поступлений средств от указанной платы.

И хотя в дальнейшем Конституционный суд восстановил законность постановления №632, препятствием к возобновлению действия системы платы за негативное воздействие явилось отсутствие обновленных ставок соответствующих платежей, на что указывало решение Верховного суда от 12.02.2003 г.

Для восстановления в полном объеме платежей за негативное воздействие на окружающую среду Правительством РФ принимается постановление от 12 июня 2003 г. №344 “О нормативах платы за выбросы в атмосферный воздух загрязняющих веществ стационарными и передвижными источниками, сбросы загрязняющих веществ в поверхностные и подземные водные объекты, размещение отходов производства и потребления”. Реальный ожидаемый эффект от принятия данного постановления оценивается в 10-11 млрд. руб. поступлений в бюджетную систему.

В целом же следует констатировать отсутствие в России сформировавшейся эколого-ориентированной политики, за исключением льгот предприятиям, направляющим средства из прибыли на природоохранные мероприятия.

Специальные экологические налоги на выбросы-сбросы токсичных веществ, имеющие место в мировой практике, в нашей стране пока не применяются. В первой части нового Налогового кодекса к экологическому налогу предусмотрено отнесение платежей за загрязнение окружающей среды, что по ряду причин не вполне соответствует принципам рыночной экономики.

Реальное формирование эффективного экономического механизма охраны окружающей среды в России предполагает:

- развитие природосберегающей экологической и налоговой политики;
- улучшение финансирования природоохранных мероприятий и программ, в том числе за счет целевых экологических фондов;
- развитие системы платежей, налогов и сборов за негативное воздействие на окружающую среду, что призвано стимулировать экологосбалансированные производства и виды деятельности;
- широкое распространение систем экологического страхования и аудита.

Развитие экономической теории и практики устойчивого природопользования

Достижение практики устойчивого природопользования, т.е. не приводящего к негативным необратимым изменениям в окружающей среде, связы-

вается с новыми экономическими подходами к ассимиляционному потенциалу окружающей среды (АПОС) и к экстерналиям эффектам (издержкам)

в природопользовании. АПОС означает способность биосферы или ее составляющих ассимилировать или усваивать различные негативные антропогенные (да и стихийные природные) воздействия и загрязнения в определенных пределах без существенного изменения своих основных свойств.

Ассимиляционный потенциал может рассматриваться как специфический природный ресурс, на который могут быть установлены права собственности. Величина АПОС условно определяется предельными нормативами вредного воздействия на окружающую среду – ПДК (предельно допустимые концентрации), ПДВ и ПДС (предельно допустимые выбросы и сбросы) и другими нормативами, которые постоянно уточняются научными исследованиями и контролируются системой наблюдения (мониторинга).

Внешние, или экстернальные, издержки – одна из основных категорий природопользования. Они являются внешними по отношению к предпринимателю-природопользователю, деятельность которого сопряжена с неизбежным загрязнением (нарушением) окружающей среды. Внешние для рассматриваемого предпринимателя экстерналии становятся ущербом для общества, а также для других предпринимателей, вынужденных пользоваться загрязненными ресурсами.

Английский ученый Р. Коуз еще в середине минувшего века выдвинул идею рыночного распределения прав на АПОС, при котором экстернальные издержки предпринимателей переводятся во внутренние, а общество в целом выигрывает на улучшении состояния окружающей среды.

Идея Р. Коуза и сформулированной им теоремы внешне очень проста: как бы ни были первоначально распределены

между собственниками права на АПОС, в конце концов они будут перераспределены в интересах общества и всех предпринимателей, участвующих в рынке прав собственности на ассимиляционный потенциал. При этом уровень выбросов в атмосферу определяется *правами (или квотами) на допустимое загрязнение*, а их недоиспользование (экономия) дает возможность биржевой или договорной торговли последними, также обеспечивая интерес предпринимателей к использованию экологически чистых технологий.

В настоящее время механизм рыночного перераспределения квот на выбросы между предпринимателями реализуется в ряде североамериканских штатов через уполномоченные экологические банки и биржи прав на загрязнение.

Предложения по глобальному рыночному перераспределению квот на выбросы в атмосферу были выдвинуты по итогам Киотского протокола, подписанного в 1997 г. рядом ключевых стран, ответственных за эмиссию парниковых газов – прежде всего углекислого газа. Эти страны принимали на себя обязательства по сокращению выбросов углекислого газа минимум на 5% от уровня 1990 г. примерно за десятилетие.

Выполнение Киотского протокола позволило бы помимо сокращения вредных выбросов устанавливать для всех стран *предельные квоты* выбросов углекислого газа, с возможностью получения компенсаций от международных уполномоченных организаций за недоиспользование таких квот. Предполагалось также установить правила и расценки торговли соответствующими квотами между заинтересованными государствами.

В выгодных условиях в этом случае оказывались страны, располагающие наибольшим ассимиляционным потенциалом биосферы, а следовательно и наибольшими квотами на выбросы углекислого газа, – такие как Россия, Бразилия, а также страны, вступающие в эпоху постиндустриальных экологически чистых технологий, – Япония, Малайзия, страны, развивающие преимущественно туризм, – Мальта, духовную культуру – Бутан, а также страны с преобладанием натурального хозяйства.

В силу различных причин – политических и экономических – Киотский протокол не был ратифицирован Соединенными Штатами, ответственными за выбросы трети углекислого газа, а кроме того Россией и Китаем, доля которых в таких выбросах составляет 13% и 17% соответственно, т.е. вместе примерно еще одну треть.

Таким образом, торговля квотами на загрязнение атмосферы пока “пробуксовывает” в глобальном масштабе. Перед Россией при этом встает вопрос соизмерения возможностей получения доходов от выделенных квот с последствиями наращивания производственных мощностей, что при определенных условиях может превратить страну из продавца в покупателя прав на выбросы углекислого газа (при сохранении сырьевой направленности нашей экономики это вполне возможно).

Тем не менее эксперимент с торговлей квотами развивается на региональном уровне.

Так, Чехия обеспечила снижение эмиссии парниковых газов на 25% вместо обязательных по протоколу 8% и получила право торговать своими квотами в пределах ЕС. Министерство охраны окружающей среды Чехии уже

начало подготовку системы разрешений на торговлю предотвращенными выбросами углекислого газа по цене 5 евро за тонну.

Потенциальными покупателями в объеме до 500 тыс. тонн углекислого газа выступают голландские компании, опасаящиеся штрафов за возможное превышение квот (штрафы достигают 40 евро за тонну).

При этом необходимо обратить внимание на серьезные изъяны намечающейся торговли квотами на загрязнение окружающей среды. Они связаны не только с научной, технической и политической непроработанностью вопроса, но и с ограниченностью сферы такой торговли перераспределением квот всего по нескольким видам широко распространяемых в воздушной среде газов.

Что же касается нарушенной хозяйственной деятельностью водной среды, прежде всего поверхностных вод, то здесь загрязнения остаются в пределах изолированных речных бассейнов и никоим образом не могут быть перераспределены в межбассейновом пространстве.

Еще сложнее вопрос с радиационным загрязнением, поскольку природа практически не располагает по отношению к нему естественным “противоядием” – соответствующим ассимиляционным потенциалом. Такое загрязнение противоестественно биосфере, а его ликвидация без помощи человека может растянуться на тысячелетия. Выделение же квот на радиацию, превышающую безопасные для жизни уровни, и тем более торговля ими абсурдны по своей сути.

Таким образом, полноценный механизм устойчивого развития природопользования еще не разработан и его

обоснование нуждается в фундаментальных исследованиях как в области эволюции биосферы при участии человека, так и в области собственно экономики природопользования, главной парадигмой которой должно стать ресурсо- и природосбережение.

В числе перспективных практических задач, по нашему мнению, можно рассматривать *глобальную перепись и паспортизацию* отдельных ландшафтов (специфических природных комплексов). Помимо традиционных физико-географических сведений в них должны содержаться расчетные данные по биосферному ассимиляционному потенциалу, в том числе нарушенному хозяйственной деятельностью и градостроительством.

При этом страны, заботящиеся о сохранении такого потенциала, должны

иметь определенные преимущества в международных рейтинговых эколого-экономических оценках.

Целесообразной может быть признана также периодически обновляемая *международная сертификация ландшафтов* по признакам их экологического благополучия либо неблагополучия.

В теоретическом плане представляется неизбежным расширение предмета экологии от традиционных взаимоотношений живых организмов и общих закономерностей взаимодействия природы и общества (на современном этапе) до реализуемого в перспективе устойчивого природопользования как сложной эколого-экономической ноосферной системы, объединяющей заложенные в обществе природные и производительные начала.



С.В. Карпова

доцент кафедры «Мировая экономика и МВКО»

СОВРЕМЕННЫЕ АСПЕКТЫ МАРКЕТИНГОВОЙ ПОЛИТИКИ КОМПАНИЙ

Двадцатый век прошел под знаком вселенской унификации, стирания граней и различий. С тех пор как был изобретен конвейер, человеку предложили забыть о своей природной склонности к творчеству, а взамен подкинули оглушительные бизнес-проекты XX века – проекты глобальной унификации мира – «Макдональдс», «Кока-кола», «Адидас», «Бенеттон», «Майкрософт» и пр.

На рубеже веков человек отчетливо почувствовал, что хочет вернуть себе признаки личности, и парадигмой новой производительной волны будет создание существенно дифференцированного материального мира, где главным товаром станет *особый стиль* [1]*.

В данной статье рассматриваются три перспективных направления маркетинговой политики компаний, связанные с комплексным подходом к продвижению продукции, созданием уникального рыночного предложения и брэндингом.



Одним из современных аспектов маркетинговой политики компаний стал комплексный подход к продвижению своей продукции, пришедший к нам с Запада. Специалисты называют его «интегрированными маркетинговыми коммуникациями» (Integrated Marketing Communications – ИМС). Сегодня подавляющее большинство специалистов в области маркетинга говорит об ИМС как о наиболее эффективном способе решения маркетинговых задач, включающем такие нестандартные приемы продвижения товаров и услуг, как конкурсы, лотереи, спонсорство, распространение образцов и т.п. [2]. Идея ИМС ворвалась на рынок в начале 90-х, когда было опубликовано сразу несколько книг американских авторов (например, в 1992 г. работа Дона Шульцта и Стэнли Тонненбаума).

Причины того, что во второй половине 90-х годов перестали эффективно работать традиционные маркетинговые схемы, следующие:

- › снижение эффективности массовой рекламы, прежде всего телевизионной;

* Здесь и далее цифра указывает на источник или примечание в конце материала.

- › трансформация СМИ, во многом под влиянием Интернета и других технологий;
- › изменения в психологии потребителя и появление «потребителя нового типа»*;
- › все большая сегментация рынка и появление выделенных каналов коммуникации, по которым рассылаются индивидуально подготовленные послания;
- › сильное влияние мнения специалистов на принятие решений о покупках, на образ жизни и потребление;
- › стремление корпораций получить более быстрое и относительно недорогое решение маркетинговых задач, в т.ч. на новых рынках.

В настоящее время более 65% средств, выделяемых на маркетинг в США, расходуется на продвижение, специальные мероприятия, спонсорство и «паблик рилейшнз» [см. 2].

Российские компании все еще находятся в стадии осмысления проблемы или начала организации маркетинговых служб, перехода от сбытовой идеологии к «философии маркетинга». Большинство ориентируется пока на классический маркетинг и традиционные связи с общественностью. Хотя все чаще в качестве дополнительных способов стимулирования стали использоваться коммерческий «паблик рилейшнз», проведение различных конкурсов или лотерей под маркой брэнда, распространение образцов (sampling) и другие нестандартные мероприятия по продвижению товаров и услуг.

Однако случаи комплексного применения этих методов для российских предприятий сравнительно редки. Используют их в большинстве случаев зарубежные компании, действующие на российском рынке, либо крупные отечественные компании.

Таким образом, «интегрированные маркетинговые коммуникации» – это новый взгляд на весь комплекс продвижения товара, при котором формируется целостный блок – с единым финансированием, маркетингом, менеджментом и самое главное – идеями.

- ✓ Другим важным аспектом маркетинговой политики компаний является работа по созданию уникального предложения.

На долю компаний, работающих на рынке уникальных предложений, на Западе приходится 15–20% всего потребительского рынка. В России – ме-

* Для «потребителя нового типа» характерно стремление к информированности, проявлению более выраженной социальной позиции с одновременным индивидуализмом и рационализмом в отношении культуры совершения покупки.

нее 1%, хотя, как утверждают специалисты, российский потребительский рынок уже реально близок к насыщению [3].

В настоящее время в маркетинговой политике компаний создание уникального предложения – один из самых эффективных способов успешно конкурировать и сохранять высокую прибыль в условиях насыщенного рынка.

В начале 2002 г. компании, действующие на российском потребительском рынке, почувствовали заметное охлаждение потребительского ажиотажа. По данным агентства Комкон, за последние год-два темпы роста здесь в среднем сократились в 1,5-2 раза, сегодня они не превышают 10-12% в год. А на отдельных рынках – кондитерском, пивном, обувном – так и вовсе колеблются в пределах 5-8% [см. 3].

Таким образом, чтобы конкурировать в этих условиях, уже недостаточно привычного совершенствования дизайна товара или технологии. Компаниям необходимы новые стратегические решения, основанные на некоей уникальной идее. Только она обеспечивает выход в сегмент, где нет конкурентов, а стало быть, и более высокие прибыли. Спрос на уникальное предложение в России уже сформирован. С ростом доходов потребители все больше стремятся удовлетворить свои индивидуальные потребности.

У компаний, ориентированных на уникальный спрос, обороты растут на 50-100% в год, в то время как весь потребительский рынок в целом переживает двукратное падение темпов роста [см. 3]. Прежде всего успешно работают международные компании – Glenfield, Columbia, Ессо, Danone, у них большой опыт создания уникального предложения в разных странах и четко прописанная технология позиционирования.

С середины 90-х годов и в России появились «уникальные» в своем роде компании: «Кенгуру» (сеть одежды для детей и будущих мам), «Три толстяка» (сеть одежды для полных), Doctor Outdoor (сеть обуви для продвинутой молодежи), «Тинькофф» (сеть пивных ресторанов), «А. Коркуновъ» (кондитерские изделия).

По данным агентства Euromonitoring, международные компании, создавшие уникальное предложение, тратят на инновации около четверти своего бюджета. Так, например, концерн Ессо ежегодно вкладывает миллионы долларов в разработку материалов для обуви, которые позволяли бы ноге «дышать» и уменьшали физические нагрузки.

Из отечественных инноваций интерес представляет компания «А. Коркуновъ», владелец которой изобрел собственную рецептуру изготовления шоколада, принципиально отличную от тех, что применялись на кондитерских фабриках.

Однако для большинства отечественных производителей оригинальные технологии продолжают оставаться слабым звеном. Очень мало примеров яркой маркетинговой стратегии, да и она зачастую заимствуется у зарубежных коллег. Например, компания «Тинькофф» использует стандартную немецкую технологию изготовления пива и популярную в Сан-Франциско систему пивных ресторанов, имеющих мини-пивоварни и продающих непастеризованное пиво.

Для того чтобы уникальное предложение привело к преимуществу на рынке и увеличению прибыли, его формирование должно включать три этапа:

- › поиск новаторской идеи, которая откроет перспективную рыночную нишу;
- › создание оригинальных технологий;
- › необычный маркетинг.

За последние годы практически в каждой отрасли – мебельной, обувной, строительной и прочих – появились производители, которые смогли предложить рынку высококачественный продукт, успешно заменяющий импортные аналоги. Все эти компании отлично справляются с организацией производства по европейским стандартам, научились добиваться приемлемого качества, знают, как стимулировать персонал, умеют организовать сбыт. Тем не менее российским производителям пока с трудом удается решить две основные проблемы – создать первый образец (разработать коллекцию и придумать дизайн) и растиражировать этот образец в промышленном масштабе (постоянно соблюдать технологию).

В настоящее время на фоне усиливающейся конкуренции, прежде всего со стороны китайского, например, импорта, для многих производителей решение этих проблем становится принципиально важным – без этого не удастся выйти на новый уровень и завоевать покупателя, для которого цена не имеет решающего значения.

Создание собственных коллекций должно сопровождаться выстраиванием брэнда, который определит лицо этих коллекций и производителя. Наличие брэнда позволит решить задачу соблюдения технологической дисциплины [4].



Еще одним современным аспектом маркетинговой политики компаний можно считать брэндинг, то есть особенности создания и управления брэндом (торговой маркой).

Только за последние годы в России зарегистрировано более 15 тыс. брэндов. Решающую роль в бурном росте количества новых марок сыграл кризис 1998 г., после которого потребители все чаще предпочитают отечественный продукт, а российские производители активнее продвигают его на местном рынке. Уже можно с уверенностью утверждать, что появился це-

лый ряд настоящих российских брэндов, которые по узнаваемости могут конкурировать с известными западными аналогами. Например, «J7», «Новый жемчуг», «Балтика», «Очаково», «Домик в деревне», «Шатура» и др.

Брэндинг включает три главных составляющих:

- › создание брэнда;
- › продвижение брэнда на рынок с использованием правильного позиционирования и эффективного управления;
- › обеспечение высокого качества менеджмента и маркетинга в компании, позволяющего развивать и тиражировать брэнд в требуемом масштабе.

Брэндинг помогает создать «портрет» торговой марки, отличный от брэндов конкурентов. Именно узнаваемость брэнда приобретает решающее значение. Опыт брэндинговых проектов, однако, показывает, что создать яркий брэнд – это полдела, главное – спланировать и реализовать такую «марочную стратегию», которая позволила бы управлять всеми составляющими вновь испеченного брэнда и сделать его ключевым, рентабельным активом компании.

Но создавать брэнд и реализовать «марочную стратегию», опираясь только на рациональные или же эмоциональные ценности, нельзя. Необходимо, на наш взгляд, сочетать две эти ценностные установки. Так, рациональность тяготеет к анализу, и поэтому там, где основная ценность брэнда заключена в его функциональных преимуществах (напр., качество, ассортимент), следует апеллировать к разуму покупателя. Эмоции же провоцируют импульсивное решение, и поэтому там, где брэнд приобретает для демонстрации социального статуса, необходимо воздействовать на эмоции (напр., цвет, дизайн, форма).

В соединении рациональности (функциональности) и эмоциональности заключается главная сложность для разработчика брэнда и одновременно главный секрет его успеха.

В целом, залог успеха любого брэнда – в совпадении позиции и индивидуальности марки с позиционированием и индивидуальностью потребителя. Поэтому компаниям рекомендуется изучать и понимать факторы, определяющие выбор покупателя.

Для российских компаний значение брэнда как основного нематериального актива, позволяющего сделать рентабельным любой бизнес, до сих пор не оценено. Поэтому управление брэндом обычно ограничивается маркетинговыми акциями от случая к случаю, в основном с целью объявления скидок. И это в ряду с другими ошибками, такими как:

- › неправильное определение мотивов, которыми руководствуется потребитель при выборе товара (брэнда);

- » использование инструментов «паблик рилейшнз» для продвижения товаров (брендов) массового спроса;
- » отсутствие целеориентированного подхода к рекламной кампании;
- » несоответствие названия бренда товарной группе или обозначенной им потребности.

Сегодня на российском рынке представлено множество глобальных корпораций, активно продвигающих свои бренды. Их преимущества – отлаженные технологии региональной экспансии, развитая производственная база и мощные финансовые ресурсы. Международные компании, приспосабливаясь к меняющейся конъюнктуре российского рынка, запускают такие псевдонациональные марки, как «Шок», «Беседа» (Unilever); «Мир» (Procter&Gamble); «Россия», «Савинов», «48 копеек» (Nestle), «Старый мельник» (Efes); «Золотая ява» (British American Tobacco). В то же время появляются, как уже говорилось, и успешно развиваются национальные российские бренды, тем не менее многие российские производители, оказавшиеся вовлеченными в маркетинговую войну, старательно копируют зарубежный опыт.

Для того чтобы российские компании более эффективно работали в области создания и управления брендами, в России появилась некоммерческая организация «РусБрэнд», объединяющая 34 российские и зарубежные компании. Подобная ассоциация должна способствовать внедрению инновационных решений в развитии брендов. К концу 2002 г. у членов сообщества «РусБрэнд» в России действовало уже более 70 производств; общий объем инвестиций более 3 млрд. долл.; создано более 50 тыс. новых рабочих мест; совокупный годовой оборот превышает 3,5 млрд. долл. [5].

Отечественный цивилизованный рынок находится еще в стадии формирования, поэтому деятельность такого рода ассоциаций необходима. К сожалению, еще очень актуальна для российского рынка, например, проблема подделок, хотя в последнее время наметились некоторые позитивные сдвиги (в области законодательства). Подделок не должно быть – они дискредитируют бренд, в который компания вкладывает огромные деньги.

Еще одной проблемой российского потребительского рынка является наличие критического количества брендов во многих товарных категориях. А значит, стало сложнее найти незанятую перспективную нишу для позиционирования нового бренда. По данным агентства AC Nielsen, в 2001 г. в России на одну розничную торговую точку приходилось около 30 наименований пива, а к лету 2002 г. – уже 45. При подобном «разнообразии» производителю все сложнее размещать новые марки на полках магазинов, а покупателям все сложнее «переключаться» на новые бренды. Согласно исследованию того же агентства AC Nielsen, только 1,5% новых продуктов питания можно считать действительно «инновационными». В

77% случаев – это просто разновидности уже существующих товаров, но выпущенные другими производителями, а в 6% – всего лишь расширение «продуктовой линейки» [6].

Например, в 2000 г. американские компании, работающие на потребительском рынке, предложили более 31 тыс. новых товаров, включая всевозможные вариации уже существующего ассортимента – от томатных соусов до пакетов для мусора. Однако рынок не в состоянии переварить все новинки. Происходит естественный отбор. Например, если рассматривать только продукты питания, то лишь в 20-30% случаев товару-новинке удастся выжить [см. 6].

Успешным брэнд будет лишь в том случае, если и после его создания работа с ним не прекращается. Необходимо постоянно отслеживать новые тенденции в научных разработках, в технологиях, учитывать перемены в образе жизни потребителя.

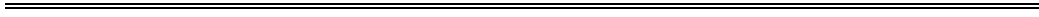
В России обостряется конкуренция между существующими и новыми брэндами, поэтому важно не только запускать брэнды, но и грамотно управлять ими. Необходимо учитывать связь процесса управления брэндом со стратегией и бизнес-системой компании. Сильный брэнд кроме стабильности в стратегическом плане дает бизнесу и рост прибыльности. Поэтому тщательно выстроенная стратегия брэнда на рынке позволяет планомерно наращивать финансовую стоимость всего бизнеса.

Таким образом, рассмотрев современные направления маркетинговой политики компаний, можно говорить об изменяющихся тенденциях в развитии потребительского рынка, которые требуют *новых маркетинговых подходов*.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Гурова Т.* Как скучно пить кока-колу // Эксперт. 2003. № 35. С. 30.
2. Новые способы любви к клиенту // Эксперт. 2000. № 47. С. 40.
3. *Москаленко Л.* Рецептура вызовов // Эксперт. 2003. № 35. С. 24, 25.
4. *Калянина Л.* Копирование должно быть концептуальным // Эксперт. 2003. № 34. С. 33.
5. *Ильина Г.* Держать марку! // Бизнес-обозрение. 2003. № 3. С. 25.
6. *Кашулинский М.* Обратная сторона изобилия // Компания. 2002. № 36. С. 24, 25.







М.А. Давтян

заведующий кафедрой финансов и кредита
Академии труда и социальных отношений

ФОРМИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ СИСТЕМЫ ЕС И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНТЕГРАЦИОННЫХ СВЯЗЕЙ С РОССИЕЙ

Опыт развития европейской цивилизации, к которой бесспорно принадлежит и Россия, убедительно показал, что динамичное развитие общества главным образом зависит от системы ценностей, лежащих в основе деятельности государства, экономических субъектов, общественных организаций, повседневной жизнедеятельности каждого гражданина и его готовности воспринимать перемены. Почти полувековая история формирования и становления Европейского Союза (ЕС) также очевидно доказывает, что практически все страны ЕС независимо от уровня экономического развития в той или иной степени столкнулись с проблемами модернизации и развития национальных экономик, но во многом благодаря общим и согласованным усилиям, эффекту интеграции решали и решают эти проблемы с минимальными социальными и экономическими издержками. Именно этим объясняются интеграционные достижения ЕС и стремление других восточноевропейских стран, в т.ч. и бывших республик СССР, войти в состав Европейского экономического и валютного союза (ЭВС).

Наряду с качественным повышением уровня жизни своих граждан, что уже само по себе является достижением интеграции, ЕС достаточно успешно и последовательно решает и другие финансовые, экономические и социальные задачи. В 1999 г. был создан Европейский Центральный Банк (ЕЦБ) с исключительно важными функциями для всего сообщества, а с 1 января 2002 г. 12 членов ЕС ввели в обращение единую (single) наличную (а еще раньше и безналичную) валюту евро взамен своим национальным денежным единицам, которые в течение столетий в разных формах были не только главным экономическим инструментом и богатством, но и не менее важным атрибутом государственного суверенитета, таким как герб, флаг или гимн. Наличные деньги всегда были визитной карточкой страны. Теперь у 12 европейских государств, которые образовали зону евро, имеется *единая визитная карточка*.

Для развития и модернизации российской экономики, обоснования ее интеграционной стратегии изучение опыта и особенностей формирования Европейского экономического и валютного союза, а также денежно-кредитной политики

его главного денежного центра, которым стал ЕЦБ, имеет не только теоретическое, но и чрезвычайно важное экономическое значение. Главной движущей силой появления евро как единой в рамках ЕС транснациональной валюты, как, впрочем, и других важнейших качественных изменений ЕС, является необходимость своевременно адаптироваться к вызовам динамично изменяющегося мира в условиях глобализации.

Поэтому от успешности усилий официальных властей ЕС по обеспечению устойчивости курса евро зависят возможности его использования в России в качестве равнозначного к доллару США международного резервного актива, в том числе и в целях дальнейшей диверсификации официальных валютных резервов, средств международных расчетов, платежей и валюты контрактов, а также инструмента заимствования на международных финансовых рынках.

Это тем более актуально, поскольку Европейский Союз планирует к середине 2004 г. принять в свои ряды десять стран (Чехия, Эстония, Кипр, Латвия, Литва, Венгрия, Мальта, Польша, Словения, Словакия). Еще две страны – Болгария и Румыния получили приглашение присоединиться к ЕС в начале 2007 г. Кстати, у многих приглашенных стран Восточной Европы ключевые параметры (население, объем ВВП, ВВП на душу населения, доля промышленности, сельского хозяйства и услуг в ВВП, уровень безработицы, доля экспорта в ЕС из общего экспорта), да и некоторые критерии присоединения к ЭВС (соотношение государственного долга и ВВП, уровень инфляции, бюджетный дефицит) значительно уступают аналогичным показателям России. Предстоящее вступление в Европейский Союз указанных 12 стран увеличит долю России во внешней торговле с ЕС с нынешних 40% до более чем 60%.

Внимательное изучение опыта создания ЭВС и анализ единой независимой денежно-кредитной политики (ДКП) Европейского Центрального Банка важны также с точки зрения практической реализации подписанных в свое время соглашений и договоров в рамках СНГ, предполагавших поэтапное формирование единого Таможенного союза, зоны свободной торговли, общего рынка товаров, капиталов, рабочей силы, платежного и даже валютного союза. Но при этом за более чем десять лет не реализовано ни одного значимого соглашения.

Для лучшего понимания оптимальных условий, необходимых для реализации интеграционных проектов в рамках СНГ, требуется объективный анализ богатейшего опыта европейской интеграции. Особенно это касается ключевой составляющей, коей, по нашему мнению, является единая и независимая денежно-кредитная политика ЕЦБ на далеко неоднородном финансово-экономическом пространстве Европейского Союза, направленная на такие макроэкономические ориентиры, как стабильность цен (сдерживание инфляции), поддержание покупательной способности евро, обеспечение экономического роста и занятости.

В последнее время обозначился взаимный интерес между Евросоюзом и Россией. Возможен ли сценарий их стратегического сотрудничества в какой-

либо форме в долгосрочной перспективе? В ближайшие 5-7 лет вхождение России в ЕС маловероятно или почти исключено. Однако через 10-15 лет вполне допустимо членство в ЭВС в той или иной форме.

В качестве аргументов в пользу такого сценария можно привести следующее.

1. ЕС заинтересован в стабильной и процветающей России как будущего огромного рынка, обширной ресурсной базы и инвестиционных вложений.

2. ЕС находится в энергетической зависимости от России, и в ближайшие 20-25 лет других альтернатив российским поставкам не предвидится. Именно цены на российские энергоносители остаются по объективным рыночным причинам неуправляемым фактором при поддержании ценовой стабильности в зоне евро.

3. На долю ЕС сегодня приходится более 40% экспорта России, более 25% иностранных инвестиций в нашу страну и почти 70% ее внешнего долга.

Есть аргументы за интеграцию России и Евросоюза, о чем говорилось выше. Однако можно перечислить и столько же аргументов против подобной интеграции. Причем ее противников достаточно не только в ЕС, но и в самой России. Многие считают (их большинство), что Россия ни географически, ни политически, ни экономически не «поместится» в ЕС.

Европейский Центральный Банк и Евросистема

Двенадцать национальных центральных банков, в том числе Банк Франции, Банк Италии, Банк Испании, Нидерландский банк, Национальный банк Бельгии, Австрийский национальный банк, Банк Греции, Банк Португалии, Банк Финляндии, Центральный банк Ирландии, Центральный банк Люксембурга, Бундесбанк Германии, а также Европейский Центральный Банк (ЕЦБ), расположенный во Франкфурте-на-Майне, вместе образуют Евросистему. Структура европейской системы центральных банков представлена на приводимой ниже схеме.



Термин «Евросистема» выбран Советом управляющих ЕЦБ, чтобы объяснить устройство (соглашение), с помощью которого Европейская система центральных банков (ЕСЦБ) выполняет свои задачи в зоне евро. До тех пор, пока некоторые члены ЕС не ввели у себя в обращение единую валюту евро, отличие между Евросистемой и ЕСЦБ сохранится.

Помимо внесенного капитала 12 НЦБ ЕВС перевели на счета ЕЦБ валютные резервы на сумму 40 млрд. евро. Передача валютных резервов также проведена пропорционально доле каждой страны в капитале ЕЦБ. Взамен каждый национальный центральный банк был кредитован ЕЦБ денежными требованиями в евро-эквиваленте за их дополнительный валютный вклад. Причем 15% этих вкладов были внесены монетарным золотом, а оставшиеся 85% в долларах США и японских йенах. Любая другая страна ЕС, пожелавшая присоединиться к евро, должна прежде всего отвечать критериям присоединения (конвергенции). При этом ЕЦБ обязан дать свое заключение о степени соответствия данной страны критериям присоединения.

ДОЛЯ НАЦИОНАЛЬНЫХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В КАПИТАЛЕ ЕЦБ
(на начало 2003 г.)

Национальные центральные банки	Капитал	
	%	евро
Банк Франции	16,8337	841 685 000
Банк Италии	14,8950	744 750 000
Банк Испании	8,8935	444 675 000
Нидерландский банк	4,2780	213 900 000
Национальный банк Бельгии	2,8658	143 290 000
Австрийский национальный банк	2,3594	117 970 000
Банк Греции	2,0564	102 820 000
Банк Португалии	1,9232	96 160 000
Банк Финляндии	1,3970	69 850 000
Центральный банк Ирландии	0,8496	42 480 000
Центральный банк Люксембурга	0,1492	7 460 000
Бундесбанк Германии	24,4935	1 224 675 000
<i>Всего</i>	80,9943	4 049 715 000

ЕЦБ представляет уникальную организационную структуру, не имеющую аналога в мировой практике. Уникальность заключается в том, что в одной системе сочетаются качественно разные структуры: централизованные и децентрализованные.

Евросистемой и ЕЦБ управляют те органы Европейского Центрального Банка, которые наделены правом принятия решения. Таковыми органами являются: Совет управляющих и Исполнительный комитет.

Высшим звеном ЕЦБ является Совет управляющих, в который в количестве 18 человек входят все члены Исполнительного комитета (6 человек) и управляющие всех 12 НЦБ Евросистемы.

На Совет управляющих возлагаются следующие функции:

- разрабатывать важнейшие направления деятельности и принимать необходимые решения, обеспечивающие выполнение задач, возложенных на Евросистему;
- определять денежно-кредитную политику для зоны евро, включая ассигнования, решения, касающиеся промежуточных денежно-кредитных ориентиров (целей), основных процентных ставок и резервов в Евросистеме, и устанавливать необходимые ориентиры для их реализации;
- рассматривать и утверждать годовой отчет ЕЦБ.

Совет управляющих заседает в городе Франкфурте-на-Майне, как правило, два раза в месяц; допускаются также заседания Совета управляющих в НЦБ ЕС.

При принятии решений по важнейшим вопросам денежно-кредитной политики или других задач Евросистемы члены Совета действуют не как представители национальных банков, а как независимые профессионалы по принципу «один член, один голос». Решение считается принятым, если за него проголосуют не менее 2/3 членов Совета.

Максимальное количество служащих на 2003 г. в ЕЦБ по запланированному бюджету по зарплате 1263 человека; реальное количество служащих составило 1172. Среднемесячная зарплата служащих превышает 8000 евро (для сравнения – средняя зарплата служащих ЦБ РФ составляет 12 тыс. руб., или около 350 евро).

Цели и функции ЕЦБ

Главной целью деятельности Европейского Центрального Банка является поддержание ценовой стабильности в зоне евро. Другие цели и функции ЕЦБ:

- поддержание совместно с национальными центральными банками ЕС стабильного функционирования платежной системы Еврозоны;
- защита и обеспечение покупательной способности евро;
- поддержание макроэкономической сбалансированности в Евросоюзе;
- содействие бесперебойному функционированию и развитию банковской системы ЕС.

Важнейшей функцией ЕЦБ является разработка и реализация единой и независимой денежно-кредитной политики для стран Еврозоны.

По мнению экспертов, посредством стабильных цен ЕЦБ создает общую благоприятную экономическую среду и высокий уровень занятости. Как инфляция, так и дефляция оборачиваются высокими издержками для общества как в экономическом, так и в социальном плане.

Применительно к Евросоюзу денежно-кредитная политика осуществляется на двух уровнях: первый уровень – это, безусловно, единая независимая ДКП, которая разрабатывается и реализуется ЕЦБ; второй уровень – это уровень национальных государств, членов Евросоюза, на котором их же национальные центральные банки совместно со своими правительствами проводят ДКП в жизнь. Между двумя уровнями существует тесная координация и согласованность, главными ориентирами при этом являются критерии соответствия той или иной страны валютному союзу. Согласование проводится на уровне Совета управляющих и Генерального совета ЕЦБ.

Стратегия денежно-кредитной политики ЕЦБ зиждется на двух столпах, по существу на двух подходах (two-pillar approach).

Первый подход – исходить из ведущей роли денег в виде всей денежной массы, которая определяется агрегатом М3. С 1999 г. годовой прирост М3 Советом управляющих ЕЦБ устанавливается на уровне 4,5% в годовом исчислении. При таком подходе инфляция рассматривается как неизбежный результат нарушения закона денежного обращения, когда предложение денег в широком смысле (М3) заметно превосходит ограниченные предложения товаров и услуг. Второй подход основан на широкой оценке перспектив изменения ценовой динамики и рисков ценовой стабильности в Еврозоне.

В целом комбинация двух подходов денежно-кредитной политики ЕЦБ доказывает, что денежные, финансовые и экономические процессы находятся под постоянным контролем и регулярно анализируются. Подобный подход позволяет ЕЦБ устанавливать свои процентные ставки на таком уровне, который наилучшим образом обеспечивает ценовую стабильность. Защищая, таким образом, покупательную способность евро, ЕЦБ в то же время поддерживает курс евро по отношению к другим мировым валютам (хотя сам по себе курс евро не является главным ориентиром).

Денежно-кредитная политика в ЕС разрабатывается и реализуется также на двух уровнях. Все решения, касающиеся проведения независимой единой политики по части целевых ориентиров, принимаются ЕЦБ и реализуются централизованно по всей Еврозоне, а инструменты ДКП практически используются национальными центральными банками ЕС децентрализованно. НЦБ имеют право обсуждать и выработать рекомендации по проблемам и перспективам ДКП. При этом в каждой стране ЕС национальные центральные банки имеют специфические исторические и правовые особенности, которые неизбежно отражаются на принятых ими решениях и нередко расходятся со стратегией ЕЦБ. Последнему приходится терпеливо и последовательно прилагать усилия, чтобы содей-

ствовать адекватному пониманию Евросоюзом и отдельными его странами целей и задач денежно-кредитной политики и возлагаемых на нее ожиданий. Все это повышает доверие к деятельности Европейского Центрального Банка.

Гармонизированный индекс потребительских цен (ГИПЦ) является концептуально новым агрегированным индексом цен и никогда раньше на практике национальных и региональных экономик не применялся. Особенность концепции ГИПЦ определяется не столько его низким количественным измерением (хотя это тоже важно), сколько тем, что с его помощью можно выравнять, гармонизировать национальные индексы потребительских цен по всем странам Еврозоны с максимальным охватом потребительских расходов, для того чтобы оценить, насколько в Еврозоне достигнута стабильность цен. В нашем национальном определении индекс потребительских цен (ИПЦ) рассчитывается как соотношение суммы стоимости фиксированного набора товаров и услуг в текущем периоде и суммы стоимости этого же набора в предыдущем (базисном) периоде.

Главная идея ГИПЦ заключается в том, чтобы выделить и дифференцировать воздействие на него наиболее существенных факторов. Эксперты Евростата считают, что, например, выделение энергетического компонента ГИПЦ связано с большим влиянием на него цен на нефть; разделение продовольственных товаров на продукты питания и сырье обусловлено тем, что сезонные колебания и погодные условия влияют на этот компонент (как это было в 2002 г.) в большей степени, чем на готовые продукты питания. Несмотря на то что ГИПЦ в отношении информации и ценовой стабильности отводится ведущая роль, тем не менее в данной концепции заложены некие противоречия и недостатки, которые мешают объективно определить реальный уровень цен в Еврозоне.

Основные операции по рефинансированию кредитных организаций главным образом направлены на обеспечение банковской системы ЕС достаточной ликвидностью. В этих целях используются следующие инструменты:

- ➔ основные операции по рефинансированию (MROs – main refinancing operations) сроком до 14 дней;
- ➔ долгосрочные рефинансирования (LTROs – longer-term refinancing operations) от одного до трех месяцев;
- ➔ залоговые кредиты (операции класса РЕПО);
- ➔ кредиты «овернайт» (однодневные кредиты) и др.

Управление ликвидностью играет важную роль в реализации единой денежно-кредитной политики ЕЦБ. Оно зависит от оценки потребностей банковской системы в ликвидных средствах, которые возникают из резервных требований, избыточных резервов и других автономных факторов. Последние относятся к некоторым статьям баланса центрального банка, как, например, наличные деньги (банкноты) в обращении, средства правительства и чистые иностранные активы.

Одновременно для регулирования ликвидности в банковской системе ЕЦБ и национальные центральные банки привлекают денежные средства кредитных организаций на свои депозитные счета в том случае если эти средства являются избыточными, а кредитные организации в свою очередь привлекают временно свободные денежные средства фирм и домашних хозяйств в депозиты.

СХЕМА УПРАВЛЕНИЯ ЛИКВИДНОСТЬЮ В ЕВРОСИСТЕМЕ



Операции на открытом рынке (в понимании и практике ЕЦБ) – это операции, совершаемые по инициативе центрального банка на финансовых рынках.

Согласно такому аукциону предложения выше предельных ставок (ставки усечения, которые устанавливает Совет управляющих) удовлетворяются полностью и в первую очередь по предложенным ставкам покупателей, тогда как предложения по предельным ставкам удовлетворяются в последнюю очередь и пропорционально.

Тенденции таковы, что среднее количество участников торгов краткосрочного рефинансирования (MROs) сокращается. Только за 2002 г. количество контрагентов уменьшилось на 25%. Хотя в то же время общая сумма торгов (покупка краткосрочных кредитов со стороны коммерческих банков и других кредитных институтов) удвоилась.

Дело не в том, что все меньше банков нуждается в рефинансировании непосредственно из Евросистемы для поддержания своей ликвидности. На самом деле, конкуренция за получение краткосрочных кредитов (MROs), а также на рынке «овернайт» (однодневных кредитов) сохраняется на высоком уровне. В таком случае, сокращение числа участников в краткосрочном рефинансировании (MROs) объясняется продолжающейся консолидацией банковской индустрии в Еврозоне, ростом концентрации активности по управлению портфелями казначейскими и другими ценными бумагами внутри банковских групп и, наконец, возросшей эффективностью денежного рынка, что отсекло часть контрагентов, желающих заимствовать ликвидность непосредственно из Евросистемы. Следует также заметить, что ставки Евросистемы и денежного рынка почти идентичны, что свидетельствует о высоком уровне конкуренции финансовых рынков ЕС.

Практика по долгосрочному рефинансированию показывает, что среднегодовое количество банков, участвующих в этих аукционах, также сокращается, в основном по тем же причинам, что и количество участников в краткосрочном рефинансировании (MROs).

Операции класса «овернайт» ЕЦБ провел дважды и на большие суммы, для того чтобы обеспечить банковскую систему Еврозоны дополнительным объемом ликвидности. Данные операции были проведены в начале 2002 г. сразу после введения наличного евро из-за того, что спрос на наличные евро оказался намного выше прогнозного значения. Ставки по овернайту составили 3,25%. В этих двух операциях участвовало более 120 коммерческих банков Еврозоны, и общий объем «овернайта» составил внушительную сумму – более 65 млрд. евро. Что касается операций класса РЕПО с использованием сделок с правом обратного выкупа, то за все время существования Европейского Центрального Банка они были проведены один раз – в конце 2002 г. сроком на шесть дней по минимальной ставке 2,75%. В этой операции (fine-tuning operation), целью которой опять же было обеспечение банковской системы ликвидностью, участвовало 50 коммерческих банков; сумма сделок составила 10 млрд. евро по предельной ставке 2,80%, а средневзвешенная ставка составила 2,82%*.

<...>



* Окончание статьи см. в следующем номере «Вестника Финансовой академии».



НАЛОГОВОЕ ПРАВО И ОЦЕНОЧНЫЕ МЕТОДИКИ

А. С. Титов

старший преподаватель кафедры
«Гражданское право и процесс»

НОРМАТИВНО-ПРАВОВОЕ ОФОРМЛЕНИЕ НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ

Налоговая политика является одной из очень важных составляющих политики государства и призвана с учетом диктуемых рынком условий обеспечить сбалансированность государственных и частных интересов, стимулировать предпринимательство.

Налоговая система в полной мере зависит от проводимой в государстве налоговой политики, ее *законном оформлении*, то есть отражении в актах высшей юридической силы соответствующих норм, устанавливающих, изменяющих, прекращающих налоговую обязанность. При этом одним из существенных условий налоговой политики является учет интересов всех сторон налогового правоотношения, а именно не только интересов государства, но и в неменьшей степени интересов налогоплательщиков.

В научной литературе за последнее время было уделено большое внимание экономической составляющей налоговой политики. Юридическая же литература в основном уделяла внимание правовой сущности налогов, при этом рассматривая налоговую политику как средство определения целесообразности введения, изменения или отмены обязательных платежей в бюджет и государственные внебюджетные фонды. Иными словами, законодатель, облекая свои волевые решения в форму того или иного нормативного правового акта, осуществляет нормативно-правовое воздействие на процесс производства и распределения.

Отечественный и зарубежный опыт свидетельствует, что бюджетно-налоговая сфера является мощным инструментом государственного воздействия на экономику. Именно поэтому ее *законодательное совершенствование* имеет особое значение и заслуживает углубленного теоретического анализа и исследования широкого круга смежных проблем.

С одной стороны, налоговая политика призвана обеспечить необходимые ресурсы для деятельности публичной власти государства (расходы на военные, экономические и социальные программы); экономическое регулирование (т.е. налоги и расходы должны использоваться как рычаги управления хозяйственной деятельностью и осуществления определенных целей экономической политики); выравнивание доходов (т.е. с ее помощью перераспределяется национальный доход благодаря прогрессивной системе налогообложения, а также систем трансфертных платежей малоимущим, безработным, инвалидам и пр.). С другой стороны, государство, осуществляя свои основные функции, в то же время вынуждено заботиться и о том, чтобы законодательно закрепленное налоговое бремя, его структура, степень прогрессивности не ослабляли стимулов к сбережению, предпринимательской и трудовой активности, являлись законно оформленными и экономически целесообразными.

Понятие рыночной экономики не предполагает устранения государства от процессов управления и регулирования. Наоборот, государство должно осуществлять нормативное закрепление процессов в налоговой сфере, создать необходимые условия для функционирования рыночных механизмов, при этом не вмешиваясь в производственно-финансовую деятельность хозяйствующих субъектов.

В разных странах даже с примерно одинаковыми условиями экономического развития степень государственного регулирования экономики различна. Наибольшее влияние государства характерно для Швеции, в меньшей степени государство занято регулированием в Германии и Японии, а также в США. Налоги выступают одним из важнейших элементов государственного регулирования экономики, являясь одновременно составной частью финансово-экономической системы воздействия на экономику. Можно сказать, что, создавая налоговую систему, государство стремится использовать ее в целях определенной финансовой политики. В связи с этим она становится относительно самостоятельным направлением — налоговой политикой, закрепляемой в соответствующих нормативных правовых актах.

Согласно ст. 8 Конституции РФ «в Российской Федерации гарантируется единство экономического пространства, свободное перемещение товаров, услуг и финансовых средств, поддержка конкуренции, свобода экономической деятельности». Пункт 3 ст. 75 Конституции РФ устанавливает, что «система налогов, взимаемых в федеральный бюджет, и общие принципы налогообложения и сборов в Российской Федерации устанавливаются федеральным законом».

Как следует из приведенных статей Конституции РФ, основой осуществления налоговой политики является единство финансовой политики государства и надлежащее закрепление основных направлений налоговой политики в правовых актах высшей юридической силы. В данном случае речь идет о «разработке государством единых обязательных стандартов финансовой деятельности, обеспечивающих условия формирования бюджетов Федерации и территорий при

поддержании баланса прав и интересов всех участников финансовых отношений»*.

Появление такой отрасли юридической науки, как *налоговое право*, еще раз доказывает, какое влияние оказывает налоговая система на развитие социально-экономических институтов в государстве. Наукой налогового права понятие налога определяется как *«единственно законная (устанавливаемая законом) форма отчуждения собственности физических и юридических лиц в пользу субъектов публичной власти на началах обязанности, индивидуальной безвозмездности, безвозвратности, обеспеченная государственным принуждением, не носящая характер наказания или контрибуции»**. Данное определение подчеркивает прерогативу законодательной власти по установлению и обложению налогов в установленную актами высшей юридической силы форму, а также обеспечению государственного принуждения по их поступлению в бюджет и государственные внебюджетные фонды.

Одним из самых ранних в России нормативных актов, закрепляющих налоговую политику в государстве, явился утвержденный в феврале 1810 г. «План финансов» Сперанского, который закрепил существующую налоговую систему, определив принцип, имеющий актуальность и в наши дни: «Сокращение издержек должно быть основано на том правиле, чтобы все необходимые издержки сохранить, полезные отложить, а излишние вовсе прекратить» (полезные издержки — это «те, без коих разные части управления хотя и могут обойтись и не останутся в своем действии, но без коих потерпят некоторое временное затруднение и умножат заботу их начальства»)**.

Нормативность современного выражения государственной налоговой политики определяется отнесением к совместному ведению Российской Федерации и ее субъектов установления общих принципов налогообложения и сборов в стране (п. 1 ст. 72 Конституции РФ). Согласно ст. 57 Конституции РФ «каждый обязан платить законно установленные налоги и сборы. Законы, устанавливающие новые налоги и ухудшающие положение налогоплательщиков, обратной силы не имеют».

В соответствии со своими конституционными полномочиями Правительство РФ устанавливает для предприятий порядок уплаты налогов, а также перечень предприятий и производств для льготного налогообложения, разрабатывает и представляет на рассмотрение Государственной Думы проекты федеральных законов по вопросам федеральных налогов и сборов, основ ценовой политики, федеральных банков.

Принятый в июле 1998 г. Налоговый кодекс РФ в ст. 4 установил, что Правительство РФ как федеральный орган исполнительной власти в пределах своих

* Пепеляев С.Г. *Налоговое право*. М., 2000. С. 322-323.

* См.: Грачева Е.Ю., Куфакова Н.А., Пепеляев С.Г. *Финансовое право России*. М., 1995. С. 42.

** У истоков финансового права. М., 1948. С. 37.

конституционных полномочий принимает нормативные правовые акты по вопросам, связанным с налогообложением и сборами^{***}.

Приоритеты налогообложения, направленные на стабилизацию государственных финансов, были заложены в Федеральном законе от 29 декабря 1998 г. «О первоочередных мерах в области бюджетной и налоговой политики»^{****}.

Основные начала государственной налоговой политики определены в ст. 3 Налогового кодекса РФ^{*}. Они состоят из следующих принципов:

- ➔ каждое лицо должно уплачивать законно установленные налоги и сборы;
- ➔ законодательство о налогах и сборах основывается на признании всеобщности и равенства налогообложения;
- ➔ при установлении налогов учитывается фактическая способность налогоплательщика к уплате налога исходя из принципа справедливости;
- ➔ налоги и сборы не могут иметь дискриминационный характер и различно применяться исходя из политических, идеологических, этнических, конфессиональных и иных различий между налогоплательщиками;
- ➔ не допускается устанавливать дифференцированные ставки налогов и сборов, налоговые льготы в зависимости от формы собственности, гражданства физических лиц или места происхождения капитала;
- ➔ допускается установление особых видов пошлин либо дифференцированных ставок ввозных таможенных пошлин в зависимости от страны происхождения товара;
- ➔ налоги и сборы должны иметь экономическое основание и не могут быть произвольными;
- ➔ недопустимы налоги и сборы, препятствующие реализации гражданами своих конституционных прав;
- ➔ не допускается устанавливать налоги и сборы, нарушающие единое экономическое пространство Российской Федерации и, в частности, прямо или косвенно ограничивающие свободное перемещение в пределах территории Российской Федерации товаров (работ, услуг) или денежных средств, либо иначе ограничивать или создавать препятствия законной деятельности налогоплательщика;
- ➔ ни на кого не может быть возложена обязанность уплачивать налоги и сборы, а также иные взносы и платежи, не обладающие установленными Налоговым кодексом РФ признаками налогов или сборов;
- ➔ акты законодательства о налогах и (или) сборах должны быть сформулированы таким образом, чтобы каждый точно знал, какие налоги (сборы), когда и в какой сумме он должен платить;
- ➔ все неустранимые сомнения, противоречия и неясности актов законодательства о налогах и сборах толкуются в пользу налогоплательщика (плательщика сборов).

*** См.: Собрание законодательства РФ. 03.08.1998. Ст. 3824.

**** См.: Собрание законодательства РФ. 04.01.1999. Ст. 1.

* См.: Собрание законодательства РФ. 03.08.1998. Ст. 3824.

Таким образом, основные направления налоговой политики, разрабатываемые и реализуемые Правительством РФ, вбирают в себя общие принципы и нормы государственного управления финансами (оздоровление и усиление финансового контроля, обеспечение мер по планированию и координации финансовой деятельности, обеспечение финансовых обязательств и гарантий государства и т.д.), которые содержатся в соответствующих федеральных законах, указах Президента РФ, постановлениях Правительства РФ и международных соглашениях. Эти акты практически устанавливают основы правового регулирования государственной политики по координации финансовой деятельности и налоговой политики.

Так, указы Президента РФ от 18 августа 1996 г. «О мерах по повышению собираемости налогов и других обязательных платежей и упорядочению наличного и безналичного денежного обращения»^{*} и от 8 мая того же года «Об основных направлениях налоговой реформы в Российской Федерации и мерах по укреплению налоговой и платежной дисциплины»^{**} обязывают финансовые государственные органы исполнительной власти и непосредственно Правительство РФ принять меры по совершенствованию системы банковского контроля за расчетами налогоплательщиков, усилить контроль за перечислением банками налоговых платежей в бюджет, рассмотреть вопрос об обоснованности и эффективности налоговых льгот, совершенствовать исчисление затрат.

Постановлением Правительства РФ от 9 июня 1998 г. утвержден Порядок пересчета задолженности юридических лиц по уплате пени по налогам и сборам, контроль за взиманием которых осуществляется органами Государственной налоговой службы Российской Федерации^{***}.

Налоговая политика Правительства РФ отражена и в *международных соглашениях*. Так, Соглашение о партнерстве и сотрудничестве между Российской Федерацией и Европейским сообществом, вступившее в силу 1 декабря 1997 г., содержит следующие ключевые позиции финансовой политики государства: «финансовые услуги», «контроль в сфере финансовых услуг», «совершенствование стандартов бухгалтерского учета» (ст. 72 Соглашения), «финансовая система и предотвращение отмывания денег» (ст. 81 Соглашения), «финансовое сотрудничество» (гл. X Соглашения), «поощрение и защита инвестиций (избежание двойного налогообложения)» (ст. 58 Соглашения). Правительство РФ выступает исполнителем этого Соглашения от Российской Федерации, поскольку входит непосредственно в Совет сотрудничества, созданный для его реализации.

Основные направления налоговой политики, вытекающие из общих направлений финансовой политики, заключаются в следующем: реализация совместной компетенции Российской Федерации и ее субъектов по установлению об-

* См.: Собрание законодательства РФ. 26.08.1996. Ст. 4144.

** См.: Собрание законодательства РФ. 13.05.1996. Ст. 2326.

*** См.: Собрание законодательства РФ. 15.06.1998. Ст. 2737.

щих принципов налогообложения и сборов; организация налогового контроля и повышение собираемости налогов; регулирование бухгалтерского учета; защита прав налогоплательщиков, совершенствование системы органов налогового регулирования и контроля, снижение налоговых ставок на производителя, переход на международные экономические нормативы и стандарты бухгалтерского учета при исчислении налогооблагаемой базы (оборота), дифференциация объектов налогообложения; сокращение налоговых льгот, совершенствование механизма налоговых отсрочек (соглашений о налоговых кредитах) и др.

Правительство РФ в лице его Межведомственной комиссии по реформированию бухгалтерского учета и финансовой отчетности, образованной согласно постановлению Правительства РФ от 7 ноября 1997 г., является координирующим органом по приведению национальной системы бухгалтерского учета и финансовой отчетности (являющихся основой для установления экономических показателей доходности хозяйственной деятельности и определения налогооблагаемой базы) в соответствие с *международными стандартами* и требованиями рыночной экономики.

Правовое регулирование бухгалтерского учета, который является составной частью налоговых отношений при исчислении налогооблагаемой базы, является важнейшей функцией Правительства РФ. Ст. 3 Федерального закона от 21 ноября 1996 г. «О бухгалтерском учете»^{*} устанавливает, что законодательство о бухгалтерском учете состоит, в числе прочих актов, из постановлений Правительства РФ. Они направлены на регулирование порядка учета хозяйственных операций, порядка оценки и переоценки имущества (основных фондов) и обязательств, инвентаризации имущества и обязательств, порядка амортизационных отчислений, определения состава затрат, относимых на себестоимость продукции, работ, услуг и др.

Правительственные меры в области политики налогообложения касаются и отдельных структур налогоплательщиков. Так, постановление Правительства РФ от 4 мая 1998 г. «О дополнительных мерах по обеспечению полноты уплаты налогов нефтедобывающими организациями»^{**} устанавливает, что необходимым условием вывоза нефти за пределы таможенной территории России нефтедобывающими организациями, имеющими задолженность по уплате налогов в бюджеты всех уровней, является принятие и выполнение ими обязательств перечислить в полном объеме валютную выручку от реализации нефти.

Правительство действует в соответствии с Налоговым кодексом РФ, Законом РФ от 27 декабря 1991 г. «Об основах налоговой системы в Российской Федерации»^{***}, по которому совокупность налогов, сборов, пошлин и других платежей, взимаемых в установленном порядке, образует *налоговую систему*.

* См.: Собрание законодательства РФ. 25.11.1996. Ст. 5369.

** См.: Собрание законодательства РФ. 04.05.1998. Ст. 2052.

*** См.: Российская газета. 10.03.1992.

От состояния налоговой системы, от того, достигнут ли оптимальный компромисс между фискальными интересами власти и интересами субъектов рыночной экономики, зависят не только текущие финансовые возможности власти, но и инвестиционный потенциал, емкость потребительского рынка, а также рост экономики в целом. Налоговая политика — это своего рода индикатор общегосударственной политики. По налоговой политике можно весьма определенно судить о фактических установках власти в деле реформирования общественных и экономических отношений в стране. Органом, непосредственно ответственным за проведение единой налоговой политики на территории Российской Федерации, является Министерство финансов РФ, а за ее выработку и осуществление отвечает Министерство РФ по налогам и сборам.

Одним из нормативных актов, содержащих концепцию налоговой политики, является специальное налоговое послание Президента РФ, направленное в мае 2000 г. в Государственную Думу РФ. В этом документе изложены направления налоговой реформы на ближайшую перспективу. В частности, в нем предложено следующее:

- снижение налогового бремени посредством отмены неэффективных и оказывающих негативное влияние на экономическую деятельность налогов, прежде всего тех, которые уплачиваются с выручки от реализации товаров, работ и услуг, ограничения (до 35-36%) налогообложения фонда оплаты труда, а также изменения подхода к определению налогооблагаемой базы при взимании налога на прибыль;
- выравнивание условий налогообложения, которое может быть обеспечено отменой всех необоснованных льгот, устранением деформаций в правилах определения базы по отдельным налогам;
- упрощение налоговой системы и сокращение количества налогов.

На первом этапе налоговой реформы было предложено отменить налог на содержание жилищного фонда и объектов социально-культурной сферы, налог на пользователей автомобильных дорог, налог на операции с ценными бумагами. В целях обеспечения социальной справедливости предлагалось перейти к единой ставке подоходного налога, существенно увеличив не облагаемый налогом минимум дохода.

На втором этапе ставился вопрос об отмене налога с продаж, налога на покупку иностранной валюты, отчислений на воспроизводство минерально-сырьевой базы; налог на имущество предприятий, физических лиц, а также земельный налог предполагалось заменить налогом на недвижимость.

Преобразования, которые осуществляются в настоящее время, уже начали приносить результаты — выросла собираемость налогов, снизились масштабы уклонения от их уплаты, снижается налоговое бремя на экономику.

Как и в большинстве развитых государств, налоговая политика в России в целом строится в направлении постепенного смягчения налоговых притязаний

посредством сокращения общего числа налогов, снижения их размеров и упрощения соответствующих фискальных процедур.

Вместе с тем нельзя не напомнить, что налоговая политика РФ формировалась в сложных условиях. Спад производства обострил проблему мобилизации доходов в государственный бюджет, поэтому налоговая политика носила преимущественно фискальный характер, который выразился в чрезмерном изъятии доходов у налогоплательщиков и в применении подавляющих производство методов исчисления и взыскания налогов.

С переходом к рыночным отношениям структура российской экономики, а с ней и вся финансовая система претерпели существенные изменения. Эти изменения, к сожалению, не обошли и бюджетную сферу государства, в которой задолженность по налогам и сборам приобрела характер масштабной и трудноразрешимой проблемы, что представляет серьезную угрозу экономической стабильности страны. Сегодня динамика задолженности по обязательным платежам имеет негативные тенденции к росту, а правоприменительная практика, к сожалению, испытывает определенные проблемы при восстановлении права государства на получение финансовых средств, необходимых для осуществления своих функций. Эта сфера разнообразна в формах своего проявления, достаточно латентна, поэтому возникает потребность совершенствования налоговой политики.

Процесс либерализации в налоговой сфере, реформирование налогообложения, проведение новой налоговой политики потребовали существенных изменений в финансовом, в частности бюджетном и налоговом законодательстве, а также проработки новой правовой базы налогового регулирования.

Между тем поспешность модернизации налоговой системы, проведенной по сценарию «шоковой терапии» менее чем за пять лет, не могла не отразиться на качестве правоотношений. Отрицательные тенденции в росте неплатежей налогов и сборов особенно четко проявились в предоставлении необоснованных льгот определенным хозяйствующим субъектам, особенно на начальном этапе процесса реформирования. Причем правовое регулирование бюджетных и налоговых отношений зачастую носит разноуровневый, изменчивый и противоречивый характер.

Как отмечают некоторые авторы, «спешно введенные современные формы налогов показывают далеко не ту эффективность, которая предполагалась при их внедрении: от общих сборов НДС до половины уходит на возвраты; налог на прибыль, введенный новой главой Налогового кодекса, не дает ожидаемого прироста поступлений (при том, что экономика сохраняет импульс роста); переход на «плоскую» шкалу подоходного налога с физических лиц не привел к выходу «из тени» значительных объемов заработной платы; введение инвестиционной составляющей в составе сборов по пенсионному страхованию создало, похоже, неразрешимую проблему с подбором надежных объектов инвестирования и т.д. Анализ действующих тенденций в динамике роста налоговых поступлений дает все основания предпола-

гать, что основной причиной этого роста является увеличение мировых (и внутренних) цен на энергоносители — но тогда, в случае возможного падения этих цен, неизбежны и серьезные потери налоговых доходов бюджетной системы»*.

Но несмотря на все сложности развития российской налоговой системы, «в нашем налоговом законодательстве, — по словам Президента РФ, — есть уже и примеры проработанности, продуманности норм. В первую очередь — ...норма о 13-процентном подоходном налоге. Пойдя на этот шаг, мы существенно стимулировали деловую активность, пополнили казну и упростили налоговую систему...»; что касается налоговой политики в области развития малого бизнеса, «очень важно, чтобы у местного самоуправления была возможность создавать собственные источники формирования бюджета за счет развития малого бизнеса, эффективного использования земель, иной недвижимости. При этом государственная власть — учитывая расходные полномочия муниципалитетов — могла бы обеспечить им долгосрочные нормативы отчислений от регулирующих налогов... Правительство РФ подготовило изменения в законодательство о налогообложении малого бизнеса. И в процессе работы с ними в Государственной Думе следует самым внимательным образом прислушаться к мнению самих предпринимательских объединений, чтобы не повторить истории, когда с введением единого социального налога налоговая нагрузка на малый бизнес, к сожалению, только возросла»*.

После завершения начатой в 2000 г. реформы налоговая система РФ должна стать необременительной для бизнеса не только по уровню налоговых ставок, но и в части процедур расчета и уплаты налогов, упорядочения налоговых проверок и отчетности, она должна стать справедливой для всех экономических агентов.

В своем выступлении перед депутатами Федерального Собрания в мае 2004 г. Президент РФ акцентировал внимание на том, что налоговая система по-прежнему избыточно ориентирована на фискальную функцию, в ущерб другим — прежде всего функции стимулирования роста конкурентоспособности. В этой связи налоговая система должна стать благоприятной для инвестирования и развития бизнеса — более благоприятной, чем в странах-конкурентах.

Одним из направлений налоговой политики в ближайшее время будет являться вопрос о необходимости снижения ставки единого социального налога с целью вывести из «тени» значительную часть оплаты труда, защитить социальные права работников, стимулировать заботу граждан о собственном пенсионном обеспечении. Еще одно актуальное направление либерализации налоговой политики на современном этапе — процедура снижения ставки налога на добавленную стоимость, легальное решение вопроса о своевременном возмещении этого налога по экспортным операциям, а также в отношении капитальных вло-

* Финансы. 2002. № 9. С. 38–42.

* Российская газета. 19.04.2002.

жений. Кроме этого, осуществляется работа по исключению налогообложения авансовых платежей. Важной правовой проблемой является разграничение правомерной (легитимной) практики налоговой оптимизации от случаев криминального уклонения от налогов.

Все преобразования в данной сфере должны быть направлены на стабилизацию бюджетной и налоговой политики с целью устранения всей неопределенности экономических условий ведения бизнеса – необходима взвешенная макроэкономическая политика государства.



Доц., д-р **Величко Петров**
Хозяйственная академия
им. Д.А. Ценова,
Республика Болгария, г. Свиштов*

МЕТОДЫ АНАЛИЗА И ОЦЕНКИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ (НА ПРИМЕРЕ АГРОФИРМ)

При принятии решения о вложениях инвестор должен располагать полной информацией по многим аспектам – отрасль, рыночная конъюнктура (внутренний и международный рынок), правительственная политика в области развития отрасли (рыночные механизмы), информация регионального характера и т.д. В данной статье внимание будет направлено на методы, посредством которых анализируются разработанные конкретные инвестиционные проекты. Для этой цели может быть использован широкий спектр предлагаемых экономической наукой подходов – экономических, статистических, математических.

Будем руководствоваться положением, что у каждого метода есть определенные преимущества, но вместе с тем есть и свои недостатки. Последнее выражается в том, что одним методом не могут быть охвачены все аспекты данного проекта – экономические, организационные, социальные и др.

При анализе крупных инвестиционных объектов с продолжительным сроком эксплуатации рекомендуется применение комплексного подхода с использованием различных методов и технологий, что обеспечит широкую информационную базу и многоаспектность оценок.

Методы оценки инвестиционных проектов условно можно разграничить по следующим критериям.

① В зависимости от требования дисконтирования денежных потоков:

– методы, не требующие дисконтирования денежных потоков. К ним можно отнести срок восстановления инвестиционных расходов, вопреки тому, что денежный нетто-поток (знаменатель отношения) может вычисляться на основании дисконтированных денежных потоков доходов и расходов. К этой группе относятся и методы вычисления эффекта от

* Обмен научными публикациями является частью сотрудничества между Финансовой академией при Правительстве РФ и Хозяйственной академией им. Д.А. Ценова, основанного на Договоре между двумя вузами.

использования отдельных ресурсов. Эти методы могут применяться при оценке объектов с меньшим эксплуатационным сроком или в качестве вспомогательных индикаторов при анализе;

– методы, требующие дисконтирования денежных потоков, – теперешняя нетто-стоимость, коэффициент “доходы-расходы”, аннуитетный метод и др., которые имеют те или иные разновидности. Здесь проблема связана прежде всего с тем, насколько будет достигнуто приближение к действительной величине дисконтного коэффициента (фактора). В условиях нестабильной экономики, к чему прибавляется и сильное воздействие факторов международного характера – экономических, политических и т.д., категорийные оценки этих анализов являются рисковыми. Это диктует необходимость многовариантности и комплексного подхода при оценке.

② В зависимости от вида анализируемых показателей (характеристик) проектов:

– *количественные методы* всегда предпочтительны, так как позволяют достичь большей детальности при обработке информации с использованием математических приемов и электронной обработки информационных данных;

– *непараметричные методы* применяются при обработке информации по категорийным (атрибутивным, качественным) признакам. Например, инвестиционный риск может быть “малым”, “умеренным”, “высоким” и т.д. Недостаток этих методов заключается в том, что оценивающий не всегда может быть уверенным в своих выводах, т.е. в принципе они дают некоторое приближение к действительным соотношениям, стоимостям и т.д.

③ В зависимости от количества оцениваемых инвестиционных проектов (вариантов):

– методы оценки одного проекта;

– методы оценки двух или более проектов (вариантов проекта одного и того же предназначения). Это методы сравнительного анализа, которые неприложимы тогда, когда оценивается только один объект.

Далее будут рассмотрены некоторые методы оценки инвестиционных проектов, которые, по нашему мнению, не столь часто встречаются в публикациях по проблематике инвестиционного анализа.

МЕТОД “РАССТОЯНИЕ ДО ЭТАЛОНА”

Этот метод может применяться для оценки проекта, который разработан в нескольких вариантах с одним и тем же предназначением (например,

животноводческая ферма для конкретного вида животных, но с различным поголовьем скота).

Известно, что масштабы производства оказывают влияние на экономические показатели. Одна из важных задач при проектировании сельскохозяйственного предприятия – установить его оптимальный размер. В контексте следующих рассуждений и оценки под “оптимальным размером” следует понимать тот, при котором возможен максимально высокий уровень использования наличных ресурсов, и на этой основе достигается показатель экономической эффективности производства, который обеспечивает конкурентоспособность продукции и рыночную стабильность предприятия.

При применении метода прежде всего следует подобрать показатели, на базе которых будет дана оценка и по которым будут сравниваться остальные варианты. Для показателей, находящихся в прямой зависимости от эффективности производства, эталонной является самая высокая величина соответствующего показателя. При показателях, которые находятся в обратной зависимости от эффективности, за эталонную берется самая низкая величина.

Основные показатели, характеризующие экономическую эффективность функционирования объекта, – производительность труда, себестоимость продукции, рентабельность (возвращаемость) на базе инвестиционных расходов (или на другой основе). В зависимости от особенностей объекта и его предназначения могут быть включены и некоторые специфические показатели. Например, если инвестируется создание пастбищного комплекса, в качестве специфического показателя может быть включен такой, как “кормо-протеиновые единицы с гектара пастбищной площади” и т.д.

Для большей точности стоимостные показатели могут быть вычислены на основании среднегодовой величины дисконтированных денежных потоков. Остальные натуральные показатели, как, например, объем продукции, необходимые трудозатраты в человеко-днях и др., вычисляются нормативным методом на базе проектной производственной мощности.

Для каждого показателя определяется коэффициент значимости (от нуля до единицы). Следует иметь в виду, что чем коэффициент ближе к нулю, тем “вес” показателя выше (т.к. изыскивается самое близкое расстояние до эталона). Величины коэффициентов могут определяться оценивающим экспертом или инвестором.

Для каждого варианта проекта вычисляется его расстояние до эталона по формуле:

$$R_1 = \sum_{j=1}^n K_j \left(1 - \frac{P_j}{P_E} \right)^2,$$

где:

R_j – расстояние до эталона при j -варианте проекта;

K_j – коэффициент значимости j -показателя;

n – количество показателей оценки;

P_j – величина оценки j -показателя;

P_E – эталонная величина этого же показателя.

Отношение $\frac{P_j}{P_E}$ берется в этом виде, когда оцениваются показатели, находящиеся в прямой зависимости от эффективности производства.

Для показателей, которые находятся в обратной зависимости, в расчеты включается $\frac{P_E}{P_j}$.

На последнем этапе работы производится ранжирование (нумерация) вариантов проекта по значимости, когда ранги устанавливаются в восходящем порядке величин расстояния до эталона. В сущности, ранги выражают классификацию вариантов проекта.

Первый пример

Агрофирма “Х” располагает тремя разработанными вариантами проекта создания животноводческой фермы с различным поголовьем скота. Величины оцениваемых показателей и классификация вариантов даны в табл. 1.

Таблица 1

Показатели	Варианты проекта			Эталон	Кoeffиц. значимости
	“А”	“Б”	“В”		
1 Производительность труда, лв./ч-день	50	55	45	55	0,9
2 Себестоимость 100 л молока, лв.	24	22	20	20	1,0
3 Норма возвращаемости инвестиционных расходов, %	15	12	14	15	0,8
Расстояние до эталона	0,0352	0,0403	0,0334		
Ранги вариантов	2	3	1		

Для иллюстрации произведем вычисления расстояния до эталона только для проекта “А”:

$$R_A = 0,9\left(1 - \frac{50}{55}\right)^2 + 1,0\left(1 - \frac{20}{24}\right)^2 + 0,8\left(1 - \frac{15}{15}\right)^2 = 0,0352.$$

Из полученных результатов видно, что самым предпочтительным является вариант "В", в то время как очень близко к нему по проанализированным параметрам находится вариант "А" и т.д.

РАСЧЕТНО-КОЭФФИЦИЕНТНЫЙ МЕТОД

При этом методе также необходимо в первую очередь осуществить подбор показателей, по которым будет проведена оценка. Последовательность работы следующая.

Коэффициенты приоритетности показателей вычисляются в двух вариантах (в зависимости от характера показателей):

- 1) при показателях, которые находятся в прямой зависимости от эффективности производства. Вариант проекта, при котором оцениваемый показатель имеет самую низкую величину, получает коэффициент, равный "единице". Коэффициенты для остальных вариантов (проектов) получают, если величину показателя оцениваемого варианта разделить на величину этого же показателя варианта, получившего коэффициент "единица";
- 2) при показателях, которые находятся в обратной зависимости от эффективности производства. Вариант проекта, при котором показатель имеет самую большую величину, получает коэффициент "единица". Величина показателя этого варианта последовательно делится на величины этого же показателя остальных вариантов, чтобы получить их коэффициенты.

Вычисленные по описанному способу коэффициенты суммируются по вариантам и ранжируются в нисходящем порядке, т.е. ранг "единица" получает вариант с самой большой суммой коэффициентов и т.д. Таким образом получается и упорядочение вариантов по приоритетности.

Сообразно с исходными данными *первого примера* решение по описанному методу следующее (табл. 2).

Таблица 2

Показатели	Варианты проекта		
	"А"	"Б"	"В"
1	1,11	1,22	1,00
2	1,00	1,09	1,20
3	1,25	1,00	1,17
Сумма коэффициентов	3,36	3,31	3,37
Ранги вариантов	2	3	1

Полученное упорядочение вариантов проекта сходно с предпочитаемым вариантом. Следует, однако, отметить, что не всегда по двум методам получаются одинаковые результаты.

МЕТОД ЭКСПЕРТНЫХ ОЦЕНОК

Метод экспертных оценок находит широкое применение в практике инвестиционных анализов. Точность результатов оценки в решающей степени обусловлена как подбором экспертов, так и методической подготовкой при проведении анализа. Необходимо, чтобы предварительно были дефинированы критерии, по которым будет производиться оценка, – норма возвращаемости расходов, уровень эффективности при функционировании объекта, жизненный цикл и т.д.

Выбранные эксперты, независимо друг от друга, на базе своих расчетов и анализа оценивают проекты, ранжируя их по значимости. После того как результаты экспертных оценок получены, одна из задач – проанализировать, насколько эксперты едины в оценках, т.е. каков уровень согласованности между ними. Когда налицо высокий уровень согласованности, инвесторы могут быть более уверенными при принятии решения. Когда согласованность оценок низка, рекомендуется применять и другие методы оценки.

Второй пример

Агрофирма располагает четырьмя разработанными проектами инвестирования, которые представлены к оценке пятью независимыми экспертами. Получены следующие результаты (табл. 3):

Таблица 3

Проекты	Ранги проектов по экспертам					Сумма рангов
	"А"	"Б"	"В"	"Г"	"Д"	
I	2	1	3	4	2	12
II	1	2	1	2	1	7
III	4	3	2	1	3	13
IV	3	4	4	3	4	18
Сумма рангов	10	10	10	10	10	50

Для оценки согласованности экспертов может быть вычислен коэффициент конкордации Кендала по формуле:

$$W = \frac{12 \sum D^2}{m^2 (m^3 - n)}$$

где:

$\sum D^2$ – сумма квадратов разницы между суммой рангов по проектам и средней суммой рангов;

m – количество экспертов;
 n – количество проектов.

Последовательность вычислительных процедур следующая.

Вычисление средней суммы рангов по формуле:

$$\frac{m(n+1)}{2} = \frac{5(4+1)}{2} = 12,5$$

Вычисление:

$$\sum D^2 = (12-12,5)^2 + (7-12,5)^2 + (13-12,5)^2 + (18-12,5)^2 = 61.$$

Замещаем в основной формуле

$$W = \frac{12.61}{5^2(3-4)} = \frac{732}{1500} = 0,49.$$

Если иметь в виду, что коэффициент W изменяется в границах от 0 до 1 и при величине, равной единице, показывает полную согласованность (все эксперты дают одинаковые ранги каждому проекту), то полученный результат показывает умеренный уровень согласованности. Все же предпочтение отдается проекту II, который обладает самой малой суммой рангов, а наименее приемлемым является проект IV.

Третий пример

В районное отделение Агробизнесбанка (условное наименование) поступили документы 120 желающих получить кредиты (кооперации, агрофирмы, фермеры).

Чтобы оценить риск “несобираемости” кредитов, документы были представлены двум экспертам, которые независимо друг от друга сгруппировали инвестиционные объекты сообразно со степенью риска в три группы: “малый”, “умеренный” и “высокий”. Были получены следующие результаты (табл. 4).

Таблица 4

Оценки второго эксперта	Оценки первого эксперта			Суммы по рядам
	"малый"	"умеренный"	"высокий"	
"малый"	18	4	3	25
"умеренный"	12	40	8	60
"высокий"		16	19	35
Суммы по колонкам	30	60	30	120

Чтобы оценить уровень согласованности между двумя экспертами, можно применить Кап-коэффициент Коена, вычисляемый по формуле:

$$K = \frac{N \sum_{i=1}^n f_{ij} - \sum \left(\sum_{i=1}^n r_i \cdot \sum_{j=1}^n C_j \right)}{N^2 - \sum \left(\sum_{i=1}^n r_i \sum_{j=1}^n C_j \right)}, \text{ где}$$

N – количество желающих получить кредиты (кол-во проектов);

$\sum_{i=1}^n f_{ij}$ – сумма количества проектов в клетках по главной диагонали таблицы (сверху и слева направо);

$\sum_{i=1}^n r_i$ – сумма количества проектов по i -ряду;

$\sum_{j=1}^n C_j$ – сумма количества проектов в j -колонке.

Величина этого коэффициента изменяется в границах от -1 до $+1$. При $+1$ налицо полная согласованность, т.е. все проекты попадают в клетки главной диагонали ("малый", "умеренный", "высокий"). При -1 налицо полная несогласованность, т.е. один эксперт дает всем проектам оценку "высокого риска", а другой дает всем проектам оценку "малого риска". Нулевая величина коэффициента – это граничная стоимость между согласованностью и несогласованностью.

Вычисление коэффициента совершается в следующей последовательности:

$$\sum_{i=1}^n f_{ij} = 18 + 40 + 19 = 77 ;$$

$$\sum \left(\sum_{i=1}^n r_i \cdot \sum_{j=1}^n C_j \right) = 25,30 + 60,60 + 35,30 = 5400.$$

Замещаем:

$$K = \frac{120,77 - 5400}{120^2 - 5400} = \frac{3840}{9000} = 0,43 .$$

Из полученного результата можно сделать вывод, что уровень согласованности между двумя экспертами умеренный. При предоставлении кредита есть основания полагать, что преимущество должны иметь 18 проектов (в первой клетке таблицы), которым оба эксперта дали оценку "малого риска".

ЛИТЕРАТУРА

-
-
1. *Гитингер Дж. Грайс.* Икономически анализ на селскостопанските проекти.
С.: ВЕНЕЛ, 1992.
 2. *Съйкова Ив., Къналиева А., Съйкова Св.* Статистическо изследване на зависимости.
С.: Университетско издателство “Стопанство”, 2002.
 3. *Георгиев Ив., Цветков Цв.* Мениджмънт на фирмените иновации и инвестиции.
С.: Университетско издателство “Стопанство”, 1997.
 4. *Матеев М.* Основи на инвестиционния мениджмънт. В. Търново: “Абагар”, 1998.



**В. Валериу Лукриан**

студент Института налогов и налогообложения

О РУМЫНО-РОССИЙСКИХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЯХ

“Нас не интересуют низкие пошлины на подводные лодки, но мы хотели бы максимального снижения пошлин на мебель или вино”.

Адриан Нэстасе,

премьер-министр Румынии

Пути, которые были избраны целым рядом стран бывшего социалистического лагеря, отразились как на динамике и направленности вектора экономического роста, так и на отношениях, связанных с двусторонними и многосторонними приоритетами в экономической сфере. За плечами печальный опыт «перенастраивания» ракурса национальных экономических приоритетов на Запад. При этом в силу политических амбиций словно бы забывается о вековых, сложившихся прежде экономико-социальных связях.

Румыно-российский опыт не стал исключением в постперестроечный период неустойчивости, межполитического раздора и нежелания думать о перспективах. Теперь как никогда ясно, что российский рынок – это «великая потребительская корзина», которая могла бы пополняться в том числе и румынским товаром, хорошо зарекомендовавшим себя в прошлом. Но так как политическая конъюнктура превалировала над экономическим резонансом, румынские сегменты рынка оказались заняты другими странами, другими малоизвестными производителями.

Несмотря на то что объем товарооборота в последние годы носил довольно устойчивый характер, с точки зрения структуры он не способен удовлетворить ни одну из сторон. Российскую сторону вряд ли устраивает сырьевая направленность поставок в Румынию, когда большая часть российского экспорта сконцентрирована на поставках энергетического сырья (нефти, природного газа и угля). В свою очередь румынская сторона обеспокоена серьезным дисбалансом взаимной торговли.

РОССИЙСКАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА НА РУМЫНСКОМ РЫНКЕ

Инвестиции наряду с развитием экспорта считаются в Румынии основным двигателем экономического роста. За период с 1990 по 2003 г. в экономику страны вложено свыше 68 млрд. долл. Объемы капиталовложений в теку-

щих ценах растут из года в год, однако в пересчете на доллары они сокращались до 2000 г. и лишь в течение последних лет отмечен заметный рост, что местные аналитики связывают с приходом к власти однопартийного правительства социал-демократов.

В 2003 г., по официальной оценке, объем капиталовложений вырос на 6,4% по сравнению с предыдущим годом. Примерно 42,5% инвестиций приходилось на строительные работы (рост на 5,2%), а 46% – на оборудование и транспортные средства (рост на 8,9%). Более быстрыми темпами (15,3%) росли инвестиции в частном секторе, доля которого в общем объеме капиталовложений превысила 61%.

Привлечению иностранных инвестиций способствует наличие в Румынии емкого внутреннего рынка (более 22 млн. потребителей), расположение страны на перекрестке традиционных торговых путей, обеспечивающих доступ к 200 млн. потребителей в радиусе 1000 км, развитая инфраструктура для водного транспорта (в т.ч. крупнейший на Черном море порт Констанца и выход к Северному морю через систему каналов Дунай – Рейн), наличие достаточно подготовленной и сравнительно дешевой рабочей силы, богатые природные ресурсы и законодательство, гарантирующее свободный доступ иностранных юридических и физических лиц к румынским рынкам и отраслям экономики.

Руководством Румынии уделяется особое внимание привлечению в страну иностранного капитала. В 2002 г. было создано специальное правительственное *Агентство по иностранным инвестициям*. Его целью, как было объявлено, является ликвидация отставания Румынии, которая занимает одно из последних мест среди восточноевропейских стран по масштабам прямых иностранных инвестиций. Несмотря на определенный рост их объемов в течение ряда лет (1 млрд. долл. в 2000 г., 1,1 млрд. долл. в 2001 г. и 1,2 млрд. долл. в 2002 г.), Румыния занимает по этому показателю 10-е место из 12. Для сравнения, Польша привлекает в год около 9 млрд. долл. инвестиций – это столько, сколько Румынии удалось привлечь за последние 13 лет, несмотря на упоминавшиеся благоприятные факторы. Цель нового Агентства – значительно увеличить объемы притока иностранного капитала в ближайшие годы путем создания привлекательной деловой среды.

Румынское законодательство позволяет иностранцам вкладывать капитал в любой форме (валюта, оборудование, средства транспорта, материалы, запасные части, другие товары и услуги, интеллектуальная собственность, ноу-хау и т.д.), направлять получаемые в леях дивиденды на увеличение акционерного капитала или на финансирование новых проектов, приобретать любые акции на местном рынке капитала или у приватизационного ведомства. Ограничений по доле иностранного участия в компаниях на территории Румынии нет. Для прямых инвесторов нет также ограничений

по переводу за границу средств (прибылей или средств от ликвидации дела) при условии уплаты всех налогов.

На конец 2003 г. в Румынии зарегистрировано около 85 тыс. смешанных предприятий с иностранным участием. Объем участия иностранных инвесторов в их акционерном капитале составляет около 8 млрд. долл. По количеству совместных предприятий на первом месте Италия (11 401), далее Германия (9782) и Турция (7796). По объему вложенного капитала первые места занимают Голландия (14,4% общего объема участия), Германия (9,8%), США (8,4%), Франция (8,0) и Кипр (6,8%).

Распределение совместных предприятий по роду деятельности следующее: оптовая торговля – 37,42% предприятий, промышленность – 19,09%, розничная торговля – 19%, профессиональные услуги – 9,94%, сельское хозяйство – 4,29%, туризм – 4,08%, транспорт – 3,33%, строительство – 2,85%.

Хотя в конце 2002 г. удельный вес частного капитала в Румынии достиг 54,8% и частная собственность стала доминирующей, процесс приватизации государственных предприятий еще далек от завершения.

В Румынии зарегистрировано более 200 совместных предприятий с российским участием, а по объему вложенного капитала Россия занимает 53-е место. Следует, правда, учитывать, что основные российские инвесторы, принявшие участие в процессе приватизации крупных государственных предприятий (это "Лукойл", ОАО "ОМЗ", "Русский алюминий", "Мечел", "Менатеп", "МДМ"), пришли в Румынию через *свои зарубежные филиалы*, и их немалые капиталовложения относятся румынской статистикой к другим странам.

Россияне, в частности, заинтересованы в модернизации тепловых и гидравлических электростанций. Румынская сторона предлагает, на наш взгляд, стратегически важные для экономического роста отрасли и направления:

- ✧ *переработка российской нефти на румынских НПЗ;*
- ✧ *ремонт и строительство в Румынии судов для российского флота;*
- ✧ *поставки в РФ железнодорожного подвижного состава;*
- ✧ *осуществление в России промышленного и гражданского строительства.*

Россия заинтересована в активном участии в приватизации в Румынии, однако отдельные положения румынского законодательства относительно «режима иностранцев» вызывают озабоченность российских инвесторов и создают трудности. Распоряжение № 194, принятое правительством Нэстасе год назад, ужесточает условия пребывания в Румынии для определенных категорий инвесторов, в том числе для инвесторов из РФ: чтобы начать дело в Румынии, необходимо иметь 100 тыс. евро, иметь бизнес-план,

подтверждающий «благие цели» предприятия для экономики Румынии и т.д.

В целом деятельность россиян в Румынии может способствовать:

- ✧ *росту румынского экспорта как в РФ, так и в третьи страны;*
- ✧ *созданию рабочих мест;*
- ✧ *решению местных социальных проблем.*

Как бы то ни было, практика показала, что российские инвесторы приходят с серьезными намерениями, а их деятельность обеспечивает рост румынского экспорта, причем не только в Россию.

Согласно румынской статистике, прямые российские инвестиции по состоянию на 21 декабря 2003 г. составили 3,6 млн. долл. Фактически этот показатель гораздо больше, и это объясняется тем, что румынская статистика не учитывает страну происхождения капитала. На деле же большая часть инвестиций, поступающих в Румынию из Голландии, Германии, Великобритании и других европейских стран – это стопроцентный российский капитал.

Так, например, трубный завод "Артром" в г. Слатина был приобретен российской фирмой из Германии, завод по производству проволоки "Индустрия Сырмей" в г. Кымпия Турзий – другой российской фирмой из Швейцарии, завод по производству нефтяного оборудования UPET в г. Тырговиште – российской фирмой из Англии.

"Лукойл" появился на румынском рынке не из России, а из Голландии. При этом инвестиции одного "Лукойла" составляют 325 млн. долл. (стоимость акций, прямые инвестиции и погашение старых долгов). За UPET было заплачено 8,5 млн. долл., а за завод по производству глинозема в Ораде – 12 млн. долл. Вся сделка по предприятию "Индустрия Сырмей" обошлась российскому инвестору в 27 млн. долл.

Российские инвесторы заинтересованы также в участии в приватизации национальной нефтяной компании "Петром", газораспределительных компаний, заводов "Петротуб" и "Карома". Для дальнейшего развития энергетического сектора Россия готова предоставлять Румынии кредиты под гарантию правительства для модернизации тепловых и гидроэлектростанций.

Активизировалась и *банковская среда*, став более благоприятной для всех категорий бизнеса наших государств. Аргументы говорят сами за себя. Так, руководство румынского экспортно-импортного банка Эксимбанк и российского Внешторгбанка подписали соглашение, в соответствии с которым Внешторгбанку открывается кредитная линия в сумме 10 млн. долл. Соглашение было подписано непосредственно в резиденции румынского правительства в рамках визита премьер-министра РФ в Бухарест. Кредитная линия призвана стимулировать румынский экспорт в Российскую Фе-

дерацию. За счет этого кредита Внешторгбанк будет финансировать 85% стоимости каждого контракта, заключаемого российскими импортерами с румынскими экспортерами. Одним из условий для российского импортера является оплата как минимум 15% от общей стоимости контракта, заключенного с румынским экспортером, до оплаты первой поставки.

Взаимодействие Внешторгбанка и румынских банков является основой для эффективного банковского сопровождения коммерческих сделок, что повлечет за собой рост товарооборота. С подписанием рамочных соглашений о сотрудничестве между Внешторгбанком, с одной стороны, и Румынским коммерческим банком и Эксимбанком – с другой (февраль 2002 г.), а также кредитного соглашения между Внешторгбанком и Эксимбанком (март 2003 г.) наметились некоторые подвижки в решении проблемы банковского сопровождения контрактов. Свою нишу в этой сфере пытается занять и приобретенный в 2001 г. Московским коммерческим банком инвестиций и технологий румынский банк "Униря" (в декабре 2002 г. преобразован в "Нова-банк"). Следует также упомянуть, что в июне 2003 г. в Бухаресте открыт Российско-румынский деловой центр.

ТОРГОВЫЙ ДИСБАЛАНС ЭКОНОМИЧЕСКИХ ОТНОШЕНИЙ

Как уже говорилось, Россия не может быть удовлетворена сырьевой направленностью своего экспорта: нефть и природный газ составляют сегодня 90% поставок в Румынию. Внешнеторговый дисбаланс вызывает озабоченность у обеих сторон, поскольку существенно тормозит развитие торговли.

ВНЕШНЕТОРГОВЫЙ ОБОРОТ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ С РУМИНИЕЙ
(по данным румынской таможенной статистики)

ТОВАРЫ	Поставлено на 30.06.2003		Удельный вес, %
	Кол-во, т	Сумма, тыс. долл.	
Товарооборот, всего		969 870	
Экспорт России, всего	2 295 467	947 350	100
в том числе:			
Нефть, нефтепродукты, тыс. т	2 014 517	433 946	45,82
Газ природный	–	387 593	40,86
Уголь, тыс. т	976	46 466	4,85
Черные металлы	85 573	24 420	2,53
Продукция неорганической химии	21 707	5587	0,59
Минералы, сажа, зола	116 074	3584	0,37
Продукция органической химии	9100	3649	0,38
Изделия из цинка	4517	3767	0,39
Удобрения	34 144	4772	0,5
Другие товары	–	17 621	1,86

<i>Импорт России, всего</i>	35 379	22 520	100
в том числе:			
Продукция неорганической химии	25 090	5348	23,79
Мебель	825	3652	16,23
Металлоизделия	4062	3022	13,41
Машины и оборудование, группа 84	604	3239	14,4
Медикаменты	28	950	4,21
Древесина и древесный уголь	2352	563	2,5
Семена и фрукты	97	321	1,42
Фруктово-овощная продукция	1963	566	2,51
Бумага и картон	210	674	3
Машины и оборудование электрические	148	464	2,2
Другие товары	–	3721	16,33

Зачастую мы с некоторой ностальгией ссылаемся на "российский рынок" точно так же, как и жители России испытывают определенную нехватку некоторых румынских товаров. Это обстоятельство говорит об очень важной вещи – о существовании громадного поля экономического сотрудничества, и наш долг заключается в том, чтобы заставить это поле приносить плоды.

Россия была и остается важным экономическим партнером Румынии и даже сегодня входит в пятерку ее ведущих торговых партнеров.

Вместе с тем мы не можем не заметить напряженных моментов, имеющих в наших экономических отношениях. В первую очередь беспокоит динамика отрицательного сальдо торгового баланса между нашими странами, которое составляет 1/3 от торгового дефицита Румынии на фоне беспрецедентного уменьшения объемов румынского экспорта на российский рынок. Красноречивым примером явился показатель товарооборота между нашими странами в 2002 г., когда на общий объем товарообмена в 1,326 млрд. долл. объем румынского экспорта на российский рынок составил всего лишь 40 млн. долл. Это самый низкий показатель в истории торговых отношений между нашими странами.

Не радуется тот факт, что резкое сокращение объемов румынского экспорта в Российскую Федерацию совпало с периодом, когда общий показатель румынского экспорта возрос примерно на 22%. Румынская сторона выразила четкое стремление к расширению двусторонних экономических отношений, выделив 33% из бюджетного фонда только на поддержание экспорта в Россию. Этот факт заставляет задуматься. Либо мы не знаем, как необходимо действовать, и неэффективно расходует выделенные на цели экспорта средства, либо нам не удалось найти путей поддержания данного типа экспорта, что явно не на пользу общеэкономическому росту в наших странах.

С этой точки зрения важно подчеркнуть следующее:

- ✧ *существует потребность в пересмотре позиций, затрагивающих условия продвижения румынских товаров на российский рынок;*
- ✧ *необходимо принять во внимание ход развития переговоров по проблеме присоединения Российской Федерации к Всемирной торговой организации;*
- ✧ *необходимо решить и проблему, касающуюся установления уровня таможенных пошлин, что поддержит в дальнейшем товарооборот между нашими странами и будет способствовать развитию румынского экспорта.*

Экономические отношения между Румынией и Российской Федерацией должны диверсифицироваться. Румыния предполагает использовать свой экономический потенциал путем экспорта в РФ и заинтересована в определении стратегических объектов по кооперированию для сбалансирования товарообмена. Необходимо политическое содействие правительств для конкретизации согласованных объектов, а также для других *взаимовыгодных проектов.*

Одним из таких проектов может стать создание совместного предприятия между концерном "Газпром" и румынской фирмой, способного обеспечить как прямой импорт российского природного газа, так и его сбыт в Румынии, а также поставку установок, оборудования и другой продукции для концерна "Газпром". Необходимо продолжение сотрудничества в области транзита через Румынию российского природного газа и строительство на ее территории подземных емкостей для природного газа, а также в области переработки российской нефти на нефтеперерабатывающих предприятиях Румынии. В ряду совместных проектов можно упомянуть строительство морских судов на румынских судостроительных верфях в рамках программы по восстановлению российского флота; строительство железнодорожного подвижного состава по российской документации; участие румынских специализированных фирм в сооружении на территории России объектов соцкультбыта, промышленных объектов и пр. По мере заключения соответствующих контрактов можно будет наладить взаимовыгодное сотрудничество.

Как и прежде, немаловажное значение имеет развитие обмена туристами для отдыха и лечения в качестве частичной компенсации торгового дисбаланса. Нельзя не учитывать уже сложившуюся традицию и установившиеся отношения между частными лицами и рядом фирм.

Чтобы сбалансировать торговлю в условиях, когда Румыния не в состоянии произвести достаточное количество товаров для российского рынка, а Россия должна диверсифицировать свой экспорт, стоило бы подумать об участии российских компаний в крупных инвестиционных проектах в Румынии: в уже упоминавшейся приватизации компаний топливно-

энергетического комплекса ("Петром", распределение газа и электроэнергии), в модернизации тепловых и гидроэлектростанций, в завершении строительства энергоблоков 2 и 3 АЭС "Чернаводэ", расширении сети газопроводов. Еще одна идея касается экспорта электроэнергии из России, которая дешевле, чем в Румынии.

Очень важную роль играет и деятельность *торгово-промышленных палат*. Знание экономического потенциала, своевременность заключения сделок, предлагаемых нашими странами, представляют существенный элемент для координации взаимовыгодного сотрудничества. Работу центров поддержки торговли, профессиональных ассоциаций и иных специализированных учреждений необходимо подключить к достижению договоренностей, касающихся взаимобмена торгово-экономической информацией.

По нашему мнению, данные инициативы пробудят больший интерес в новом поколении румынских бизнесменов по отношению к российскому рынку. Речь идет не об интересах частного характера (только на уровне фирм), но о более масштабном сотрудничестве на уровне обеих стран. Мы должны осознавать, что в сегодняшнем мире основанием прочной политической связи является серьезная и всесторонняя экономическая связь и что рост экономических показателей – это не только правильно продуманная внутренняя политика, но и политика экономической дипломатии и взаимовыгод.

Настал момент для того, чтобы в полной мере оценить преимущества нашего соседства и традиций, но уже на новой, более современной и, если можно так сказать, прагматичной основе.

Россия – огромная страна, и румынские товары известны российским потребителям. Совершенно ясно, что если мы будем ориентироваться на насыщенный и дорогой рынок Москвы и не найдем других зон, успеха в существенном увеличении румынского экспорта мы не добьемся.

По состоянию на июнь 2003 г. внешнеторговый оборот между двумя странами составил 101,88% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. В том числе российский экспорт увеличился на 5,86%, импорт на 11,43%. Положительное сальдо России в торговле с Румынией продолжало увеличиваться и достигло 924 830 млн. долл.; а российский экспорт более чем в 40 раз превышает импорт.

♦ ♦ ♦

За период пережитых нашими странами драматических перемен появились новые экономические субъекты, изменились механизмы финансирования, потребительский спрос, требования рынка и т.д. Необходимо возобновить прерванные связи, вернуть взаимное доверие, лучше понять взаимные интересы. Предрассудки, не всегда удачный опыт недавнего прошлого, геополитическая конъюнктура, а также отсутствие диалога между румынскими

и российскими политиками не принесли пользы ни одной из сторон. Теперь дан новый импульс развитию экономических отношений между нашими государствами.

Не имеет смысла ностальгировать по поводу СЭВ, т.е. Совета Экономической Взаимопомощи. Экономических взаимобменов, продиктованных исключительно политическими соображениями, больше не будет. Для всех очевиден тот факт, что строить отношения необходимо в условиях рыночной экономики. Именно с этой точки зрения следует рассматривать возобновление двустороннего экономического и политического сотрудничества. Крупные совместные политические проекты должны стать основой диалога между новой Россией и новой Румынией. Но без прочной экономической составляющей и политические связи не могут быть прочными.

Очевидно, что экономический вектор становится наиболее существенным не только для румыно-российских отношений, – по сути, он является важнейшей чертой нынешней эпохи, когда в мире доминируют процессы глобализации и экономической интеграции.

ЛИТЕРАТУРА

- «Русские сражаются между собой за "Петром"»//Газета “Зиуа” (“День”), 26.03.2003 г.
- Бюллетень прессы по визиту в Румынию Председателя Правительства РФ (март 2003 г.)//Газета “Адевэрул” (“Правда”), 27.03.2003 г.
- Материалы переговоров премьер-министров Румынии и РФ//Газета “Курьерул национал” (“Национальный курьер”), 28.03.2003 г.
- «Россия открывается для румынских товаров»//“Зиуа”, 29.03.2003 г.
- «Российские инвесторы недовольны румынскими властями»//“Адевэрул”, 29.03.2003 г.
- «Президента Илиеску пригласили в Москву»//“Адевэрул”, 29.03.2003 г.
- Из выступлений участников Румыно-российского экономического форума//“Адевэрул”, 31.03.2003 г.
- «Экспортно-импортный банк Румынии Эксимбанк открывает для Внешторгбанка России кредитную линию в сумме 10 млн. долл.»//“Зиуа”, 01.04.2003 г.
- «Российский островок» на COST» (комбинат спецсталей в г. Тырговиште)// “Адевэрул”, 01.04.2003 г.
- «Российский бизнес процветает в Румынии»//“Зиуа”, 01.04.2003 г.



З.А. Воробьева

аспирантка кафедры «Ценные бумаги
и финансовый инжиниринг»

РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ: СТРУКТУРА, ДИНАМИКА РАЗВИТИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

За период становления рынка корпоративных облигаций в России с середины 1999 г. и к началу 2004 г. 154 эмитентами (предприятиями различных отраслей) размещено 238 выпусков на сумму порядка 161,6 млрд. руб. по номиналу; финансовыми структурами (банками, небанковскими кредитными организациями, а также дочерними обществами, со стопроцентным участием банка-учредителя) размещено 76 выпусков на сумму (по номиналу) 45,6 млрд. руб., в том числе семь выпусков квазиипотечных ценных бумаг, размещенных четырьмя операторами рынка ипотечных кредитов на сумму 4,7 млрд. руб.

Данные о размещении и погашении выпусков (см. табл. 1) демонстрируют динамичный рост рынка корпоративных облигаций. Наибольшее развитие он получил в 2002–2003 гг., когда было размещено 59% от общего количества и 65% от общего объема выпусков.

1. Динамика размещения и погашения выпусков корпоративных облигаций

	Количество выпусков		Объем выпусков, тыс. руб.	
	размещено	погашено	размещено	погашено
1999 г.	11	0	12 877 007	0
2000 г.	42	10	31 919 585	860 000
2001 г.	73	15	29 174 000	2 575 700
2002 г.	95	52	57 186 500	17 365 407
2003 г.	89	41	71 500 000	33 171 485

Рост числа эмиссий и превышение количества и объемов размещаемых выпусков над количеством и объемами погашаемых в большинстве кварталов исследуемого периода обусловило положительную динамику изменения емкости (рассчитанной как суммарная номинальная стоимость облигаций, находящихся в обращении) и количества выпусков в обращении (см. табл. 2).

2. Динамика емкости рынка и количества выпусков в обращении

	Количество выпусков	Емкость рынка, тыс. руб.
01.01.00	11	12 877 007
01.01.01	43	43 935 692
01.01.02	101	70 533 992
01.01.03	144	109 855 085
01.01.04	182	148 229 600

Изменение структуры рынка корпоративных облигаций в части существенного поступательного увеличения доли выпусков со сроком обращения более одного года, но не более трех лет при сокращении роли краткосрочных выпусков (см. табл. 3) свидетельствует об усилении позиции корпоративных облигаций как инструмента финансирования долгосрочных инвестиционных проектов.

3. Структура рынка корпоративных облигаций по срокам обращения выпусков

		Количество выпусков	В % от общего количества выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от общего объема выпусков
1999 г.	до 1 года	2	18,18%	17 000	0,13%
	более 1 года, но не более 3 лет	4	36,36%	4 076 985	32,29%
	более 3 лет	5	45,45%	8 534 000	67,58%
2000 г.	до 1 года	18	42,86%	2 566 700	7,73%
	более 1 года, но не более 3 лет	16	38,10%	19 943 830	60,03%
	более 3 лет	8	19,05%	10 021 000	30,16%
2003 г.	до 1 года	4	4,88%	750 000	1,00%
	более 1 года, но не более 3 лет	69	84,15%	57 084 990	76,01%
	более 3 лет	9	10,98%	17 270 000	22,99%

К 2003 г. резко снизилась доля краткосрочных выпусков (срок обращения менее одного года), что объясняется улучшением условий краткосрочного кредитования и размещения векселей, в т.ч. в связи с развитием рынка облигаций как конкурирующего. При этом один из наиболее важных факторов, существенно повышавших относительную стоимость краткосрочного финансирования с использованием корпоративных облигаций – налог на операции с ценными бумагами, – сохранялся неизменным.

Не менее важный предмет анализа – объем размещаемых выпусков облигаций, т.к. традиционно выпуски облигаций позволяют привлекать большие объемы средств, чем банковские кредиты.

Структура рынка по объемам выпусков показана в табл. 4. Основной тенденцией стало последовательное укрупнение выпусков облигаций, что особенно ярко проявилось в эмиссиях нефинансовых организаций. С развитием вторичного рынка облигаций к 2003 г. стандартными сроками обращения стали 2 и 3 года, а объемами эмиссии – 500, 1 000 и 1 500 млн. руб.

4. Структура рынка корпоративных облигаций по объемам выпусков

		Количество выпусков	В % от общего количества выпусков	Объем выпус- ков, тыс. руб.	В % от общего объема вы- пусков
1999 г.	до 300 млн. руб.	5	45,45%	113 985	0,90%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	0	0,00%	0	0,00%
	более 1 000 млн. руб.	6	54,55%	12 514 000	99,10%
2000 г.	до 300 млн. руб.	23	50,00%	1 457 135	4,39%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	13	28,26%	8 363 830	25,18%
	более 1 000 млн. руб.	10	21,74%	23 400 000	70,44%
2003 г.	до 300 млн. руб.	19	23,18%	2 994 990	3,99%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	42	51,22%	28 210 000	37,56%
	более 1 000 млн. руб.	21	25,61%	43 900 000	58,45%

По состоянию на конец 2003 г. сравнение основных параметров облигаций и кредитов коммерческих банков дает следующие результаты:

- приблизительно равная стоимость заимствования: 12–17% годовых* по рублевым кредитам и 10–16% по корпоративным облигациям;
- существенное превышение сроков обращения облигаций над сроками предоставления кредитов: 75% (от общего объема) кредитов выдается на срок менее 1 года и 5% на срок более 3 лет, 75% средств привлечено при помощи выпуска облигаций на срок 2-3 года и 25% – на срок более 3 лет**;
- средний объем выпуска облигаций существенно превышает средний объем банковского кредита.

Отраслевая структура эмиссий корпоративных облигаций также претерпела изменения. Для 1999–2001 гг. характерна высокая концентрация ресурсов в лидирующей отрасли с тенденцией к снижению (в 1999 г. 67,09% от объема зарегистрированных выпусков приходилось на эмиссии предприятий нефти и газа; в 2000 г. 39% – на энергетику; в 2001 г. 45% – нефть и газ).

* В соответствии с данными Бюллетеня банковской статистики № 11(126) – www.cbr.ru

** Рассчитано на основании параметров выпусков корпоративных облигаций, размещенных в 2003 г.

К 2003 г. распределение ресурсов стало более равномерным, а отраслевой состав эмитентов существенно расширился.

Этапы развития рынка корпоративных облигаций

В зависимости от экономической ситуации в стране, изменений в законодательстве, в том числе в налоговой сфере, предприятия осуществляли облигационные заимствования на различных условиях, определивших характерные черты того или иного этапа в развитии рынка корпоративных облигаций России. И на каждом этапе становления этого сегмента финансового рынка применялись определенные методы и инструменты финансового инжиниринга, адекватные общим макроэкономическим показателям.

1 этап. Докризисное стихийное развитие рынка.

Характерные параметры эмиссий:

- товарная индексация или погашение в товарное форме;
- эмитенты: производители или предприятия добывающей отрасли;
- небольшое число эмитентов и выпусков;
- отсутствие организованного вторичного рынка.

Впервые в России облигации, сконструированные на основе финансового инжиниринга, возникли как ответ на высокую инфляцию и дефицит товаров. Предприятия, нуждавшиеся в привлечении инвестиционных средств, не могли использовать инструменты фондового рынка с фиксированной доходностью, поскольку отсутствовали инвесторы, готовые принять на себя процентный риск, а ставки по банковским кредитам были слишком высоки. Дефицит товаров побуждал потребителей искать новые (нетрадиционные) способы их приобретения. Инструментом, удовлетворявшим потребности обеих сторон, стали корпоративные облигации с встроенным деривативом на товары, продукцию, ресурсы, производимые или добываемые самими заемщиками.

Наиболее известными выпусками этого этапа стали контракты «Гермеса» (1992 г.), привязанные к индексу цен на нефть (продукты нефтепереработки, лесоматериалы); облигации Автоваза (1993 г.), привязанные к индексу цен на автомобили*; облигации нефтяной компании ОАО «Коминнефть», выплаты по которым осуществлялись товарной продукцией или в денежной форме (расчет суммы производился на основе результатов фактической реализации нефти по отпускным ценам эмитента**) и т. д.

Эти инструменты отвечали основному принципу финансового инжиниринга – *предоставление возможности участия инвестору в росте доходов эмитента*. Однако другой важный принцип – *объективный и не зависящий от эмитента порядок определения стоимости инструмента финансового инжиниринга* – не соблюдался: в большинстве случаев в качестве параметра, по которому производилась индексация, использовались отпускные цены самого производителя, что могло приводить к значительным злоупотреблениям. Основным методом финансового инжиниринга являлось *ком-*

* См.: Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995.

** Проспект эмиссии облигационного займа ОАО «Коминнефть»//Экономика и жизнь. 1994. № 18. С. 10.

бинирование, применявшееся для конструирования *плотности* и *способа погашения*. Финансовый инжиниринг применялся для придания облигации характеристик кредита, погашаемого в товарной или денежной форме, как наиболее понятного для сторон финансового продукта; при этом включенные в структуру облигаций инструменты финансового инжиниринга – деривативы с товарным базисом как таковые участниками рынка не рассматривались.

II этап, середина 1999 г.–середина 2000 г. Ориентация на иностранных инвесторов.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение инвестиционных средств нерезидентов, за счет индексации купонных выплат и/или номинала в соответствии с изменением курса рубля к доллару США, что обеспечивало фактически валютную доходность;
- срок обращения от 3 до 5 лет с возможностью досрочного погашения;
- эмитенты – в основном крупнейшие предприятия нефтегазовой отрасли и энергетики.

Первые публичные размещения корпоративных облигаций начались с середины 1999 г., когда нерезидентам, чьи средства были заморожены на счетах типа "С", было разрешено покупать корпоративные облигации российских эмитентов. Ориентация на привлечение средств нерезидентов, с одной стороны, и наличие значительной экспортной (валютной) выручки у крупнейших российских компаний – с другой, а также существенные колебания курса рубля обусловили порядок формирования доходности, позволявший обеспечить валютную доходность и тем самым хеджировать валютный и отчасти страновой риски.

Другой сохраняющий свою актуальность параметр – предоставление инвестору возможности требовать досрочного погашения облигаций в заранее установленные сроки (т.е. сокращать срок обращения облигаций). За счет этого пятилетние облигации ОАО "ТНК" в восприятии их владельцев стали двухгодичными. Способствуя снижению рисков инвесторов, такой вариант не позволяет эмитенту определить необходимый для выкупа объем средств заранее, а также исключает возможность хотя бы частичного рефинансирования.

Основной концепцией финансового инжиниринга оставалась *возможность инвестора участвовать в дополнительных доходах эмитента* (связанных с изменением валютного курса). Параллельно применялась и *концепция сегментирования рынка* в части ориентации на иностранного инвестора. Для достижения этого *основным инструментом* финансового инжиниринга в этот период стали *опционы на доллар США и на саму облигацию* (в части возможности представить инструмент к досрочному погашению).

III этап, март 2000 г.–март 2001 г.

Ориентация на привлечение средств физических лиц.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств индивидуальных инвесторов;
- формирование доходности в зависимости от ставки по вкладам физических лиц в региональных отделениях Сбербанка РФ;
- эмитенты – региональные предприятия связи.

Для этого периода характерны эмиссии, рассчитанные на привлечение средств индивидуальных инвесторов, благодаря формированию доходности в зависимости от изменения ставки по вкладам физических лиц в территориальных отделениях Сбербанка РФ (как правило, по пенсионным вкладам как традиционно наиболее высоким). Примерами могут служить выпуски ОАО "Уралсвязьинформ", размер купонного дохода по облигациям которого превышал ставку по вкладу в 1,18 раза, и ОАО "Алойл" – размер купонного дохода определялся на базе ставки по срочному вкладу, плюс 9% годовых.

Основной в финансовом инжиниринге на данном этапе стала *концепция сегментирования рынка*, реализация которой заключалась в формировании доходности с использованием *опционов на процентные ставки по вкладам физических лиц*. Однако принцип участия инвесторов в дополнительных доходах эмитента не соблюдался, что повышало кредитный риск.

Вторым методом финансового инжиниринга была *декомпозиция*: 9 из 13 выпусков были зарегистрированы в один день, что позволяет предположить стремление эмитента остаться в компетенции регионального отделения ФКЦБ России.

IV этап, сентябрь 2000 г.–апрель 2002 г.

Ориентация на привлечение средств финансовых институтов.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств финансовых институтов;
- формирование доходности в зависимости от ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности ГКО-ОФЗ;
- использование оферт на досрочный выкуп, корректирующих как срок обращения, так и доходность инструмента;
- эмитенты – широкий круг предприятий.

Дополнительная тенденция:

- использование облигаций для реоформления задолженности в акционерный капитал.

Стабилизация финансовых рынков России к концу 2000 г., снижение ставок доходности государственных ценных бумаг и ставки рефинансирования ЦБ РФ, а также выход на рынок ценных бумаг предприятий, не имевших значительной валютной выручки, обеспечили переориентацию эмитентов с валютной индексации доходности облигаций на индексацию в зависимости от изменения ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности рынка ГКО-ОФЗ. Другой возможный фактор такого изменения порядка определения доходности – повышение инвестиционной активности российских финансовых институтов.

В этот период эмитенты использовали три основных варианта формирования доходности:

1) доходность формируется как *доля ставки рефинансирования ЦБ РФ* (ГУП "Таттелеком");

2) доходность формируется в зависимости от представлений участников рынка о *соотношении рисков вложений в бумаги эмитента и государственные ценные бумаги* (ОАО "Татнефть");

3) доходность рынка ОФЗ используется в качестве *ограничительного параметра* (ОАО "МГТС").

На этом этапе также не соблюдался основной принцип финансового инжиниринга – участие инвестора в дополнительных доходах эмитента, что грозило неплатежеспособностью эмитенту при повторении кризиса. Однако в случае укрепления экономики страны (что было реалистичным прогнозом) снижение ставки рефинансирования и доходности ГКО-ОФЗ, соответственно, означало и удешевление заимствования для эмитентов.

Для управления сроком обращения облигаций начали использоваться оферты. Инструмент позволял не только виртуально сократить срок обращения облигации, но и скорректировать ее доходность путем выкупа купонной облигации в день выплаты очередного купона по цене выше или ниже номинала.

В этот же период эмитентами Центрального федерального округа использовались *выпуски облигаций, конвертируемых в акции*. Причиной этому послужил запрет прямого реоформления задолженности в акции. Как правило, срок обращения облигаций был незначительным (до 2 месяцев), размещались облигации по номиналу и не предполагали периодических выплат. Объем эмиссии колебался в пределах 5 000–176 639 тыс. руб.

У этап, апрель 2002 г. – декабрь 2003 г.

Упрощение структуры и управление сроками.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств широкого круга инвесторов;
- преобладание фиксированного дохода;
- установление одного или нескольких купонов на аукционе;

- досрочное погашение и выкуп для управления рисками;
- эмитенты – широкий круг предприятий.

Дополнительная тенденция:

- установление ставки купона уполномоченным органом эмитента.

Облигации с фиксированным доходом размещались в России с 1999 г. Однако до середины 2001 г. в силу общей нестабильности экономической ситуации, а также процесса становления рынка корпоративных облигаций, когда инвесторам были необходимы дополнительные гарантии получения дохода, эти облигации использовались либо для мелких выпусков, размещаемых по закрытой подписке (ЗАО "Тулский оценщик"), либо первоклассными заемщиками (ООО "Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал", ОАО "ММК"). Однако наиболее активно этот инструмент стал применяться именно на этом этапе, что свидетельствует о доверии участников к рынку. Инновация этого периода – *облигация со снижающейся ставкой (step-down bond)* – дополнительно подтверждает оптимистичность прогнозов большинства участников рынка относительно дальнейшего развития ситуации на финансовом рынке. Примерами служат выпуски ОАО «Меллянефть», ООО «Поспелихинская макаронная фабрика», ЗАО «Ист Лайн Хэндлинг».

Проведение *аукциона по определению ставки купонного дохода* при фиксированной цене размещения облигации – результат финансового инжиниринга, направленного на снижение относительных затрат на привлечение средств (в плане уплачиваемого налога на операции с ценными бумагами); также этот метод в наибольшей мере способствует установлению адекватной рыночным условиям и характеристикам займа ставки купонного дохода. Структура займа становится проще, однако возможность точного прогнозирования ставки как у эмитента, так и у инвесторов отсутствует.

Наиболее часто аукцион (или конкурс) используется для определения размера первого купона. Ставки по следующим купонам могут определяться различными методами:

- *устанавливаются для первого периода и фиксируются на весь срок обращения* (впервые применено ООО «Альфа-Эко М», выпуск зарегистрирован 20.09.2002 г.);
- *устанавливаются в численном выражении в решении о выпуске*, при этом может быть предусмотрена *фиксированная на весь период ставка* (ОАО «Система Финанс Инвестментс», ОАО «Каустик» и пр.) и *снижающаяся ставка* (ООО «Финансовая компания «ЕвразХолдинг», ОАО «Концерн «Ижмаш» и пр.);
- *определяются уполномоченным органом эмитента;*
- *определяются серией последовательных аукционов* (ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»);

- ➔ ставка по остальным купонам ставится в зависимость от какого-либо показателя финансового рынка, например доходности рынка ГКО–ОФЗ или индекса потребительских цен (ОАО «Вимм–Билль–Данн Продукты питания»);
- ➔ комбинирование этих приемов.

Размер одного или нескольких купонных доходов определяется решением совета директоров; это предполагает, что по всем или части купонов ставка инвесторам заранее не известна (например, облигации Номос-банка, ОАО «Челябинский металлургический комбинат»). Соответственно, инвестор, как и в предыдущем случае, лишается возможности точно прогнозировать размер получаемого дохода. Однако он может продать облигацию эмитенту или предъявить ее к погашению, в случае если установленный размер купонного дохода его не устроит (предоставление *опционов-колл* на облигации их держателям). Поскольку эмитент в большинстве случаев не заинтересован в досрочном выкупе облигаций, устанавливаемая ставка соответствует рыночным показателям по аналогичным инструментам. Это исключает возможность эмитента получать премию в случае падения ставок, однако предотвращает потери в случае их роста.

Такой порядок ставит в принципиально иное положение эмитентов, делая их интересы при формировании структуры займа главенствующими. В то же время отрицательные последствия объявления ущемляющей интересы держателей облигаций ставки обеспечивают определенную защищенность инвестора.

В этот период *выкуп по требованию инвесторов* применялся наряду с возможностью досрочного погашения. По сравнению с предыдущим этапом дата первого выкупа не всегда фиксировалась, превращая инструмент в дополнительную защитную меру на случай ухудшения конъюнктуры.

Новацией стало предоставление держателям облигаций возможности *требовать досрочного погашения* в случае существенных изменений в деятельности и структуре собственности как эмитента, так и поручителей. Так, владельцы облигаций ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты питания» имеют право предъявить облигации к досрочному погашению при снижении кредитных качеств эмитента и повышении риска неисполнения обязательств или значительных изменениях в структуре управления компанией, что также повышает риски. Облигации ООО «Нортгаз-финанс» позволяют их держателям требовать досрочного погашения в случае вывода активов и пр.

Единственным выпуском, предполагавшим возможность *досрочного погашения по требованию эмитента*, стала эмиссия ООО «Илим Палп Финанс».

Впервые нефинансовыми структурами осуществлен выпуск *облигаций с амортизируемой суммой основного долга* (до этого такая структура применялась только ОАО «Первая ипотечная компания»). Пионерами стали ООО «Джей-Эф-Си Интернешнл» и ОАО «Нижекамскнефтехим».

Помимо характерных для определенного этапа развития рынка корпоративных облигаций параметров выпусков в течение 1999–2003 гг. эмитенты использовали *бескупонные облигации*. Такая структура выпуска достаточно проста для понимания инвесторов и, благодаря размещению на аукционе, позволяет им сформировать требуемую доходность. Для эмитента такой выпуск менее привлекателен по сравнению с выпуском облигаций с одним купоном, выплачиваемым при погашении, поскольку налог на операции с ценными бумагами уплачивается с объема эмиссии по номиналу, что повышает относительную стоимость денег. Эти факторы позволяют использовать данный инструмент в основном для привлечения средств на короткий срок – до одного года. По бескупонным облигациям годовая доходность, как правило, ниже, чем по купонным. Это может быть вызвано более коротким сроком обращения (от 3 месяцев до 1 года) и, соответственно, меньшими рисками.

Первым публичным размещением дисконтных облигаций стала серия выпусков ОАО "ММК", зарегистрированных 24.01.00 г. Годовая доходность колебалась в пределах 18–32% годовых в зависимости от сроков обращения (от 110 до 200 дней). Уникальность этого выпуска заключалась в отсутствии у инвесторов возможности повлиять на доходность: цену размещения установил совет директоров эмитента.

Большинством эмитентов бескупонных облигаций применялась традиционная модель – размещение на аукционе, т.е. самостоятельное установление доходности инвесторами (ОАО "РТК-Лизинг", ФК "Рабо Инвест").

Перспективы развития рынка облигаций

В целом тенденции развития российского рынка корпоративных облигаций соответствуют основному направлению развития финансового инжиниринга – переходу от применения его методов для повышения инвестиционной привлекательности продуктов к усилению его значения для управления рисками.

Учитывая динамику развития этого сегмента финансового рынка в 1999–2003 гг. можно прогнозировать дальнейший рост количества размещаемых выпусков с апреля 2004 г. с сопутствующим ростом емкости рынка, темпы которого, вероятнее всего, несколько снизятся.

При формировании *объема выпуска* будет сохраняться тенденция к стандартизации, заключающаяся в установлении объемов кратных 500 млн. руб. с преобладанием выпусков объемом 500 и 1 000 млн. руб. При этом доля выпусков объемом более 1 000 млн. руб. в ближайшие три года не будет превышать 30% общего количества выпусков. Возможно сохранение доли крупных выпусков на уровне 50–60% с вероятным небольшим повышением доли в секторе эмиссий нефинансовых компаний. Ограничение налога на операции с ценными бумагами, а также активизация выпуска облигаций крупнейшими эмитентами может способствовать дальнейшему укрупнению объемов выпусков.

В области *сроков заимствования* возможно параллельное действие двух основных тенденций: сохранение роли среднесрочных заимствований и усиление роли долгосрочных выпусков. Для первых вероятно включение в структуру опциона, позволяющего инвестору требовать досрочного погашения в случае существенного изменения положения заемщика (с превалярованием факторов нефинансового характера: изменения в составе совета директоров, изменение структуры собственности и т.д.), а также сохранение выкупа с возможностью дальнейшего обращения; в более длительной перспективе для крупных среднесрочных выпусков вероятен отказ от такого способа модификации параметра. Для долгосрочных облигаций перспективным представляется использование опционов на выкуп и досрочное погашение, а также использование амортизации суммы основного долга.

В краткосрочной перспективе возможно повышение доли краткосрочных выпусков, связанное с относительным удешевлением привлечения средств за счет резкого снижения налога на операции с ценными бумагами, особенно значимого для крупных выпусков.

Устойчивая тенденция к упрощению структуры среднесрочных заимствований (облигаций со сроком обращения 2–3 года) позволяет прогнозировать *дальнейшее расширение числа эмитентов*, а также увеличение доли предприятий, не относящихся к телекоммуникационной, энергетической и добывающим отраслям, например предприятий легкой и химической промышленности. Дополнительным стимулом расширения числа эмитентов станет снижение налога на операции с ценными бумагами.

Возможен выход на рынок представителей относительно «новых» для указанного сегмента рынка отраслей, например строительной, что может повлечь изменения *в системе обеспечения облигаций*, а также расширить ряд показателей – *базисных активов деривативов, используемых при формировании доходности* (например, выпуск облигаций, доходность которых зависит от средней стоимости метра жилплощади и т.д.).

В области *формирования доходности* вероятны также две основные тенденции, связанные с ранее указанными изменениями: упрощение структуры среднесрочных заимствований, подразумевающее применение фиксированных ставок и ставок, определяемых на аукционе, а также усложнение структуры заимствований для усиления защиты от рисков, связанных с удлинением сроков займа до 5–7 лет, т.е. повышение роли деривативов на различные виды активов. Для последних вероятно использование такой финансовой инновации, как применение *опционов collar* при определении доходности, т.е. введение одновременно как верхней, так и нижней границы доходности (напомним – ранее использовались только опционы floor и cap, ограничивающие нижнюю или верхнюю границу соответственно).

В связи с высокими темпами развития рынка деривативов возможна замена оферт самостоятельно обращающимися опционами, а также развитие рынка в направлении выпуска пакетных продуктов на основе облигаций.



ВЕСТНИК
ФИНАНСОВОЙ АКАДЕМИИ



Обложка *худ. В.А. Селин*
Компьютерное макетирование, набор и верстка *Н.Н. Жахова*
Корректор *Т.Н. Кузнецова*

Подписано в печать 22.05.2004 г.
Формат 70 x 100/16. Печать офсетная.
Гарнитура Academy
Усл. печ. л. 000. Уч.-изд. л. 000.
Тираж 995 экз. "С"



Издательство “Финансы и статистика”
101000, Москва, ул. Покровка, 7

Телефон (095) 925 4708; факс (095) 925 0957

E-mail: mail@finstat.ru

<http://www.finstat.ru>



Отпечатано в ЗАО “Полицентр”

*При обнаружении полиграфического брака
просьба обращаться в ЗАО “Полицентр”
по тел. 379 5733*