

№ 4 (70) 2012 год

ВЕСТНИК ФИНАНСОВОГО УНИВЕРСИТЕТА

Международный
теоретический и научно-практический журнал

Издание перерегистрировано
в Федеральной службе
по надзору в сфере связи,
информационных технологий
и массовых коммуникаций:
ПИ № ФС77–42557
от 01 ноября 2010 г.

The edition is reregistered
in the Federal Service
for communication, informational
technologies and media control:
ПИ № ФС77–42557
of November, 1, 2010.

Периодичность издания — 6 номеров в год

Publication frequency — 6 issues per year

**Учредитель:
Финансовый университет**

**Founder:
Financial University**

Журнал ориентирован на научное
обсуждение актуальных проблем
в сфере **экономики, финансов и права**

The journal is oriented towards scientific
discussion of present-day topics in the sphere
of **Economy, Finance and Law**

Журнал входит в Перечень периодических научных
изданий, рекомендуемых ВАК для публикации
основных результатов диссертаций на соискание
ученой степени кандидата и доктора наук

The journal is included into the list of periodicals
recommended for publishing doctoral research results
by the Higher Attestation Commission

Журнал включен в систему
Российского индекса
научного цитирования (РИНЦ)

The journal is included into the system
of Russian Scientific
Quotation Index

Журнал распространяется
только по подписке.
Подписной индекс 821 40
в объединенном каталоге
«Пресса России»

The journal is distributed only
by subscription
Subscription index 821 40
in the consolidated catalogue
«The Press of Russia»

№ 4 (70) 2012

BULLETIN of FINANCIAL UNIVERSITY

International
theoretical and applied sciences journal

№ 4 (70) 2012 год

ВЕСТНИК ФИНАНСОВОГО УНИВЕРСИТЕТА

Международный
теоретический и научно-практический журнал

Рукописи представляются
в редакцию в электронном виде
(диск или по электронной почте:
fin.vestnik@yandex.ru)

Manuscripts are to be submitted
to the editorial office in electronic form
(on CD or via E-mail:
fin.vestnik@yandex.ru)

Минимальный объем статьи:
10 тыс. знаков, включая пробелы
и сноски; оптимальный — 40 тыс. знаков.

Minimal size of the manuscript:
10 ths characters, including spaces
and footnotes; optimal — 40 ths characters.

Редакция в обязательном порядке
осуществляет экспертную оценку
(рецензирование, научное и
стилистическое редактирование) всех
материалов, публикуемых в журнале

The editorial makes a mandatory
expertise (review, scientific and
stylistic editing) of all the materials
to be published in the journal

Более подробно об условиях публикации
см: **<http://www.fa.ru>**

More information on publishing terms
is at: **<http://www.fa.ru>**

Мнение редакции и членов редколлегии
может не совпадать с точкой зрения
авторов публикаций

Opinions of editorial staff and editorial board
may not coincide with those of the
authors of publications

Письменное согласие редакции
при перепечатке, а также ссылки
при цитировании на журнал «Вестник
Финансового университета» — обязательны

It is obligatory to get a written approval
of the editorial on reprint, and to make
references to the journal «Bulletin of
Financial University» if quoting

BULLETIN of FINANCIAL UNIVERSITY

International
theoretical and applied sciences journal

№ 4 (70) 2012 год

ВЕСТНИК ФИНАНСОВОГО УНИВЕРСИТЕТА

Международный
теоретический и научно-практический журнал

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ИЗДАТЕЛЬСКИЙ СОВЕТ: INTERNATIONAL EDITORIAL ADVISORY BOARD:

В. АДАМОВ, ректор Хозяйственной академии им.
Д. А. Ценова;
В. ЖИЛЬ, профессор Университета Париж 1 Пантеон-
Сорбонна;
Д. ЛАФОРДЖИА, ректор университета Саленто;
А. МАЗАРАКИ, ректор Киевского национального
торгово-экономического университета;
А. МУЛИНО, директор научного центра Бирмингемского
университета;
Я. ОСТАШЕВСКИ, декан факультета управления и
финансов Варшавской школы экономики;
Г. ПФЛУГ, декан экономического факультета Венского
университета;
В. САПАТЕРО, ректор Университета Алькала;
Т. ХАЙМЕР, управляющий декан Франкфуртской
школы финансов и менеджмента;
С. ХАН, руководитель департамента экономики
Блумбсбергского университета;
ЧАН ВЭЙ, президент Ляонинского университета.

V. ADAMOV, rector, D. A. Tsenov Academy of
Economics;
W. GILLES, professor, University of Paris 1 Pantheon-
Sorbonne;
D. LAFORGIA, rector, University of Salento;
A. MAZARAKI, rector, Kyiv National University of Trade
and Economics;
A. MULLINEUX, director, Birmingham Business School,
Birmingham University;
J. OSTASZEWSKI, dean, Management and Finance Faculty,
Warsaw School of Economics;
G. PFLUG, dean, Faculty of Economics, Vienna
University;
V. ZAPATERO, rector, University of Alcalá;
T. HEIMER, managing dean, Frankfurt School of Finance
and Management / University;
S. KHAN, head, Department of Economics, Bloomsburg
University;
CHENG WEI, president, Liaoning University.

АССОЦИИРОВАННЫЕ ЧЛЕНЫ РЕДАКЦИИ:

Варшавская школа экономики (Польша);
Киевский национальный торгово-экономический
университет (Украина);
Ляонинский университет (г. Шеньян, Китай);
Франкфуртская школа финансов и менеджмента
(Германия);
Университет Алькала (Испания);
Хозяйственная академия им. Д. А. Ценова
(г. Свиштов, Болгария)

ASSOCIATE MEMBERS OF THE EDITORIAL BODY:

Warsaw School of Economics (Poland);
Kyiv National University
of Trade and Economics (Ukraine);
Liaoning University (Shenyang, China);
Frankfurt School of Finance and Management/
University (Germany);
University of Alcalá (Henares, Spain);
D. A. Tsenov Academy of Economics
(Svishtov, Bulgaria)

BULLETIN of FINANCIAL
UNIVERSITY

International
theoretical and applied sciences journal

№ 4 (70) 2012 год

ВЕСТНИК ФИНАНСОВОГО УНИВЕРСИТЕТА

Международный
теоретический и научно-практический журнал

РЕДАКЦИОННЫЙ СОВЕТ:

М. А. ЭСКИНДАРОВ — председатель совета, ректор Финансового университета;
Р. Е. АРТЮХИН, руководитель Федерального казначейства (Казначейства России), заведующий кафедрой «Финансовое право» Финансового университета;
Т. Д. ВАЛОВАЯ, член Коллегии (Министр) по основным направлениям интеграции и макроэкономике Евразийской экономической комиссии;
О. В. ГОЛОСОВ, главный ученый секретарь Финансового университета;
В. А. ДМИТРИЕВ, председатель госкорпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»;
А. В. ДРОЗДОВ, руководитель Пенсионного фонда Российской Федерации;
А. Ю. ЖДАНОВ, член Правления, заместитель Председателя Правления ОАО «Россельхозбанк»;
Г. Б. КЛЕЙНЕР, член-корреспондент Российской академии наук, заместитель директора ЦЭМИ РАН;
Н. Г. КУЗНЕЦОВ, ректор Ростовского государственного экономического университета (РИНХ);
А. А. ЛИБЕТ, заместитель генерального директора по развитию ОАО «Энергокомплекс»;
Д. Е. СОРОКИН, член-корреспондент Российской академии наук, первый заместитель директора Института экономики РАН;
М. В. ФЕДОРОВ, ректор Уральского государственного экономического университета (УрГЭУ-СИНХ);
А. Г. ХЛОПОНИН, вице-премьер, заместитель Председателя Правительства Российской Федерации

EDITORIAL ADVISORY BOARD:

M. A. ESKINDAROV — chairman of the Board, rector, Financial University;
R. E. ARTUKHIN, head of the Russian Federal Treasury, head of the chair «Financial Law», Financial University;
T. D. VALOVAYA, member of Ministry Board (Minister) for principle directions of integration and macroeconomics, Eurasian Economic Committee;
O. V. GOLOSOV, chief Academic Secretary, Financial University;
V. A. DMITRIEV, chairman, State Corporation «Bank for Development and Foreign Economic Affairs (Vnesheconombank)»;
A. V. DROZDOV, head, Pension Fund of the Russian Federation;
A. YU. ZHDANOV, member of the Board, deputy of Chairman of the Board, OJSC «Rosselkhozbank»;
G. B. KLEINER, corresponding Member of Russian Academy of Sciences, deputy director, Russian Academy of Sciences Central Economics and Mathematics Institute;
N. G. KUZNETSOV, rector, Rostov State University of Economics (RINKH);
A. A. LIBET, deputy General Director for Development, ОАО «Energocomplex»;
D. E. SOROKIN, corresponding member of Russian Academy of Sciences, first Deputy Director, Russian Academy of Sciences Economy Institute;
M. V. FYODOROV, rector, Ural State University of Economics;
A. G. KHLOPONIN, vice premier, deputy of Chairman of the Government of the Russian Federation

BULLETIN of FINANCIAL
UNIVERSITY

International
theoretical and applied sciences journal

ВЕСТНИК ФИНАНСОВОГО УНИВЕРСИТЕТА

Международный
теоретический и научно-практический журнал

РЕДАКЦИОННАЯ КОЛЛЕГИЯ:

М. А. ФЕДОТОВА — главный редактор,
заслуженный экономист Российской Федерации,
доктор экономических наук, профессор;

В. И. АВДИЙСКИЙ — заместитель главного редактора,
доктор юридических наук, профессор;

М. А. АБРАМОВА, кандидат экономических наук, доцент;

В. А. БАРАНОВ, кандидат юридических наук, доцент;

В. И. БАРИЛЕНКО, доктор экономических наук, профессор;

В. Г. ГЕТЬМАН, доктор экономических наук, профессор;

Л. И. ГОНЧАРЕНКО, доктор экономических наук, профессор;

С. А. ИВАНОВА, доктор юридических наук, профессор;

Н. Г. КОНДРАХИНА, кандидат филологических наук,
доцент;

Л. Н. КРАСАВИНА, доктор экономических наук, профессор;

О. И. ЛАВРУШИН, доктор экономических наук, профессор;

Е. В. МАРКИНА, кандидат экономических наук, профессор;

М. В. МЕЛЬНИК, доктор экономических наук, профессор;

Н. П. МЕЛЬНИКОВА, кандидат экономических наук,
профессор;

Л. А. ОРЛАНЮК-МАЛИЦКАЯ, доктор экономических
наук, профессор;

Л. П. ПАВЛОВА, доктор экономических наук, профессор;

М. А. ПИВОВАРОВА, доктор экономических наук, профессор;

Б. Б. РУБЦОВ, доктор экономических наук, профессор;

А. Н. РЯХОВСКАЯ, доктор экономических наук, профессор;

В. Н. САЛИН, кандидат экономических наук, профессор;

Т. В. СЕДОВА, кандидат педагогических наук, доцент;

Е. Д. СОРОКИН, доктор экономических наук, профессор;

А. А. ФАТЬЯНОВ, доктор юридических наук, профессор;

Ю. М. ЦЫГАЛОВ, доктор экономических наук, доцент;

Д. В. ЧИСТОВ, доктор экономических наук, профессор;

И. З. ЯРЫГИНА, доктор экономических наук, профессор.

EDITORIAL BOARD:

M. A. FEDOTOVA — editor-in-chief,
Honored Economist of the Russian Federation,
PhD in Economics, professor;

V. I. AVDIYSKY — deputy editor-in-chief,
PhD in Law, professor;

M. A. ABRAMOVA, candidate of science in Economics, docent;

V. A. BARANOV, candidate of science in Law, docent;

V. I. BARILENKO, PhD in Economics, professor;

V. G. GETIMAN, PhD in Economics, professor;

L. I. GONCHRENKO, PhD in Economics, professor;

S. A. IVANOVA, PhD in Law, professor;

N. G. KONDRAKHINA, candidate of science in Philology,
docent;

L. N. KRASAVINA, PhD in Economics, professor;

O. I. LAVROUSHIN, PhD in Economics, professor ;

E. V. MARKINA, candidate of science in Economics, professor;

M. V. MELNIK, PhD in Economics, professor;

N. P. MELNIKOVA, candidate of science in Economics,
professor;

L. A. ORLANYUK-MALITSKAYA, PhD in Economics,
professor;

L. P. PAVLOVA, PhD in Economics, professor;

M. A. PIVOVAROVA, PhD in Economics, professor;

B. B. RUBTSOV, PhD in Economics, professor;

A. N. RYAKHOVSKAYA, PhD in Economics, professor;

V. N. SALIN, candidate of science in Economics, professor;

T. V. SEDOVA, candidate of science in Pedagogics, docent;

E. D. SOROKIN, PhD in Economics, professor;

A. A. FATIANOV, PhD in Law, professor;

YU. M. TSYGALOV, PhD in Economics, docent;

D. V. CHISTOV, PhD in Economics, professor;

I. Z. YARIGINA, PhD in Economics, professor.

BULLETIN of FINANCIAL UNIVERSITY

International
theoretical and applied sciences journal

СОДЕРЖАНИЕ

АКТУАЛЬНАЯ ТЕМА

В. И. Авдийский, М. В. Данилина, С. Ю. Ерошкин

Суверенные фонды благосостояния как элемент обеспечения экономической безопасности государства 8

ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ НАРОДНЫМ ХОЗЯЙСТВОМ

Р. А. Кочкаров

Планирование, прогнозирование и программно-целевое управление экономикой 23

ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И КРЕДИТ

К. К. Бельгибаева

К определению сектора «финансовые корпорации» в Казахстане по методологии системы национальных счетов ООН..... 31

Ю. П. Калмыков

Вопросы оценки эффективности государственной закупочной деятельности 37

МАТЕМАТИЧЕСКИЕ И ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ ЭКОНОМИКИ

А. Ю. Платко, М. С. Красс

Аллокация и децентрализация при эколого-экономических преобразованиях 44

П. Н. Брусов, Т. В. Филатова, Н. П. Орехова, П. П. Брусов, А. П. Бруслова

Какой должна быть современная дивидендная политика компании? 57

Н. Д. Бублик, И. И. Лукина, А. Н. Романов, Д. В. Чувилин

Формирование системы тарифного регулирования на основе экономико-математического моделирования параметров деятельности организаций жилищно-коммунального комплекса .. 76

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

С. А. Насриддинов

Интеграция экономических структур и формы слияний в условиях глобализации 83

С. В. Матросов

Особенности регулирования рынка кредитных деривативов в посткризисный период в США и ЕС.... 87

ПРАВОВОЙ КУРЬЕР

Р. С. Рыжов

Правовой анализ накопления и предоставления информации о финансовой деятельности органов государственной власти, организаций и граждан 92

ПРОБЛЕМЫ И СУЖДЕНИЯ

Ю. В. Морозюк, С. Н. Морозюк

Саногенная рефлексия как фактор стрессоустойчивости персонала организации 99

ПУБЛИКАЦИИ МОЛОДЫХ УЧЕНЫХ

Е. Н. Варламова

Сегментирование бухгалтерской информации: проблемы и пути решения..... 102

Д. В. Залесов

Анализ особенностей управления обменом знаниями между проектными группами 112

А. В. Егорова

Факторы и условия формирования фондового риска в коммерческом банке 119

К. С. Просолупова

Реальные опционы: аналитическая химера или ключ к реальным сделкам?..... 128

CONTENTS

TOPIC OF THE DAY

V. I. Avdiyskiy, M. V. Danilina, S. Yu. Eroshkin

Sovereign wealth funds as an element of economic governmental security system 8

ECONOMICS AND NATIONAL ECONOMY MANAGEMENT

R. A. Kochkarov

Planning, forecasting and target-oriented management of the national economy 23

FINANCE, CURRENCY AND CREDIT

K. K. Belgibaeva

Definition of sector “Financial corporations” in the Kazakhstan Republic on methodology of the united nations system of national accounts 31

Yu. P. Kalmikov

Matters of government procurement evaluation system 37

MATHEMATICAL AND INSTRUMENTAL METHODS IN ECONOMICS

Yu. Platko, M. S. Krass N. B.

Allocation and decentralization at the ecological and economical transformations 44

P. N. Brusov, T. V. Filatova, N. P. Orekhova, P. P. Brusov, A. P. Brusova, M. A. Filatova

Which one should be the modern dividend policy of the company 57

Bublik, I. I. Lukina, A. N. Romanov, D. V. Chuvilin

Formation of tariff regulation system based on economics and mathematical modeling of activity parameters of organizations rendering housing and public services Banks in the process of common economic space formation 76

WORLD ECONOMY

S. A. Nasriddinov

Integration of economic structures and form of merges in the conditions of globalization..... 83

S. V. Matrosov

Regulation peculiarities of credit derivative market in USA and EU in post crisis period..... 87

LEGAL MESSENGER

R. S. Ryzhov

Legal analysis of accumulation and provision of information on government, organizations and citizens financial activity..... 92

ISSUES AND OPINIONS

Yu. V. Morozyuk, S. N. Morozyuk

Sanogennykh reflection as a staff stress factor..... 99

PUBLICATIONS OF YOUNG SCIENTISTS

E. N. Varlamova

Segmentation of accounting information: problems and solutions 102

D. V. Zalesov

Analysis of process specifics in knowledge sharing between project groups 112

A. V. Yegorova

Factors and conditions of stock risk creation in commercial bank 119

K. S. Prosolupova

Real options: analytical chimera or the key to actual deals?..... 128



УДК 336.748.4:346.548(045)

В. И. АВДИЙСКИЙ
М. В. ДАНИЛИНА
С. Ю. ЕРОШКИН

V. I. AVDIYSKIY
M. V. DANILINA
S. YU. EROSHKIN

СУВЕРЕННЫЕ ФОНДЫ БЛАГОСОСТОЯНИЯ КАК ЭЛЕМЕНТ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ ГОСУДАРСТВА

SOVEREIGN WEALTH FUNDS AS AN ELEMENT OF ECONOMIC GOVERNMENTAL SECURITY

Аннотация. В данной статье рассматриваются основные аспекты деятельности суверенных фондов в рамках обеспечения экономической безопасности государства. Авторы анализируют законодательную базу, регулирующую функционирование государственных инвестиционных фондов в России. В статье также приводится анализ статистических данных, характеризующих объемы инвестиций, количество и географическое распределение государственных инвестиционных фондов в мире. Результаты анализа показывают, что, несмотря на некоторые изменения последних лет, средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (далее — ФНБ) РФ по-прежнему нуждаются в значительном улучшении их экономических и правовых аспектов. Необходимо создать систему такого регулирования деятельности этих фондов, которая могла бы реализовать государственный и общественный контроль за их функционированием и эффективным использованием финансовых средств.

Ключевые слова: суверенные инвестиционные фонды; зарубежный опыт управления суверенными фондами; экономическая безопасность государства; долгосрочное инвестирование; инвестиционные риски; правовое регулирование.

Abstract. This article focuses on the main characteristics of the sovereign wealth funds referring to the economic security of a state. The authors also perform the analysis of the legislation of the sovereign wealth funds in Russia. The article includes the analysis of the statistical data, describing the volumes of investments, number and geographical distribution of the sovereign wealth funds in the world. The results of the analysis show that despite some changes in the last years, the Reserve Fund and the Fund of national welfare of Russia still need significant improvements in their economic and legislative aspects. It is necessary to create a mechanism of such regulation of their activities, which would implement the governmental and public control over their operation and efficient use of financial resources.

Keywords: sovereign wealth funds; foreign experience of sovereign wealth management; economic governmental security; long-term investment; investment risks; legal regulation.

Важным вопросом для любого государства является обеспечение экономической безопасности. Словосочетание «экономическая безопасность» стало входить в употребление только в годы Великой депрессии. В 1934 г. по указу президента США Ф. Д. Рузвельта был создан Федеральный комитет по экономической безопасности и Консультативный совет

при нем. Однако это не означало выделения «экономической безопасности» в особую концепцию. Созданный Ф. Д. Рузвельтом Комитет занимался «экономической безопасностью» отдельных лиц (individuals), в первую очередь борьбой с безработицей.

Вызовы XXI века повлияли на необходимость разработки новых институтов обеспе-

чения финансово-экономической безопасности государства. Одним из таких финансовых институтов стали суверенные фонды благосостояния.

Суверенные инвестиционные фонды занимают на современном этапе развития особое место на финансовом рынке. Если на первоначальном этапе своего существования данные фонды выделялись и анализировались в рамках отдельных групп: стабилизационные фонды (*stabilization funds*), резервные фонды (*reserve funds*), фонды будущих поколений (*future generation funds*), сберегательные фонды (*savings funds*), то по мере происходящих изменений в мировой экономике и на мировых финансовых рынках возникли новые понятия, применяемые к данным фондам. Так, в зарубежной литературе широкое распространение получил термин “*sovereign wealth fund*” (далее — SWF), введенный в оборот Андреем Розановым в 2005 г., в его статье «Кто обладает богатством наций» в журнале Центрального банка РФ¹, а также появились термины «суверенный фонд благосостояния» и «суверенный инвестиционный фонд» и т. д.

Суверенные фонды благосостояния появились ещё в начале 50-х годов XX века, однако они стали объектом пристального внимания экономистов, политиков, учёных только в настоящее время. Одной из причин такого повышенного внимания к данным фондам являются большие объёмы инвестиций суверенных фондов благосостояния. Так, например, в 2007 г. Инвестиционное управление Абу-Даби (*Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*) приобрело 4,9 % акций в компании Citigroup, фонд Катара — 6,4 % акций в компании Barclays, фонд Китая — 10 % акций в Morgan Stanley, фонд Сингапура — 11 % акций в UBS. Инвестиционное управление Абу-Даби (*ADIA*) являлось крупнейшим в мире в 2010 г. Также оно является одним из крупнейших институциональных инвесторов в мире.

Практика показывает, что суверенные фонды благосостояния создаются в государствах,

бюджет которых сильно зависит от конъюнктурных факторов, как правило, от мировых цен на сырьевые товары. Некоторые страны накапливают средства в таких фондах на тот период, когда недра будут истощены. В настоящее время существуют различные определения суверенного фонда благосостояния²:

1. *Суверенный фонд благосостояния (Sovereign Wealth Fund (SWF))* — специальный денежный фонд, который формируется государством и используется для стабилизации государственного бюджета в периоды снижения государственных доходов и (или) для государственных нужд в долгосрочной перспективе.

2. *Суверенный фонд благосостояния* — государственный инвестиционный фонд, состоящий из акций, облигаций, недвижимости и (или) других финансовых инструментов, выраженных в иностранной валюте. Часть средств может быть инвестирована внутри экономики. Инвестирование средств суверенного фонда благосостояния предполагает более высокий уровень доходности по сравнению с государственными резервами и, соответственно, более высокий уровень риска. Организационная форма — фонд или инвестиционная корпорация.

Стремление российского руководства нейтрализовать неблагоприятные последствия возможного падения цен на нефть было стимулом к образованию 1 января 2004 года Стабилизационного фонда РФ. В экономике Стабилизационный фонд был призван играть двоякую роль. Во-первых, финансовые ресурсы фонда могли быть использованы в случае ухудшения внешней конъюнктуры для формирования обязательств бюджета. Во-вторых, при определенных условиях отчисления в Стабилизационный фонд могли выполнять функцию стерилизации доходов.

В России такими фондами являются Резервный фонд и Фонд национального благосостояния, сформированные после разделения Стабилизационного фонда 1 февраля 2008 г. Их наполнение происходит за счет нефтегазовых

¹ *Rozanov A. Who holds the wealth of nations? Central Banking Journal, 2005, vol. 15, no. 4. URL: http://web.archive.org/web/20080529122341/http://www.ssga.com/library/esps/Who_Holds_Wealth_of_Nations_Andrew_Rozanov_8.15.05REVCC RI1145995576.pdf (дата обращения: 14.05.2012).*

² *Сахаров А. А. Суверенные фонды благосостояния. Опыт России // Регламентация банковских операций Документы и комментарии. 12.11.08. URL: <http://www.reglament.net/bank/reglament/> (дата обращения: 29.07.2012).*

доходов и доходов от управления средствами фондов. Согласно данным Минфина России, по состоянию на июль 2012 г. объём ФНБ составил 2810,45 млрд руб. (85,64 млрд долл. США), объём Резервного фонда – 1985,45 млрд руб. (60,50 млрд долл. США). По своей величине российские суверенные фонды благосостояния входят в первую десятку крупнейших суверенных фондов благосостояния мира.

Существующий порядок формирования резервных фондов в России имеет некоторые законодательные проблемы. Законодательство, касающееся объемов притока и оттока средств в фонды, не основано на логических экономических расчетах. Из-за этого финансовые средства могут быть изъяты из фондов только по приказу властей. Законодательство других стран, например законодательство в отношении Пенсионного фонда Норвегии, не допускает таких изъятий.

ФНБ является частью средств федерального бюджета и призван стать частью устойчивого механизма пенсионного обеспечения граждан РФ на длительную перспективу. Целями данного Фонда являются обеспечение финансирования добровольных пенсионных накоплений граждан РФ и обеспечение сбалансированности (покрытие дефицита) бюджета Пенсионного фонда РФ.

Нефтегазовые доходы федерального бюджета формируются за счет: налога на добычу полезных ископаемых в виде углеводородного сырья (нефть, газ природный, газовый конденсат); вывозных таможенных пошлин на нефть сырую, газ природный, товары, выработанные из нефти.

Величина нефтегазового трансферта утверждается федеральным законом о федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановый период в абсолютном размере, исчисленном как 3,7 % прогнозируемого на соответствующий год объема ВВП. После формирования он в полном объеме поступает в Резервный фонд. Нормативная величина Резервного фонда утверждается федеральным законом о федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановый период в абсолютном размере, определенном исходя из 10 % прогнозируемо-

го на соответствующий год объема ВВП. После наполнения Резервного фонда до указанного размера нефтегазовые доходы направляются в Фонд национального благосостояния.

С 1 января 2010 г. до 1 января 2014 г. нормативная величина Резервного фонда не определяется, нефтегазовые доходы федерального бюджета не используются для финансового обеспечения нефтегазового трансферта и для формирования Резервного фонда и ФНБ, а направляются на финансовое обеспечение расходов федерального бюджета³. Другим источником формирования ФНБ являются доходы от управления его средствами, которые с 1 января 2010 г. до 1 февраля 2014 г. не зачисляются в этот Фонд а направляются непосредственно на финансовое обеспечение расходов федерального бюджета.

Средства нефтегазовых доходов федерального бюджета, Резервного фонда и ФНБ учитываются на отдельных счетах по учету средств федерального бюджета, открытых Федеральным казначейством в Центральном банке РФ. Обособленный учет средств нефтегазовых доходов федерального бюджета не осуществляется.

Расчеты и перечисления средств в связи с формированием и использованием нефтегазовых доходов федерального бюджета, нефтегазового трансферта, средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния осуществляются Министерством финансов РФ в порядке, установленном Правительством РФ.

С 1 января 2010 г. до 1 января 2014 г. порядок проведения расчетов и перечислений средств в связи с формированием и использованием нефтегазовых доходов федерального бюджета, нефтегазового трансферта, средств Резервного фонда и ФНБ приостановлен.

Учет операций с нефтегазовыми доходами федерального бюджета, средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния осуществляется в порядке, установленном для учета операций со средствами федерального бюджета.

Правительство РФ вправе до 1 января 2014 г. без внесения изменений в федеральный закон

³ В соответствии с Федеральным законом от 30.09.2010 № 245-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации и иные законодательные акты Российской Федерации».

о федеральном бюджете направлять средства ФНБ на осуществление выплат, сокращающих долговые обязательства, сокращение заимствований и обеспечение сбалансированности федерального бюджета, в том числе с превышением общего объема расходов федерального бюджета в случае и в пределах увеличения бюджетных ассигнований федерального бюджета на предоставление межбюджетных трансфертов в целях обеспечения сбалансированности бюджетов государственных внебюджетных фондов РФ.

Средства Резервного фонда могут использоваться на финансовое обеспечение нефтегазового трансферта и досрочное погашение государственного внешнего долга.

На Западе значительную роль сыграли вложения суверенных фондов в капитал крупнейших американских инвестиционных банков в период мирового финансового кризиса: с марта 2007 г. по апрель 2008 г. их совокупные инвестиции в рекапитализацию этих банков составили 45 млрд долл. При этом доля суверенных фондов в капитале отдельных банков с учетом традиционной «распыленности» долей акционеров стала весьма внушительной: на 01.04.2008 суверенные фонды аккумулировали 15,4% капитала Merrill Lynch, 11,8% — UBS, 10,6% — Citigroup, 10% — Morgan Stanley. При этом наибольший вклад в рекапитализацию внесли фонды Сингапура (46%) и «лояльные» США страны Персидского залива (33%). Доля Китая пока невелика — 10%. Поскольку финансовые трудности у американских инвестиционных банков сохраняются (рейтинговые агентства продолжают понижать их рейтинги), можно предположить, что доля суверенных фондов в их капитале будет нарастать. Соответственно, растет и вероятность системной «перестройки» западных рынков капитала⁴.

Как справедливо отмечено исследователем⁵, основные функции суверенного фонда благосостояния таковы: 1) средства фонда могут быть использованы для покрытия дефицита госбюджета в момент неблагоприятной конъюнктуры;

2) в период высоких цен на сырье фонд позволяет аккумулировать избыточные экспортные поступления и предотвращать развитие «голландской болезни экономики». Рост экспортной выручки приводит, как правило, к быстрому укреплению национальной валюты. Само по себе такое укрепление не является угрозой для экономики, однако постоянные колебания валютных курсов вслед за колебаниями ценовой конъюнктуры создают макроэкономическую нестабильность и не позволяют компаниям избрать определенную стратегию — приспособиться к низкому либо высокому курсу. Кроме того, в условиях высоких административных барьеров и сильного монополизма (что характерно для большинства стран — экспортеров ресурсов) увеличение экспортных поступлений приводит к росту инфляции.

Помимо экономических задач, суверенный фонд благосостояния выполняет политическую задачу предотвращения быстрого роста государственных расходов. Госрасходы, как правило, невозможно оперативно уменьшить вслед за падением доходов. В результате в периоды неблагоприятной конъюнктуры это может приводить к крупным дефицитам госбюджета, к невыполнению обещанных социальных обязательств и к дефолту по государственным долгам. Подобные последствия гораздо более разрушительны для экономики, чем колебания объема госбюджета сами по себе.

Тем не менее необходимость создания суверенных фондов является дискуссионной. Ряд экономистов и политиков считают, что эффективнее не держать деньги в резерве, а использовать их для импортных закупок, работающих на будущее страны: например, покупать патенты и оборудование, оплачивать обучение студентов за рубежом. В российской практике высказывались предложения направить средства фондов в инфраструктурные проекты. Такая тактика позволяет избежать негативных последствий благоприятной конъюнктуры, не прибегая к фактическому замораживанию средств в суверенном фонде⁶.

⁴ Институт суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Funds (SWF) Institute). URL: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (дата обращения: 29.07.2012).

⁵ Сахаров А. А. Суверенные фонды благосостояния. Опыт России // Регламентация банковских операций Документы и комментарии. 2008. № 6.

⁶ Там же.

Проведенный анализ показывает, что большинство существующих фондов возникло в 80-х и 90-х годах. Рост активов и их диверсификация в качестве основных целей фондов отделяет вновь созданные фонды от старых фондов, часто просто вкладывающих средства в золото или валютные резервы. В 2007 г. крупнейшие суверенные фонды благосостояния находились в ОАЭ, Саудовской Аравии, Норвегии. Впоследствии объёмы фондов в целом постоянно росли. Сейчас в число крупнейших суверенных фондов благосостояния входят фонды ОАЭ, Норвегии, Саудовской Аравии, Китая, Гонг-Конга, Сингапура, Кувейта, России.

Таблица 1

Динамика изменения совокупного объёма активов суверенных фондов благосостояния в 2007–2012, млрд долл.

Период	Объём
сентябрь 2007	3265
декабрь 2007	3259
март 2008	3427
июнь 2008	3916
сентябрь 2008	4054
декабрь 2008	4140
март 2009	3749
июнь 2009	3790
сентябрь 2009	3914
декабрь 2009	4022
март 2010	4052
июнь 2010	4107
сентябрь 2010	4154
декабрь 2010	4406
март 2011	4551
июнь 2011	4731
сентябрь 2011	4847
декабрь 2011	4830
март 2012	4995
июнь 2012	5019

Источник: Институт суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Funds (SWF) Institute). URL: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (дата обращения: 29.07.2012).

Роль суверенных фондов благосостояния в мире возрастает. Они являются аккумуляторами большого объёма финансовых ресурсов. Так, в период с сентября 2007 г. по июнь 2012 г. общий совокупный объём их активов увеличился с 3265 млрд долл. до 5019 млрд долл. (см. табл. 1). При этом средний суммарный объём активов фондов составил 4161,4 млрд долл.⁷

По сравнению с декабрём 2009 г., в 2010 г. в характеристиках суверенных фондов произошли изменения в соотношении источников их формирования и в регионах распределения фондов. В ноябре 2010 г. увеличилась доля нефти и газа в структуре источников формирования суверенных фондов благосостояния, снизилась доля Америки и Азии, увеличилась доля Европы и Ближнего Востока в структуре распределения суверенных фондов благосостояния (см. табл. 2).

Таблица 2

Характеристики суверенных фондов благосостояния в мире, %

Источники формирования	декабрь 2009 г.	ноябрь 2010 г.
Нефть и газ	58	60
Другие источники	42	40
Регионы	декабрь 2009 г.	ноябрь 2010 г.
Америка	3	2
Азия	40	38
Африка	3	3
Европа	17	18
Ближний Восток	35	37
Другие регионы	2	2

Источник: Институт суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Funds (SWF) Institute). URL: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (дата обращения: 29.07.2012).

По оценкам Института исследования суверенных фондов (Sovereign Wealth Funds Institute), в июне 2012 г. в мире насчитывалось 60 таких финансовых институтов, а совокупный объём средств под их управлением составлял 5,019 трлн долл. Этот объём сопоставим с 9 % мирового рынка корпоративных облигаций, 7 %

⁷ Институт суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Funds (SWF) Institute). URL: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

капитализации рынка акций или 50 % совокупных золотовалютных резервов мира (данные на конец 2007 г.). Тем не менее в 2005–2012 гг. для активов суверенных фондов характерен бумирующий рост. Он обусловлен преимущественно сырьевой основой пополнения ресурсной базы этих институтов: 62 % объема активов фондов формируются за счет доходов от экспорта сырья. По оценкам Morgan Stanley, к 2017 г. активы суверенных фондов могут вырасти до 17,5 трлн долл., превысив объем мировых золотовалютных резервов. При этом ожидается выравнивание вкладов сырьевого и несырьевого источников в рост активов суверенных фондов на уровне 50 %. Это будет происходить за счет более быстрого роста несырьевых фондов Китая и Южной Кореи по сравнению с фондами стран Персидского залива⁸.

В период с 1985 по 2009 гг. росли инвестиции суверенных фондов благосостояния в акции компаний. Если в 1980-е годы фондами совершалось не более трёх инвестиций в год, то к 2009 г. максимальное число годовых инвестиций фондов составляло 802, их общая годовая стоимость увеличилась до 181,606 млрд долл.

Среди всех фондов наиболее крупные инвестиции в 2009 г. совершили фонды Сингапура (Temasek Holdings и GIC) и Китая (CIC) (см.

табл. 3). Наибольшее число вложений было осуществлено фондами Норвегии (Государственный пенсионный фонд — Глобальный, 403 вложения) и Сингапура (Temasek Holdings, 132 вложения).

Наиболее многочисленные (77 вложений) и крупные (55,243 млрд долл.) инвестиции фонды в 2009 г. сделали в банковскую сферу. Значительные объёмы средств были направлены в сферы недвижимости и финансовых услуг. Меньше всего инвестиций было в сфере коммуникаций. По прогнозам ведущей международной консалтинговой компании CB Richard Ellis, к 2015 г. доля активов в виде недвижимости в суверенных фондах благосостояния различных государств вырастет с 4 до 7%. Таким образом, им будет принадлежать от 15 до 20% недвижимости во всем мире. По прогнозам МВФ стоимость активов суверенных фондов благосостояния на конец 2012 г. должна вырасти до 12 трлн долл. Традиционные активы суверенных фондов благосостояния — это ценные бумаги, однако в настоящее время, вследствие мирового финансового кризиса, этот инвестиционный инструмент является крайне нестабильным. Поэтому аналитики CB Richard Ellis считают, что недвижимость может стать привлекательным объектом инвестирования в ближайшие годы⁹.

Таблица 3

Объёмы инвестиций суверенных фондов благосостояния в 2009 г., млрд долл.

Название фонда	Оригинальное название	Страна	Число инвестиций	Общая стоимость	Средняя стоимость
Государственный пенсионный фонд - Глобал	Governmental Pension Fund - Global	Норвегия	403	4,762	12
Темасек Холдингз	Temasek Holdings	Сингапур	132	42,375	441
Государственная инвестиционная корпорация	Governmental Investment Corporation (GIC)	Сингапур	79	22,571	364
Казана Националь Берхард	Khazanah National Berhard	Малайзия	32	3,24	154
Инвестиционное управление Катара	Qatar Investment Authority (QIA)	Катар	31	15,297	1,177
Инвестиционное управление Кувейта	Kuwait Investment Authority (KIA)	Кувейт	19	13,235	1,018
Инвестиционное управление Китая	China Investment Authority (CIC)	Китай	18	38,933	2,781
Инвестиционное управление Абу-Даби	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	ОАЭ - Абу-Даби	18	8,518	710
Инвестиционное управление Ливии	Libyan Investment Authority	Ливия	17	1,519	127
Истимар Ворлд	Istithmar World	ОАЭ - Дубай	16	2,788	232
Мубадала Девелопмент Компани	Mubadala Development Company PJSC	ОАЭ - Абу-Даби	11	2,818	436
Международная нефтяная инвестиционная компания	International Petroleum Investment Company	ОАЭ - Абу-Даби	10	14,651	1,628
Международный финансовый центр Дубая	Dubai International Financial Center	ОАЭ - Дубай	6	2,386	477
Инвестиционная корпорация Дубая	Investment Corporation of Dubai	ОАЭ - Дубай	4	6,43	1,607
Инвестиционное управление Брунея	Brunei Investment Authority	Бруней	2	112	112
Инвестиционное управление Омана	Oman Investment Fund	Оман	2	2	2
Инвестиционная корпорация Кореи	Korea Investment Corporation	Корея	1	2	2
Мумталакат Холдинг Компани	Mumtalakat Holding Company	Бахрейн	1	170	170

Источник: Бортолотти Б., Фотак В., Меггинсон В. Л., Мираки В. Ф. Тихие Левиафаны: инвестиции суверенных фондов благосостояния. Октябрь 2010. URL: www.bernardobortolotti.com (дата обращения: 29.07.2012).

⁸ Институт суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Funds (SWF) Institute). URL: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (дата обращения: 29.07.2012).

⁹ Суверенные фонды благосостояния делают ставку на недвижимость. URL: www.rb.ru

Таблица 4

**Географическое распределение инвестиций
суверенных фондов благосостояния в акции
компаний в 2009 г.**

Страна вложений	Число инвестиций	Совокупная стоимость, млн долл.	Средняя стоимость, млн долл.
США	426	58 336	140
Китай	43	32 049	916
Сингапур	39	10 936	377
Малайзия	38	2195	100
Индия	34	1386	53
Великобритания	28	20 883	906
Канада	19	5517	307
Индонезия	16	3758	470
Италия	15	1092	135
Таиланд	10	2458	351
Франция	10	2376	396
Австралия	9	1026	128
Катар	7	1085	362
Швеция	6	5238	1,31
ОАЭ	6	281	937
Швейцария	5	12 839	3,21
Страны ОЭСР (OECD)	560	120 207	232
Страны — не члены ОЭСР	242	61 399	372
Страны БРИК (BRIC)	85	34 166	502
Иностранные инве- стиции (cross-border)	723	141 252	224
Национальные инвестиции	79	40 351	761

Источник: Бортोलотти Б., Фотак В., Меггинсон В. Л., Мираки В. Ф. Тихие Левиафаны: инвестиции суверенных фондов благосостояния. Октябрь 2010. URL: www.bernardobortolotti.com (дата обращения: 29.07.2012).

В мировом масштабе больше всего инвестиций в 2009 г. было направлено фондами в США (426 вложений), стоимость которых составила 58,336 млрд долл. Существенные вложения были сделаны в Китай, Сингапур, Малайзию,

Индию и Великобританию (см. табл. 4). Объём иностранных инвестиций (723 вложения) в значительной степени превосходил объём национальных (79 вложений). Большие объёмы инвестиций были направлены в страны — члены Организации экономического сотрудничества и развития (OECD) (560 вложений).

На протяжении всего периода с 1984 по 2007 г. по числу инвестиций лидировали суверенные фонды благосостояния стран Азии, количество вложений которых в 2009 г. составило 2045. Число инвестиций стран Среднего Востока было меньше почти в 4 раза. Западные страны не делали большого количества инвестиций (84 вложения).

В 2008 г. азиатские фонды также активно инвестировали (2046 вложений) в объёме 132,7 млрд долл. Свыше 40 % фондов Азии и Западных стран управлялись внешними менеджерами. Свыше 50 % азиатских фондов управлялось политиками.

Наиболее активно суверенные фонды благосостояния вкладывали в азиатский регион (1600 вложений). Значительное число вложений было осуществлено фондами в Европу (387 вложений), Северную Америку (274 вложения) и Австралию (246 вложений) (см. табл. 5). Самое меньшее число инвестиций было сделано в страны Центральной Америки (8 вложений), Южной Америки (12 вложений) и Африки (16 вложений).

В последние годы наибольшее число инвестиций фондов было сделано в том же регионе (62,8 %), (см. табл. 6). Примерно в равных объёмах были произведены национальные инвестиции (33,5 %), региональные инвестиции (29,3%) и инвестиции в западные страны (34,1 %).

По структуре вложений фондов в отрасли экономики преобладали инвестиции в сферу финансов, страхования и недвижимости (871 вложения), сферу транспорта и коммуникаций (602 вложения), сферу услуг (529 вложений), сферу производства (413 вложений).

Так, в 2007–2008 гг. Фонд Сингапура (GIC) приобрёл пакет акций компании UBS, составляющий 8,6 % её стоимости, и пакет акций компании Citigroup, составляющий 4,4 % её стоимости. Суммы сделок составили 9,8 млрд долл. и 6,9 млрд долл. соответственно. Инвестиционное управление Абу-Даби (ADIA) вложило

Таблица 5

География распределения вложений суверенных фондов благосостояния в регионы мира

Регион	Азия	Средний Восток	Европа	Северная Америка	Центральная Америка	Южная Америка	Африка	Австралия	Все регионы
Азия	1505	32	159	194	6	4	4	141	2045
Средний Восток	95	87	224	78	2	8	12	27	533
Западные страны	0	0	4	2	0	0	0	78	84
В целом	1600	119	387	274	8	12	16	246	2662

Источник: Берстайн Ш., Лернер Дж., Шоар А. Инвестиционные стратегии суверенных фондов благосостояния, статья 09-112 / Гарвардская школа бизнеса, США

Таблица 6

Структура инвестиций суверенных фондов благосостояния

Регион	Все инвестиции	Национальные инвестиции, %	Региональные, но не национальные, %	Инвестиции в том же регионе, %	Доля инвестиций на Запад, %	Доля инвестиций в США, %
Азия	2045	37,4	35,8	75,7	24,1	8,6
Средний Восток	533	9	7,5	16,5	61,7	12,9
Западные страны	84	94	0	94	100	2,4
В целом	2662	33,5	29,3	62,8	34,1	93

Источник: Берстайн Ш., Лернер Дж., Шоар А. Инвестиционные стратегии суверенных фондов благосостояния, статья 09-112 / Гарвардская школа бизнеса, США

около 7,6 млрд долл. в компанию Citigroup, получив пакет акций, составляющий 4,9 % данной компании. Некоторые фонды полностью выкупили ряд компаний. Так, фонд Сингапура GIC купил компании Myer Melbourne, Merrill Lynch Financial Centre, Hawks Town, Kungshuset. Инвестиционная корпорация Дубая (Investment Corporation of Dubai (ICD)) купила компании Almatris, Barney's New York, Mauser Group, Metropole hotel, Alliance Medical. Фонд Сингапура Temasek Holdings выкупил Tokyo Westin.

В 2007 г. суверенные фонды благосостояния вложили свои средства в более 12 тысяч пакетов акций. Стоимость вложений составила свыше 371 млрд долл. Наибольшее число пакетов акций приобрели фонды Норвегии, Новой Зеландии и ОАЭ.

Для того чтобы оценить влияние суверенных фондов благосостояния на глобальные финансовые рынки, интересно понять, как увеличивающееся аккумулирование активов фондов могло бы изменить глобальные финансовые потоки. Так, страны с большими дополнительными резервами, то есть резервами, превышающими необходимую минимальную величину платёжного баланса, могут планировать получение большего дохода и размещать портфель своих инвестиций, меньше ориентируясь на уровень ликвидности. Табл. 7 показывает, что величина превышающих резервов является существенной. В 2007 г. она

составила свыше 3,023 трлн долл. (почти 70 % от общего числа официальных резервов).

Таблица 7

Превышение резерва в растущих экономиках Азии и странах, экспортирующих нефть (млрд долларов)

Страна	Резервы	3-мес. импорт	Краткосрочный внешний долг	Превышение резервов
Китай	1,559	254	231	1,306
Россия	420	70	53	350
Саудовская Аравия	276	34	22	242
Тайвань	261	67	26	194
Корея	244	109	3	135
Индия	202	72	15	129
Бразилия	175	37	66	110
Алжир	99	10	0	90
Ливия	79	6	1	73
Сингапур	149	85	40	64
Другие	959			332
Итого	4,322			3,023

Источник: Бэк Р., Фидора М. Влияние суверенных фондов благосостояния на глобальные финансовые рынки // Европейский центральный банк. Июль 2008. № 91.

Проведенный анализ показывает, что при выборе регионов инвестирования фонды ориентируются, прежде всего, на страны Европы и Америки (см. табл. 8). На развивающиеся рынки, страны Азии и Океании в целом (кроме фонда Temasek Holdings) приходится не более 25 % от всех вложений фондов.

При распределении вложений по видам активов большинство фондов отдаёт предпочтение акциям. В среднем фонды вкладывают в них около 50 % своих активов. При этом выделяются вложения в акции развитых и в акции развивающихся рынков. На втором месте по предпочтениям фондов стоят вложения в облигации. В них фонды вкладывают до около 42 % активов. При этом фонды делают инвестиции в различные виды облигаций. Так, инвестиционная корпорация Кореи вкладывает 34,1 % своих активов в государственные облигации, 7,4 % — в агентские облигации и 12,9 % — в корпоративные облигации. На другие виды инвестиций приходится менее существенная доля вложений.

Важной платформой для дискуссий по проблемам развития и повышения эффективности функционирования суверенных фондов сегодня является Международный форум суверенных фондов благосостояния (The International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF)). Он представляет собой объединенную общими интересами инициативную группу менеджеров суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Funds (SWFs)), которые организуют встречи для обмена мнениями по эффективному управлению SWFs на основе Сантьяго-принципов. Данные Сантьяго-принципы представляют собой общепринятые практические

положения и включают в себя 24 основных принципа функционирования суверенных фондов благосостояния.

Международный форум суверенных фондов благосостояния был учреждён Международной рабочей группой суверенных фондов благосостояния (IWG) на встрече 5–6 апреля 2009 г. в Кувейт-Сити на основе Кувейтской декларации. Согласно данной декларации, данный Форум должен стать платформой для:

- 1) обмена идеями и мнениями по поводу функционирования суверенных фондов благосостояния между соответствующими сторонами;
- 2) обмена мнениями по поводу применения Сантьяго-принципов, включая операционные и технические аспекты;
- 3) укрепления кооперации со странами — получателями инвестиций, соответствующими международными организациями, участниками рынка капиталов, а также для выявления потенциальных рисков, которые могут повлиять на международные инвестиции.

Структура Форума включает:

1. *Председателя и двух сопредседателей*, которые выбираются членами форума на два года по согласованию.

2. *Подгруппы*. По согласованию с участниками Форума, председатель и сопредседатели могут назначать подгруппы по специальным темам. Подгруппа может состоять из участников Форума и внешних экспертов. Каждая группа должна сделать отчёт и рекомендации для Форума.

3. *Секретариат*. Профессиональный секретариат необходим Форуму для облегчения деятельности Форума и его подгрупп, эффек-

Таблица 8

География распределения вложений суверенных фондов благосостояния, %

Фонды	Европа	Америка	Азия	Океания	Развивающиеся рынки	Национальные	Глобальные
Государственный пенсионный фонд - Глобальный, Норвегия	54	35	11				
Инвестиционное управление Абу-Даби	25-35	35-50	10-20		15-25	50	50
Инвестиционная корпорация Китая							
Инвестиционное управление Кувейта	76-86		13-17		4-6		
Сингапур - Инвестиционная корпорация	29	45	24				
Сингапур - Темасек холдингз		4	34			31	
Иститмар Ворлд, Дубай	20	40	5				

Источник: Бортолотти Б., Фотак В., Меггинсон В. Л., Мираки В. Ф. Тихие Левиафаны: инвестиции суверенных фондов благосостояния. Октябрь 2010. URL: www.bernardobortolotti.com (дата обращения: 29.07.2012).

тивной кооперации среди его участников и с другими участвующими сторонами.

К числу членов Международной рабочей группы суверенных фондов благосостояния (IWG) относятся представители двадцати трех стран (см. табл. 9).

Таблица 9

Страны-члены Международной рабочей группы суверенных фондов благосостояния (IWG) и страны-реципиенты

Страны-члены		Страны-реципиенты
Австралия	Ливия	ЕС
Азербайджан	Мексика	Австралия
Бахрейн	Новая Зеландия	Бразилия
Ботсвана	Норвегия	Великобритания
Канада	Катар	Германия
Чили	Россия	Индия
Китай	Сингапур	Испания
Экваториальная Гвинея	Восточный Тимор	Италия
Иран	Тринидад и Тобаго	Канада
Ирландия	ОАЭ	США
Корея	США	Франция
Кувейт		Южная Африка
		Япония

Источник: Институт суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Funds (SWF) Institute). URL: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings> (дата обращения: 29.07.2012).

Важными характеристиками фондов являются их стратегия и уровень прозрачности. Для оценки степени прозрачности фондов был создан Линабург – Мадуэлл индекс транспарентности (ЛМИТ). ЛМИТ был разработан Карлом Линабургом и Михаилом Мадуэллом, соучредителями Института суверенных фондов благосостояния. Индекс основывается на десяти основных принципах, каждый из которых добавляет один пункт к рейтингу фонда. Индекс фонда

может меняться в зависимости от предоставленной им новой информации о его развитии¹⁰.

Высоким уровнем прозрачности обладают фонды Норвегии, США (штат Аляска) и Австралии. Активной инвестиционной стратегии следуют фонды Китая и Катар. В равной степени на уровень прозрачности и активную инвестиционную стратегию ориентируются фонды Малайзии и Сингапура (GIC, Temasek holdings). Среднее положение (средний уровень прозрачности и активности) занимают фонды Кувейта и Саудовской Аравии. На пассивную инвестиционную стратегию и низкий уровень прозрачности нацелены фонды Брунея, Алжира и Казахстана.

Суверенные фонды благосостояния обладают достаточным потенциалом для увеличения своей роли в качестве крупных институциональных инвесторов. Ведущие экономисты и финансисты утверждают, что в мире может закрепиться новая форма капитализма — суверенные национальные фонды благосостояния, которые и будут оказывать существенное влияние на будущее глобальное развитие. В декабре 2010 г. в Колумбийском университете в США состоялась двухдневная дискуссия «Суверенные фонды и долгосрочные инвестиции: Новая форма капитализма?» при участии Джорджа Сороса, плеяды лауреатов Нобелевской премии по экономике, руководителей крупнейших банков и инвестиционных фондов. Как считают участники конференции, размер суверенных фондов в течение ближайших лет вырастет с 5 трлн долл. на июнь 2012 г. до 10–12 трлн долл. По своим масштабам это уже будет сопоставимо с крупнейшей мировой экономикой — ВВП США¹¹.

Как считает экономист, лауреат Нобелевской премии Джозеф Стиглиц, «новые суверенные игроки, аккумулирующие громадные средства в своих фондах и принимающие международные правила, способны сыграть конструктивную роль в новых условиях посткризисного мира»¹². По его мнению, гигантский ресурс, управляемый правительствами, может стать инструментом долгосрочных планируемых ин-

¹⁰ Институт суверенных фондов благосостояния (Sovereign Wealth Funds (SWF) Institute). URL: <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/> (дата обращения: 29.07.2012).

¹¹ Экономисты предостерегают новую форму капитализма, порожденную кризисом. URL: <http://news.mail.ru/society/4578956/> (дата обращения: 29.07.2012).

¹² Там же.

вестиций сроком на 20–30 лет и в будущем застраховать мир от потрясений, связанных с паникой и утратой доверия на фондовых рынках.

Суверенные фонды, которые в отличие от бизнес-компаний, настроенных на быстрые прибыли и вынужденных их постоянно демонстрировать для поддержания своей рыночной стоимости, могут стать главной движущей силой «социально ответственных инвестиций»¹³.

Следует согласиться с главой совета директоров и генеральным директором финансовой компании Caisse des Depots et Consignations Огустинном де Романе в том, что финансовые и политические позиции суверенных фондов станут еще сильнее. Кризис показал, что для стабильности требуются длительные инвестиции в развитие, которые обеспечивают инновационные технологии.

Суверенные инвестиционные фонды (СИФ) являются значимыми участниками международного финансового рынка. Так, на конец 2010 г. суммарная стоимость фондов государственного (федерального) уровня составляет 3,2 трлн долларов, а регионального уровня — 0,5 трлн долл., то есть 3,7 трлн долл. суммарно, что в 5–8 раз ниже суммарных активов пассивных инвесторов (пенсионных, инвестиционных фондов, страховых компаний), но в несколько раз превышает активы каждой из следующих групп фондов: торгуемых индексных фондов (ETF), хедж-фондов, открытых фондов прямых инвестиций. Следует учитывать, что активы торгуемых индексных фондов, хедж-фондов и фондов прямых инвестиций частично включаются в состав активов СИФ, так как часть средств СИФ размещена в активах указанных институциональных инвесторов. Кроме того, ряд пенсионных фондов являются суверенными фондами. Таким образом, активы суверенных фондов сопоставимы с объемами активов под управлением отдельных институциональных инвесторов или их групп. Подобный объем активов под управлением представляет собой потенциальную возможность влияния на финансовые рынки при соответствующей инвестиционной стратегии.

В то же время абсолютная величина средств суверенных инвестиционных фондов не является единственным показателем, определяющим эффект от деятельности фондов на финансовом рынке.

Оптимальный размер суверенных инвестиционных фондов определяется их назначением, а также внешними параметрами среды (в частности прогнозной динамикой бюджетных доходов, потенциальных обязательств фонда). Если в отношении международных резервов существуют общепризнанные критерии оптимальных размеров (критерий покрытия стоимости трех- (шести-) месячного импорта, годового объема выплат по внешнему долгу и т. д.), то в отношении оптимальных размеров суверенных фондов методологические подходы более индивидуальны в связи с разнообразной природой фондов.

В международной практике выделяются следующие методы определения минимальной величины суверенных фондов:

- **модель постоянного дохода** — моделирование оптимального размера фонда. Постоянный доход включает текущий доход от добычи ресурсов и доход от инвестирования финансовых активов, полученных ранее от продажи извлеченных ресурсов. Правило постоянного дохода может предусматривать заимствование против будущих ресурсных доходов;

- **модель «bird-in-hand»** — сбережение всех нефтяных доходов в финансовых активах и использование постоянной процентной доли средств фонда на текущие расходы.

Предусматривается, что доходность финансовых активов суверенного фонда должна соответствовать скорректированному на цикличность нефтяных цен ненефтяному дефициту бюджета.

На практике также встречается ограничение размера фонда в долях относительно ВВП, годовой величины расходов/доходов бюджета (в том числе в форме абсолютных сумм). Так, в США максимальный объем бюджетного стабилизационного фонда устанавливается как процентная доля от доходов бюджета или бюджетных ассигнований (расходов) в размере от

¹³ Экономисты предвещают новую форму капитализма, порожденную кризисом.
URL: <http://news.mail.ru/society/4578956/> (дата обращения: 29.07.2012).

2 до 15 %. Данные резервные фонды аналогичны по предназначению резервным фондам исполнительных органов государственной власти России (местных администраций), величина которых должна составлять не более 3 % общего объема годовых расходов (ст. 81 БК РФ).

Подходы к оптимальной величине стабилизационного фонда различаются в зависимости от уровня развития национальной экономики.

В российской практике при создании Стабилизационного фонда РФ к минимальному нерасходуемому размеру фонда формировался подход «базового объема», привязанного к уровню сбалансированного федерального бюджета в зависимости от величины цены на нефть. На этапе подготовки законопроекта «базовый объем» был рассчитан как объем, достаточный для компенсации снижения доходов бюджета в течение 3-х лет, вызванных падением цен на нефть до уровня 15 долл. за баррель (696 млрд руб.). В окончательной редакции закона «базовый объем» был снижен до 500 млрд руб., возможности использования средств фонда предусматривались лишь при достижении им «базового объема» (для финансирования дефицита федерального бюджета при снижении цены на нефть ниже базовой, а также на иные цели).

Согласно текущим прогнозным расчетам Основных направлений бюджетной политики на 2012 год и плановый период 2013 и 2014 годов в ближайшие 3 года планируется уменьшение соотношения Резервного фонда и ВВП, сопровождаемое сокращением относительного объема ФНБ (направление части средств на цели финансирования пенсионных накоплений).

Среди резервных суверенных фондов возможно выделить отдельную группу пенсионных резервных фондов, к которой относится российский ФНБ. В большинстве развитых стран (за исключением Норвегии) оптимальный размер резервных суверенных фондов определяется на постоянной основе по результатам расчета роста пенсионных расходов в бюджете. Пенсионные суверенные фонды представляют собой лишь дополнительный источник средств, но не призваны полностью решить проблему будущего долгосрочного дефицита пенсионной системы. Создание фондов чаще всего предусматривает использование их средств в будущем и сопровождается комплексным реформирова-

нием пенсионной системы.

Суверенные резервные пенсионные фонды фактически выступают механизмом, позволяющим осуществлять текущее накопление средств в настоящее время для использования их с определенного момента времени в будущем для решения проблемы пенсионной системы. Таким образом, подобные суверенные фонды направлены на решение долгосрочных проблем пенсионной системы стран, а не на покрытие текущих потребностей в финансировании пенсионной системы. Даже в период острого национального экономического кризиса в Пенсионный резервный фонд Ирландии продолжали поступать перечисления на сумму 1 % ВВП, а средства на стабилизацию финансовой системы были использованы в косвенной форме (приобретение привилегированных акций крупнейших банков).

Объем средств, аккумулирование которых в фонде призвано сгладить последствия роста пенсионной нагрузки на бюджет, различается по странам. Планируемый объем фонда Австралии (по отношению к ВВП) значительно меньше объема Норвежского фонда, что обусловлено доступностью источников пополнения (изымаемые из общих доходов бюджета средства в Австралии и избыточные налоговые нефтегазовые доходы в Норвегии).

В дополнение к Государственному пенсионному фонду — Глобальному второй составляющей норвежского резервного Государственного пенсионного фонда выступает Государственный пенсионный фонд — Норвегия. Отмечается, что при сохранении текущих объемов трансфертов из федерального бюджета на покрытие дефицита Пенсионного фонда РФ текущий объем средств ФНБ является недостаточным.

Только трансферты федерального бюджета на покрытие дефицита Пенсионного фонда РФ составляют треть – половину объема средств ФНБ. Соответственно, потенциальные инвестиционные доходы ФНБ представляют собой незначительную величину по сравнению с потребностями российской пенсионной системы в средствах. При использовании зарубежной модели фондов развитых стран, формируемых за счет нересурсных доходов, нет необходимости увеличивать ФНБ до раз-

меров, позволяющих использовать на ликвидацию пенсионного дефицита только доходы от инвестирования фонда. Достаточно увеличить стоимость ФНБ до размера оцениваемого роста пенсионных обязательств с условием использования средств в будущем. Ориентируясь на практику зарубежных стран, в целях аналогичного покрытия с 9,4 % в 2010 г. до 18,8 % в 2050 г. (то есть примерно на 10 % ВВП), требуемый объем средств ФНБ должен составлять 20–30 % ВВП (то есть 10–15 трлн руб.).

Подобная сумма является чрезвычайно высокой для российского бюджета — бюджета развивающейся страны. Более целесообразно вложение аналогичных сумм в развитие национальной экономики, что будет способствовать росту национального благосостояния, возможности увеличения негосударственной составляющей пенсионных накоплений граждан, повышению доходной базы бюджета с возможностью направления больших сумм на финансирование государственных пенсионных расходов. Текущие проблемы пенсионной системы должны решаться не за счет использования ФНБ, а за счет реформирования системы поступлений и обязательств пенсионной системы РФ. В России долгосрочное прогнозирование объема поступлений нефтегазовых доходов свидетельствует об исчерпании разведанных нефтяных ресурсов к 2030 г. и добыче около 45 % разведанных запасов газа к 2035 г. Но с учетом роста добычи и экспорта газа предполагается компенсация истощения нефтяных ресурсов и рост совокупных нефтегазовых доходов в отношении разведанных нефтегазовых ресурсов на временном горизонте до 2035 г.

При размещении средств фондов в составе портфеля Банка России не происходит их обособление в процессе управления, все активы ЦБ РФ размещаются в составе единого портфеля. Таким образом, установленные в нормативно-правовом порядке требования к структуре активов Резервного фонда и ФНБ носят «номинальный» характер. Их учет производится только при калькуляции расчетной суммы дохода депозитов Резервного фонда и ФНБ при выплате процентов. Наблюдался только один исключительный случай обособленного учета средств российских суверенных фондов в ЦБ РФ. Это произошло при размещении части

средств Резервного фонда в составе резервной позиции РФ в МВФ. В этих целях предварительно была осуществлена конвертация средств в рубли, за счет которых была сформирована резервная позиция в МВФ. Соответственно, одним из широко обсуждаемых вопросов функционирования российских суверенных фондов является введение требования к обособленному учету их средств от международных резервов, в том числе в целях проведения более рискованной политики по их инвестированию. Так, подобное мнение не раз высказывалось в аналитических публикациях (Казакевич П. А. — передача оперативного управления фондами от ЦБ РФ самостоятельному вновь созданному юридическому лицу, Сахаров А. А. — отказ от «косвенной» стратегии инвестирования средств фондов, Малышев П. Ю. — выделение средств ФНБ в отдельный портфель и обособленный учет его активов и операций). Отсутствие прозрачности и эффективного механизма управления и контроля текущего расходования средств российских фондов вызывает в том числе подозрения в неправомерном расходовании средств и способно создавать дополнительные проблемы в сфере экономической безопасности государства.

Следует согласиться с тем, что одним из возможных вариантов решения данной проблемы могло бы стать обособление Резервного фонда и ФНБ в составе отдельных портфелей при управлении ЦБ РФ, а расчетная доходность размещения фондов могла бы быть заменена на фактическую доходность инвестирования.

Превалирование консервативного подхода при управлении и размещении средств российских фондов является существенным недостатком. Как показывает практика последних лет, средства Резервного фонда и большая часть средств ФНБ размещаются в составе общего портфеля международных резервов ЦБ РФ. Согласно статистике доля средств фондов под управлением в портфеле международных резервов ЦБ РФ в 2008–2012 гг. находилась на уровне около 80–90 %.

В соответствии с нормативно-правовым регулированием до 10 % средств ФНБ, номинированных в иностранной валюте, и до 100 % средств ФНБ, номинированных в российской валюте, могут быть размещены в государственной корпорации «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)», в об-

щей сумме не более 40 % размещенных средств ФНБ (Приказ Минфина России от 24.01.2008 № 26 «Об утверждении нормативных долей разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния и Порядка расчета фактических долей разрешенных финансовых активов в общем объеме размещенных средств Фонда национального благосостояния и их приведения в соответствие с нормативными долями»).

В расчетном портфеле Резервного фонда долговые обязательства иностранных государств составляют 95 % (+/- 5 %) и долговые обязательства международных финансовых организаций (в основном квота в МВФ) составляют 5 % (+/- 5 %). Международные активы ЦБ РФ размещаются по аналогичной структуре: государственные ценные бумаги составляют около 88 % портфеля, валютные депозиты и остатки на счетах — 7 %, негосударственные ценные бумаги — 2 % (остаток приходится на сделки РЕПО).

Валютная структура средств Резервного фонда также соответствует валютной структуре международных активов ЦБ РФ. Нормативные доли размещения средств Резервного фонда в различных активах составляют 45 % (+/- 5 %) в долл. США и евро и 10 % (+/- 2%) в фунтах стерлингов Соединенного королевства. Фактическая структура размещения средств валютных резервов примерно соответствует структуре размещения средств Резервного фонда: 46 % — евро, 43 % — долл. США, 10 % — фунтов стерлингов, но небольшая часть портфеля размещена также в иенах (1-1,5 %).

Таким образом, инвестиционная стратегия Резервного фонда носит даже более консервативный и менее диверсифицированный харак-

тер, чем стратегия инвестирования портфеля валютных резервов ЦБ РФ в целом¹⁴.

Как показывает опыт стран, где есть стабилизационные фонды, доходы от финансовых вложений в ценные бумаги являются одним из основных источников развития таких фондов. Так, в Норвегии доля поступлений от них в Государственный пенсионный фонд страны составляет около 30–40 % от всех источников доходов фонда. Такой потенциал роста доходов имеется и у российских фондов. Однако, как показывает практика, применение консервативного подхода в отношении российских фондов привело к тому, что в период всего существования данных фондов наблюдалась их более низкая по сравнению с другими аналогичными фондами доходность. В отсутствие существенных изменений в их инвестиционной стратегии будет наблюдаться низкая доходность и в последующие периоды. Вложения по норвежской схеме: в высоколиквидные зарубежные акции (40%) и облигации (60%). Данная схема инвестирования могла бы эффективно применяться и в отношении российских фондов.

Вышеприведенный анализ является результатом комплексного экономико-правового исследования данной проблемы. При этом следует отметить, что:

1) существующая система организации важного для РФ стратегического направления имеет существенные недостатки, включая сферу правового регулирования функционирования Резервного фонда и ФНБ;

2) необходим совершенный механизм правового регулирования, способный обеспечить контроль со стороны государства и общества за эффективным использованием ресурсов Резервного фонда и ФНБ.

¹⁴ См., напр.: Левченко А. В. Суверенные инвестиционные фонды: организация и роль на финансовом рынке: Дис. ... канд. экон. наук. М., Финансовый университет, 2012.

УВАЖАЕМЫЕ ЧИТАТЕЛИ!

Настоящая публикация является первым шагом в исследовании данного направления. В следующей статье планируется более детально рассмотреть вопросы об эффективности существующего механизма регулирования деятельности суверенных фондов как элемента обеспечения экономической безопасности государства, конкурентоспособности и экономической стабильности на современном этапе развития мировой экономики.

Предлагаем всем желающим принять участие в обсуждении (e-mail: marinadanilina@yandex.ru).

ЛИТЕРАТУРА

1. *Бортолотти Б., Фотак В., Меггинсон В. Л., Мираки В. Ф.* Тихие Левиафаны: инвестиции суверенных фондов благосостояния. Октябрь 2010. URL: www.bernardobortolotti.com (дата обращения: 29.07.2012).
2. *Сестер Б.* Регулирование суверенных фондов благосостояния: есть ли у США какой-либо выигрыш? 2008. URL: <http://blogs.cfr.org/setser/2008> (дата обращения: 29.07.2012).
3. Деалоджик, Институт международной экономики Петерсона, исследование MorganStanley, 2007.
4. *Берстайн Ш., Лернер Дж., Шоар А.* Инвестиционные стратегии суверенных фондов благосостояния, статья 09-112 / Гарвардская школа бизнеса, США.
5. *Rozanov A.* Who holds the wealth of nations? Central Banking Journal, 2005, vol. 15, no. 4. Archived from the original on 2008-05-29. URL: http://web.archive.org/web/20080529122341/http://www.ssga.com/library/esps/Who_Holds_Wealth_of_Nations_Andrew_Rozanov_8.15.05REVCCRI1145995576.pdf (дата обращения: 29.07.2012).
6. *Бэк Р., Фидора М.* Влияние суверенных фондов благосостояния на глобальные финансовые рынки // Европейский центральный банк. – Июль 2008. – № 91.
7. *Фернандес Н.* Суверенные фонды благосостояния: инвестиционные выборы и применение по всему миру. IMDInternational, май 2009. URL: <http://www.ssrn.com>.
8. *Сахаров А. А.* Суверенные фонды благосостояния. Опыт России // Регламентация банковских операций Документы и комментарии. – 2008. – № 6.
9. *Левченко А. В.* Суверенные инвестиционные фонды: организация и роль на финансовом рынке: Дис. ... канд. экон. наук. М., Финансовый университет, 2012.



ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ НАРОДНЫМ ХОЗЯЙСТВОМ

УДК 338.2

Р. А. КОЧКАРОВ
R. A. KOCHKAROV

ПЛАНИРОВАНИЕ, ПРОГНОЗИРОВАНИЕ И ПРОГРАММНО-ЦЕЛЕВОЕ УПРАВЛЕНИЕ ЭКОНОМИКОЙ

PLANNING, FORECASTING AND TARGET-ORIENTED MANAGEMENT OF THE NATIONAL ECONOMY

***Аннотация.** В статье проведен анализ мирового и отечественного опыта планирования и прогнозирования. Детально рассмотрен опыт индикативного планирования во Франции и в Японии. На примере этих стран прослеживается эволюция национального планирования к территориальному планированию и программно-целевому управлению экономикой. Предложен ряд мер по совершенствованию программно-целевого управления национальной экономикой в рыночных условиях хозяйствования.*

***Ключевые слова:** программно-целевое управление; целевая программа; планирование; прогнозирование.*

***Abstract.** The global and domestic experience in planning and forecasting is analyzed in the article. The experience of indicative planning is considered in detail in France and Japan. In the case of these countries can be traced evolution of national planning to land-use planning and program-targeted management of the economy. A number of measures are proposed to improve program-oriented management of the national economy under market conditions.*

***Key words:** program-targeted management; targeted program; planning; forecasting..*

Планирование и прогнозирование являются важными элементами управления хозяйственной деятельностью государства. Система прогнозирования представляет собой многоуровневую структуру. Прогноз осуществляется как в разных сферах хозяйствования, например в экономической, социальной, политической и др., так и в территориальном разрезе — на уровне субъекта РФ, округа, на федеральном уровне. При этом комплексное прогнозирование рассматривается в различных временных периодах: как краткосрочное, среднесрочное и долгосрочное. Одним из условий эффективности прогнозной системы является координация между прогнозами разных уровней и срезов.

В то же самое время прогнозирование и планирование являются двумя взаимоувязанными инструментами регулирования экономики государства.

Планирование представляет собой иерархический процесс формирования предварительных решений в системе управления, определяющей порядок, в котором должна совершаться последовательность отдельных мероприятий. В зависимости от длительности интервала времени различают краткосрочное, среднесрочное и долгосрочное планирование. Принято, что краткосрочными планами являются годовые планы, среднесрочными — пятилетние, а долгосрочные планы рассчитываются на несколько пятилетий. Среднесрочные и краткосрочные планы подготавливаются на базе долгосрочных и их качество вследствие этого существенно повышается. Поскольку для долгосрочного планирования отводится значительно больший промежуток времени, его необходимо проводить с большей тщательностью и с проработкой многих альтернативных вариантов. Уровень неопределенности

при долгосрочном планировании существенно выше, чем при краткосрочном и среднесрочном¹.

Одной из форм планирования, получивших распространение в западных странах, является *индикативное планирование*. Имеется много примеров тому, что эффективное использование возможностей индикативного планирования значительно сократило издержки процесса трансформации для ряда стран третьего мира. Государствам послевоенной Европы оно позволило мобилизовать национальные ресурсы, направив их на восстановление и подъем экономики. Другие государства активно применяли национальные программы и планы борьбы с бедностью, повышения темпов экономического развития, конкурентоспособности и улучшения структуры экономики. Индикативные планы на краткосрочный, среднесрочный и долгосрочный периоды, оформленные в качестве целевых документов, разрабатывались в свое время в Японии, во Франции и в Скандинавских странах. В настоящее время они разрабатываются и во многих развивающихся странах (Индия, Турция, Малайзия, Индонезия и др.), а также в странах с переходной экономикой.

Планирование в Японии. В отличие от директивного планирования, при котором план экономического развития страны приобретает силу закона и становится обязательным для всех звеньев государственного управления, общегосударственное планирование в Японии принимает индикативный характер. Разрабатываемые планы формально не являются законами, а поддерживаются государственными программами, ориентированными на достижение поставленных целей.

Начиная с 1960-х годов в Японии разработано пять общенациональных планов развития (ОНПР)² различной продолжительности. Первому плану предшествовал послевоенный план восстановления страны. Некоторые планы разбивались по этапам, поэтому иногда упоминается большее их количество. Постав-

ленные в них цели преследовали решение наиболее важных проблем, стоявших в тот или иной период (см. *табл. 1*). Их полное выполнение в условиях рыночной экономики вряд ли было возможным, однако сам факт постановки таких целей оказал позитивное воздействие на общее развитие экономики³.

Не все планы реализовывались в соответствии с ожидаемыми темпами, однако даже они в конечном итоге сыграли положительную роль в развитии экономики, так как на их основе с учетом изменившейся внутри- и внешнеэкономической ситуации были оперативно разработаны новые программы.

Таким образом, общенациональное планирование в Японии проходило в форме последовательной разработки общегосударственных планов социально-экономического развития страны. В этом процессе в той или иной мере принимали участие правительственные учреждения, имевшие отношение к экономике, и прежде всего министерство финансов и министерство внешней торговли и промышленности. К составлению планов привлекались и многие научно-исследовательские организации, а также широкий круг опытных специалистов и экспертов.

Стоит также отметить, что наряду с общенациональными планами развития в Японии разрабатываются и территориальные планы. Например, для развития округа Хоккайдо в 1952–2007 годы разработано и реализовано шесть планов, поддерживающих общенациональные планы.

В целом можно говорить о положительном опыте планирования в Японии. Стоит отметить такую отличительную черту японской экономической системы, как ее «специфичность». Именно «специфичностью» объяснялись, в частности, высокие темпы роста промышленного потенциала Японии, преимущества японского типа управления экономикой, быстрая адаптация экономики к кризисным ситуациям и т. д. Сложившаяся социально-экономическая

¹ См.: Алексеева М. М. Планирование деятельности фирмы. М.: Финансы и статистика, 1999; Баркалов С. А., Бурков В. Н., Гилязов Н. М. Методы агрегирования в управлении проектами. М.: ИПУ РАН, 1999; Поспелов Г. С., Ириков В. А. Программно-целевое планирование и управление. М.: Сов. радио, 1976.

² Comprehensive National Development Plan (CNDP).

³ См.: Баскакова М. Японская экономическая модель // МЭИМО. 2004. № 1. С. 98–106; Хлынов В. Общегосударственное планирование рыночной экономики: опыт Японии // Мировая экономика и международные отношения. 2000. № 8. С. 18–25; Ministry of Land, Infrastructure and Transport. URL: <http://www.mlit.go.jp/en/index.html> (дата обращения: 29.03.2012).

Общенациональные планы развития Японии

План и срок его реализации	Основные цели и задачи
(Первый) ОНПР 1962–1970 гг.	Сбалансированное развитие регионов: 1. Переход к высоким темпам роста экономики 2. Борьба с перенаселенностью и неравенством в доходах 3. План удвоения доходов
Новый (второй) ОНПР 1969–1985 гг.	Создание развитой (социально-экономической) среды: 1. Высокие темпы роста экономики 2. Концентрация населения и промышленности в городах 3. Политика продвижения информационных технологий, глобализации и технического обновления
Третий ОНПР 1977–1987 гг.	Повышение уровня жизнедеятельности: 1. Устойчивый экономический рост 2. Равномерное распределение населения и промышленности 3. Проблема ресурсного и энергетического ограничения
Четвертый ОНПР 1987–2000 гг.	Формирование полицентричной экономики: 1. Концентрация населения и различных функций в Токио 2. Решение проблемы занятости в сельских территориях 3. Полномасштабная глобализация
(Пятый ⁴) ОНПР 1998–2015 гг.	Подготовка к многополярности: 1. Век глобализации (проблемы глобализации; конкуренция и взаимодействие со странами азиатского региона) 2. Проблема снижения численности населения и старения общества 3. Переход к информационному обществу

система страны обладала важными преимуществами, обеспечивавшими способность адаптации к новым условиям развития. Однако в 1990-х годах стагнация японской экономики показала, что концепция «специфичности» не отвечает требованиям нового времени.

Стоит также отметить, что наряду с общенациональными планами развития в Японии разрабатываются и территориальные планы. Например, для развития округа Хоккайдо в 1952–2007 годы разработано и реализовано шесть планов, поддерживающих общенациональные планы.

В целом можно говорить о положительном опыте планирования в Японии. Стоит отметить такую отличительную черту японской экономической системы, как ее «специфичность». Именно «специфичностью» объяснялись, в частности, высокие темпы роста промышленного потенциала Японии, преимущества японского типа управления экономикой, быстрая адаптация экономики к кризисным ситуациям и т. д. Сложившаяся социально-экономическая систе-

ма страны обладала важными преимуществами, обеспечивавшими способность адаптации к новым условиям развития. Однако в 1990-х годах стагнация японской экономики показала, что концепция «специфичности» не отвечает требованиям нового времени. Поэтому главной задачей стала трансформация японской экономической системы для ее эффективного функционирования в постиндустриальной стадии, где основу, помимо высокоразвитой обрабатывающей промышленности, составляют такие высокотехнологические отрасли, как кредитно-финансовая сфера, связь, информатика и др. В Японии кредитно-финансовая сфера не отвечала требованиям постиндустриальной стадии, что вызвало необходимость решительного реформирования экономической системы. Одной из задач пятого плана является переход к обществу нового типа — информационному обществу.

Японская экономика, так же как и другие развитые экономики, переживает сложный период развития. На передний план выходят проблемы глобализации, старения общества, по-

⁴Проект 21 века (Grand Design for the 21st Century).

вышения мировой конкуренции.

Планирование остается в Японии действующим и важным инструментом развития страны. Срок завершения реализации пятого плана — 2010–2015 годы.

Планирование во Франции. Индикативные планы доказали свою эффективность в ряде стран в качестве одного из средств государственного регулирования. Среди этих стран выделяется Франция, так как французская система оказала стимулирующее влияние на развитие планирования в Германии и Великобритании, а в последнее время все ее принципы изучаются и используются органами межгосударственного регулирования ЕС.

В конце 1940-х годов во Франции была разработана и начала реализовываться уникальная система планирования, позволявшая органам государственного управления регулировать хозяйственные процессы таким образом, чтобы государственная система не подменяла эффективное функционирование рыночных субъектов. Этот вариант экономической политики получил название «дирижизма»⁵.

С 1963 года главным плановым органом Франции являлось министерство территориального планирования и регионального управ-

ления⁶. Всего за время активного индикативного планирования государство разработало одиннадцать планов социально-экономического развития (см. табл. 2)⁷.

В 1990-х годах система планирования во Франции переживала кризис. Одиннадцатый план не был принят французским парламентом, и формально с 1993 года в стране больше не принимались общенациональные планы. Однако институт планирования во Франции не перестает существовать и постоянно видоизменяется.

Система французского планирования отражает экономико-политическую ситуацию в стране. Первые планы были направлены на модернизацию французской экономики в послевоенный период, в дальнейшем планы стали носить приоритетный стратегический характер. Одновременно планирование превратилось из инструмента регулирования экономики в средство поддержки бизнеса. Индикативное планирование во Франции на современном этапе приближается к стратегическому планированию крупных мировых корпораций.

В 1995 и 1999 годах были приняты также законы об общих принципах развития территорий, изменившие систему регионального планирования. Суть данных изменений сводится

Таблица 2.

Планы социально-экономического развития Франции

План и срок его реализации	Основные цели и задачи
Шестой план 1971–1975 гг.	Увеличение темпов экономического роста, конкурентоспособности и равновесия при приоритете промышленного развития
Седьмой план 1976–1980 гг.	Обеспечение полной занятости, улучшение качества жизни, сокращение неравенства
Восьмой план 1981–1985 гг.	Содействие науке, научным исследованиям; сокращение энергетической и сырьевой зависимости; повышение потенциала сельскохозяйственных отраслей; развитие образования; усиление социальной защиты населения
Девятый план 1984–1988 гг.	Модернизация промышленности, развитие средств связи, повышение уровня сбыта во Франции и за рубежом и др.
Десятый план 1989–1993 гг.	Стратегия роста — добиться экономической конкурентоспособности, справиться с инфляцией, достичь 100%-го роста капиталовложений и т. д.
Одиннадцатый план 1994–1998 гг.	Содействовать успеху Европейского союза; усиливать общественную и территориальную сплоченность и т. д.

⁵ См.: Алексеева М. М. Планирование деятельности фирмы. М.: Финансы и статистика, 1999;

Ботвинник М. Планирование – первый признак цивилизованной экономики // Экономист. 1993. № 5. С. 11–20.

⁶ Agency for Spatial Planning and Regional Action (DATAR).

⁷ См.: Островская Е. П. Франция в кризис // Экономические стратегии. 2010. № 6. С. 30–34; Interministerial Spatial Planning and Regional Attractiveness (DATAR). URL: <http://territoires.gouv.fr/la-datar> (дата обращения: 04.04.2012).

к тому, что правительство Франции вносит на рассмотрение парламента проект закона, в котором определяются стратегические ориентиры и основные принципы долгосрочного развития территорий. На основании положений данного закона между центральным правительством и регионами устанавливаются договорные отношения в форме планов.

Закон определяет стратегические ориентиры развития территорий на 2000–2020 годы. На настоящий момент принят пятый договор — на 2007–2013 годы⁸.

Мировой опыт использования программно-целевых методов управления экономикой. Программно-целевое управление государственными расходами и соответствующее ему бюджетирование, принятое в ряде развитых стран, способны повысить эффективность государственных расходов за счет концентрации ресурсов на действительно важных для общества направлениях. Позитивный потенциал программно-целевого бюджетирования определяется не только тесной связью расходов государства с конкретными результатами, но и участием в достижении желаемых результатов законодательных и представительных органов власти, а также активных слоев общества⁹.

Как показывает мировой опыт, программно-целевой метод может служить эффективным инструментом реализации государственной экономической и социальной политики. Именно такой метод управления применяется и в странах Европейского союза, и в США, и в Японии для решения стратегических задач развития, когда необходимо сконцентрировать ресурсы для достижения конкретных целей.

Меры по повышению эффективности государственных расходов актуальны практически во всех странах, независимо от того, исполняется ли их государственный бюджет с дефицитом или профицитом. Очевидно, что полностью раскрыть потенциал этих мер как средства повышения социальной и экономической эффективности государственных рас-

ходов за короткое время невозможно — об этом свидетельствуют и более чем полувековая история внедрения программно-целевого бюджетирования в США, и двадцатилетний период бюджетных реформ в странах Европы. Но несмотря на трудности, сопряженные с переходом к принципиально иному методу управления государственными расходами, эти страны последовательно внедряли технологии программно-целевого бюджетирования, одновременно развивая и совершенствуя их. В настоящее время в той или иной степени эти технологии применяются не только в странах с развитой рыночной экономикой, но и в развивающихся странах (Таиланд, Турция, Папуа — Новая Гвинея), и в государствах с переходной экономикой (Болгария, Венгрия, Кыргызстан).

Опыт США дает представление о том, как эволюционировала концепция программно-целевого бюджетирования. Хотя принято считать, что бюджетирование в Австралии и Новой Зеландии представляет собой более законченный вариант программно-целевого подхода, практика США имеет особое значение для России, так как позволяет, помимо прочего, проследить трудности, неизбежно возникающие при попытке внедрения элементов программно-целевого бюджетирования и различных модификаций этого подхода.

Таким образом, в целях создания эффективной системы государственного регулирования российской экономики в современных рыночных условиях необходимо использовать как опыт, накопленный в предыдущий (советский) период развития страны (особенно в сфере прогнозирования и программирования экономики), так и положительный зарубежный опыт в части индикативного планирования и прогнозирования развития рыночной экономики, создания и разработки целевых программ.

Программно-целевые методы управления экономикой в России. В настоящее время основным фактором роста экономики является повышение эффективности государственно-

⁸ См.: Interministerial Spatial Planning and Regional Attractiveness (DATAR). URL: <http://territoires.gouv.fr/la-datar> (дата обращения: 04.04.2012). Richardson H. W., Bae Ch.-H. C., Choe S.-Ch. Reshaping Regional Policy. Edward Elgar Publishing, 2011, pp. 384.

⁹ См.: Баркалов С. А., Бурков В. Н., Гилязов Н. М. Методы агрегирования в управлении проектами. М.: ИПУ РАН, 1999; Невоструева Т. Л. Социально-рыночная модель экономики // Вестник ОГУ. 2004. № 8. С. 45–47.

го управления за счет реформирования бюджетной системы, перехода от «планирования ресурсов» к «планированию результатов». В рамках концепции «управления результатами» бюджет формируется исходя из целей и планируемых результатов государственной политики. Бюджетные ассигнования имеют четкую привязку к функциям, при их планировании основное внимание уделяется обоснованию конечных результатов в рамках бюджетных программ. Ядром новой организации бюджетного процесса становится широко применяемая в мире концепция «бюджетирования, ориентированного на результат» в рамках среднесрочного финансового планирования¹⁰.

В соответствии с новыми принципами формирования бюджета при подготовке его проекта главные распорядители бюджетных средств должны обосновывать объемы и структуру своих расходных потребностей, формулируя:

- стратегические цели деятельности, которые они намереваются достичь с учетом стратегии правительства на среднесрочную и долгосрочную перспективу и в соответствии с закрепленными за ними основными функциями;

- основные задачи, через решение которых реализуются поставленные стратегические цели и соответствующие им конкретные направления деятельности, связанные с оказанием услуг определенного качества и объема и с достижением конкретного эффекта от их предоставления конечным потребителям;

- внутриведомственные и межведомственные (федеральные целевые и иные) программы, посредством которых обеспечивается реализация определенных направлений деятельности и решение основных задач.

Таким образом, формирование бюджета, ориентированного на результат, — это метод

бюджетного планирования, обеспечивающий прямую взаимосвязь между распределением бюджетных ресурсов и общественной значимостью ожидаемых конечных и непосредственных результатов их использования в соответствии с установленными приоритетами государственной политики. Он реализуется посредством внедрения в бюджетный процесс системы соответствующих правил и процедур, создающих для распорядителей и получателей бюджетных средств стимулы к повышению социальной и экономической эффективности

использования бюджетных средств.

* * *

Анализ мирового и отечественного опыта в области планирования и прогнозирования позволяет сделать следующие выводы¹¹.

Несмотря на существующий политический и эконо-

мический режим, развитые (постиндустриальные) и развивающиеся страны используют в той или иной мере инструменты планирования и прогнозирования. В странах со стабильной экономикой и качественным ее ростом планирование носит рекомендательный характер. В развивающихся странах планирование, хотя и не является директивным, но носит более требовательный характер.

Для создания стройной системы государственного регулирования социально-экономических процессов в стране необходимо:

- разработать планово-прогнозную систему;
- разработать систему научного мониторинга;

- закрепить функции планово-прогнозной системы за конкретным органом государственной власти.

Система научного мониторинга позволит предупредить кризисные явления различного характера (природные и техногенные катастро-

Система научного мониторинга позволит предупреждать кризисные явления различного характера (природные и техногенные катастрофы, экономические и социальные кризисы и др.)

¹⁰ См.: Кочкаров Р. А. Стратегическое планирование и прогнозирование // Вестник Финансовой академии. 2006. № 4. С. 97–109; Кочкаров Р. А. Целевые программы: инструментальная поддержка. М.: Экономика, 2007.

¹¹ См.: Ботвинник М. Планирование – первый признак цивилизованной экономики // Экономист. 1993. № 5. С. 11–20;

Малинецкий Г. Г., Кузнецов И. В., Подлазов А. В. О национальной системе научного мониторинга // Вестник РАН. 2005. Т. 75.

№ 7. С. 1–16; Моисеев Н. Н. Математика ставит эксперимент. М.: Наука, 1979; Поспелов Г. С., Ириков В. А. Программно-целевое планирование и управление. М.: Сов. радио, 1976.

фы, экономические и социальные кризисы и др.).

Планово-прогнозная система в непосредственной связи с научным мониторингом должна формировать прогнозы различных видов для определения возможных горизонтов будущего развития государства.

Если же степень неопределенности выше и ряд аспектов будущего недостаточно определен, но можно представить себе его различные варианты, то и планирование в таком случае следует осуществлять по вариантам, то есть для каждого состояния среды в будущем подготавливать свой план. Планирование по вариантам можно существенно усовершенствовать путем использования системного анализа. При большой неопределенности начинает все шире использоваться игровой подход и расчет на гарантированный результат.

Предложение «закрепить функции планово-прогнозной системы за конкретным органом государственной власти» может быть выражено в создании структуры, объединяющей в себе планово-прогнозную систему и систему научного мониторинга, обеспечивающей органичное взаимодействие этих составляющих. При этом важно юридически закрепить ответственность руководителей, так как эта работа связана со стратегическим развитием государства.

С недавнего времени программно-целевой подход управления бюджетными расходами получил массовое распространение. Начиная с 2006 года формирование федерального бюджета, региональных и местных бюджетов проводится по новым принципам.

Программы, образующие весь долгосрочный план развития экономики, предполагается сделать скользящими (с корректировкой через два-три года). Поэтому процессы формирования программ и долгосрочных планов будут также процессами корректировки действующих программ и долгосрочного плана национальной экономики в целом. Скользя-

щий характер программ и долгосрочного плана предполагает, что предшествующие им прогнозы, например в области науки, развития внешнего мира и т. д., производятся непрерывно соответствующими системами прогнозирования.

Хотелось бы выделить два направления прогнозирования, которые в настоящее время могут существенно влиять на стратегию развития России:

1) прогноз развития внешнего мира, его экономики, науки, техники, взаимоотношений между отдельными странами, прогнозирование военно-политических ситуаций на основе построения ряда сценариев будущего;

2) демографический прогноз и прогноз развития всей экономики страны.

Анализ мирового опыта планирования свидетельствует о трансформации планирования в зависимости от социально-экономического и политического состояния государства.

Следует понимать, что планирование является инструментом целенаправленного управления экономикой. Национальный план, или национальная стратегия, представляет собой общее видение развития государства в соответствии с внутри- и внешнеполитической, и социально-экономической обстановкой. Ускорение социально-экономических процессов повышения международной конкуренции требует тщательного и постоянного планирования и прогнозирования развития государства.

В последнее десятилетие произошел сдвиг в сторону децентрализации экономики и развития регионов и территорий. Общенациональные планы подкрепляются целевыми программами развития регионов, территорий, городов и др.

Общенациональный план становится аналогом корпоративного плана развития, реализуемого посредством конкретных программ и проектов.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Алексеева М. М.* Планирование деятельности фирмы. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 248 с.
2. *Баркалов С. А., Бурков В. Н., Гилязов Н. М.* Методы агрегирования в управлении проектами. – М.: ИПУ РАН, 1999. – 55 с.
3. *Баскакова М.* Японская экономическая модель // МЭИМО. – 2004. – № 1. – С. 98–106.
4. *Ботвинник М.* Планирование — первый признак цивилизованной экономики // Экономист. – 1993. – № 5. – С. 11–20.
5. *Кочкаров Р. А.* Стратегическое планирование и прогнозирование // Вестник Финансовой академии. – 2006. – № 4. – С. 97–109.
6. *Кочкаров Р. А.* Целевые программы: инструментальная поддержка. – М.: Экономика, 2007. – 223 с.
7. *Малинецкий Г. Г., Кузнецов И. В., Подлазов А. В.* О национальной системе научного мониторинга // Вестник РАН. Т. 75. – 2005. – № 7. – С. 1–16.
8. *Моисеев Н. Н.* Математика ставит эксперимент. – М.: Наука, 1979. – 224 с.
9. *Невоструева Т. Л.* Социально-рыночная модель экономики // Вестник ОГУ. – 2004. – № 8. – С. 45–47.
10. *Островская Е. П.* Франция в кризис // Экономические стратегии. – 2010. – № 6. – С. 30–34.
11. *Поспелов Г. С., Ириков В. А.* Программно-целевое планирование и управление. – М.: Сов. радио, 1976. – 440 с.
12. *Хлынов В.* Общегосударственное планирование рыночной экономики: опыт Японии // Мировая экономика и международные отношения. – 2000. – № 8. – С. 18–25.
13. *Richardson H. W., Bae Ch.-H. C., Choe S.-Ch.* Reshaping Regional Policy. Edward Elgar Publishing, 2011, pp. 384.

МНЕНИЕ ЭКСПЕРТА

В настоящее время экономически развитые страны используют программно-целевое бюджетное планирование — систему планирования, увязывающую цели, ресурсы и результаты деятельности. Работа над представлением федерального бюджета в программном формате ведется и в России. Центральным его звеном призваны стать государственные программы, перечень которых на федеральном уровне утвержден распоряжением Правительства Российской Федерации от 11.11.2010 № 1950-р.

Госпрограммы представляют собой довольно широкий комплекс информации о направлении социально-экономического развития. Их основная миссия — обеспечивать связь между системой целей, задач и мероприятий отраслевых стратегий и объемами их бюджетного финансирования. Иными словами, это построение взаимосвязи стратегического и бюджетного циклов.

*Ю. В. Герасимова,
руководитель направления бюджетного планирования
и финансового менеджмента Центра фискальной политики*

**Подробнее о новых инструментах управления экономикой читайте в № 5 (71) журнала
«Вестник Финансового университета»**



ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И КРЕДИТ

УДК 657.1:330

К. К. БЕЛЬГИБАЕВА
K. K. BELGIBAEVA

К ОПРЕДЕЛЕНИЮ СЕКТОРА «ФИНАНСОВЫЕ КОРПОРАЦИИ» В РЕСПУБЛИКЕ КАЗАХСТАН ПО МЕТОДОЛОГИИ СИСТЕМЫ НАЦИОНАЛЬНЫХ СЧЕТОВ ООН

DEFINITION OF SECTOR “FINANCIAL CORPORATIONS” IN THE KAZAKHSTAN REPUBLIC ON METHODOLOGY OF THE UNITED NATIONS SYSTEM OF NATIONAL ACCOUNTS

Аннотация. В статье рассматриваются методологические вопросы внедрения Системы национальных счетов ООН 1993 г. (СНС-1993) и 2008 г. (СНС-2008) в практику учета Республики Казахстан; дано авторское определение понятиям «финансовые корпорации», «финансовые услуги».

Ключевые слова: финансовый сектор; финансовые корпорации; финансовые услуги.

Abstract. The article contains a methodological issues of introduction the System of national accounts (SNA) 1993 and 2008 of the UN in accounting practice of the Republic of Kazakhstan; the author's definitions for “financial corporations” and “financial services” is given.

Keywords: financial sector; financial corporations; financial services.

Главная задача Системы национальных счетов (СНС) ООН — достоверно отразить финансово-кредитные, экономические и правовые отношения при расчете размера валовой добавленной стоимости секторов, отраслей экономики и в конечном итоге валового внутреннего продукта страны. В истории международного статистического учета известны следующие модели СНС ООН: 1936, 1947, 1952, 1968, 1993 годов и последняя версия — 2008 года.

Доминирующие позиции в финансово-кредитных отношениях страны занимает сектор «финансовые корпорации», благодаря его особой финансово-посреднической деятельности. В рамках рыночной экономики финансовое посредничество играет важную роль, обеспе-

чивая эффективное взаимодействие институциональных единиц различных секторов. Глобальный финансово-экономический кризис подтверждает актуальность и необходимость внесения уточнений в составляющие объекты изучения деятельности финансовых корпораций и их объективного учета.

По определению СНС-1993, сектор «финансовые корпорации» включает все корпорации или квазикорпорации-резиденты, основной функцией которых является финансовое посредничество или вспомогательная финансовая деятельность, тесно связанная с финансовым посредничеством, а также некоммерческие организации, финансируемые и контролируемые финансовыми корпорациями¹. В руководстве

¹ Дополнения и поправки к Системе национальных счетов 1993 г.: Организация Объединенных Наций, Комиссия европейских сообществ, Международный валютный фонд, Организация экономического сотрудничества и развития и Всемирный банк, 2006. П. 4.77. С. 130; Методологические положения по системе национальных счетов: Сборник / Под ред. Ю. К. Шокаманова. Алматы: Агентство РК по статистике, 2006. С. 3.

МВФ по денежно-кредитной и финансовой статистике дано следующее определение финансового посредничества: «вид производительной деятельности, в процессе которой институциональная единица мобилизует средства путем принятия обязательств за собственный счет с целью направления этих средств другим институциональным единицам путем кредитования или приобретения финансовых активов иным способом»². В СНС-2008 процесс посредничества определяется так же, как в СНС-1993: его сущность заключается в перераспределении средств между кредиторами и заемщиками путем оказания им посреднических услуг финансовыми корпорациями.

Финансовые корпорации предоставляют различные виды финансовых услуг: **основные** (услуги финансового посредничества) и **вспомогательные**, но тесно связанные с основными. **Основное финансовое посредничество** имеет три формы: *кредитование, страхование, пенсионное обеспечение.*

Кредитование связано с предоставлением займов учреждениями, занимающимися денежным посредничеством (обычно это банки), и денежных ссуд вне банковской системы; с предоставлением кредита на покупку домов специальными учреждениями, которые также не депонируют вклады; с кредитными карточками. Депозиты определяются как средства, фиксированные в денежном выражении, которые поступают не на регулярной основе. В соответствии с принципами СНС процесс кредитования не рассматривается как экономическое производство и не входит в его границы. В ходе посреднической деятельности финансовые учреждения привлекают средства кредиторов на возвратной и возмездной основе и лишь трансформируют принятые финансовые обязательства в финансовые активы таким образом, чтобы удовлетворить потребности заемщиков.

Кредитор передает определенную сумму денег банку. Передавая ресурсы от одних институциональных единиц другим, финансо-

вые организации несут издержки. Банк обязан выплачивать процент по вкладу, но одновременно предоставляет депоненту (депозитору) платные услуги: ведение счетов, перечисление депозитов и др. Величина платы зависит от частоты обращения клиента. В целях получения гарантий своевременного возврата ссуд банк требует дополнительную плату, исходя из собственной оценки платежеспособности заемщика, условий его кредитования. Суммы, получаемые банком за пользование кредитом, уйдут на оплату процентов своему депоненту.

В результате финансово-посреднической деятельности извлекаются доходы от собственности как доходы, получаемые владельцем финансового актива в обмен на предоставление средств другой институциональной единице в виде разницы процентов. Учетная разница между процентами по ссудам и выплаченной банком суммой процентов по вкладам приводит к величине продукции финансового посредничества, определяемой как косвенно измеряемые услуги финансовых посредников (КИУФП).

КИУФП рассчитываются только в отношении операций со ссудами и депозитами и только в тех случаях, когда эти ссуды предоставляются финансовыми корпорациями и депозиты размещаются в банках. КИУФП объединены в СНС под аббревиатурой “FISIM”, что расшифровывается как “financial intermediation services indirectly measured”. КИУФП — это рыночные услуги финансовых посредников, выпуск которых равен разности между доходами от собственности, полученными от процентов банков по кредитам, и доходами, выплаченными в виде процентов по депозитам. КИУФП представляют собой косвенный метод измерения стоимости оказанных услуг по финансовому посредничеству потому, что финансовые учреждения не взимают прямой платы, в отличие от вспомогательных финансовых услуг банков³. Фактически, величина продукции финансового посредника (КИУФП) состоит из двух частей:

1) издержки банка (банков) за услуги фи-

²Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике. Вашингтон, округ Колумбия, США: Международный валютный фонд, 2000. С. 17.

³См.: Дополнения и поправки к Системе национальных счетов 1993 г. Организация Объединенных Наций, Комиссия европейских сообществ, Международный валютный фонд, Организация экономического сотрудничества и развития и Всемирный банк, 2006; Система национальных счетов, 1993. Брюссель/Люксембург, Вашингтон, округ Колумбия, Нью-Йорк, Париж: Евростат, МВФ, ОЭСР, ООН, Всемирный банк, 1998.

нансового посредничества по кредитованию, оказанные депоненту;

2) гарантийная оплата заемщика финансовых средств за предоставленный ему кредит.

Оплата этих услуг либо включена в неявной форме в проценты, уплачиваемые заемщиками; либо взимается с тех институциональных единиц, которые ссужают финансовым организациям ресурсы, применяя для них более низкие ставки процентов. На эту величину уменьшается сумма процентов по депозиту. Сумма уплаты процентов заемщиком, наоборот, увеличивается на величину платных услуг, и эта часть стоимости продукции покрывается более высокими ставками по кредитам.

К **вспомогательным финансовым услугам** в качестве вторичной деятельности относятся: хранение ценностей клиентов в сейфах банков, предоставление консультаций по вопросам инвестирования, обмен валюты, приобретение недвижимости и др.

Со времени принятия СНС-1993 деятельность финансовых корпораций в мире претерпела существенные изменения, требующие объективного отражения в национальных счетах. В связи с тем, что процесс кредитования не является единственным источником оказания услуг финансовыми учреждениями, СНС-2008 рекомендует расширить понятие в следующей редакции: «В результате стремительного развития финансовых рынков в последние годы произошли существенные изменения в формах организации управления и работы в финансовых корпорациях. В связи с этим финансовые корпорации, наряду с посреднической деятельностью, занимаются теперь «управлением финансовым риском» и «преобразованием ликвидных средств»⁴. Российские статистики И. И. Елисеева, Я. В. Соколов пишут, что в свое время Дж. М. Кейнс в экономических исследованиях опирался на такие категории, как «ожидания», «риск», и сделал вывод о том, что «прибыль — это просто плата за риск», и далее

«восприятие вероятности, определение “веса”, “риска” в высокой степени зависят от наших оценочных суждений»⁵.

Действительно, деятельность банка, как и любого другого предприятия, связана с рисками. Экономический смысл риска (risk) сводится к преодолению неопределенности в ситуации неизбежного выбора, в количественной и качественной оценке вероятности достижения предполагаемого результата; к преодолению неудачи и отклонения от цели. Управление финансовым риском включает в себя процессы формирования информационной базы, идентификации, оценки и анализа объема, структуры рисков событий, установления системы критериев и принятия рискованных решений, выбора реализации методов нейтрализации возможных негативных последствий, мониторинга и контроля финансовых рисков.

Российский статистик А. Е. Косарев подчеркивает: «Управление финансовыми рисками является центральной составляющей деятельности финансовых корпораций»⁶. Развивая свои рассуждения о необходимости совершенствования определений в СНС-2008, А. Е. Косарев обосновывает это сложившимися в мире переменами. Дело в том, что в начальный период действия СНС-1993 финансовые корпорации принимали риски, связанные со сбором средств главным образом в форме депозитов и выдачей средств в основном в форме кредитов, и реорганизовывали средства для получения процентных доходов. В настоящее время значение этих «традиционных» рисков резко снизилось. Лидирующую роль играют торгуемые продукты, включая ценные бумаги, и внебиржевые производные бумаги. Значительно развилась секьюритизация, снижающая риски, связанные с активами и пассивами, путем снятия их с баланса. Реагируя на эти тенденции, банки диверсифицировали свою работу. Развивается инвестиционная деятельность, управление фондами. Риски в этих областях по своей сущ-

⁴ См.: Дополнения и поправки к Системе национальных счетов 1993 г. Организация Объединенных Наций, Комиссия европейских сообществ, Международный валютный фонд, Организация экономического сотрудничества и развития и Всемирный банк, 2006. П. 17.228. Обновление СНС-1993. Организация объединенных наций. Экономический и социальный совет. GENERAL E/ESCAP/CPR(2)/9 3 November 2005 RUSSIAN. System of National Accounts 2008, UN, N-Y. European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Cooperation and Development, United Nations, World Bank. 662 p.

⁵ Елисеева И. И., Соколов Я. В. Дж. М. Кейнс и статистика // Вопросы статистики. 2007. № 1. С. 69.

⁶ Косарев А. Е. Современное развитие методологии национальных счетов – обновление СНС-93 // Вопросы статистики. 2007. № 8. С. 16.

ности отличаются от традиционных рисков в кредитной деятельности. Риски могут перепродаваться. Содержание понятия финансовых рисков и формы работы с ними сейчас значительно расширились⁷. Финансовые корпорации, наряду с посреднической деятельностью, занимаются теперь управлением финансовыми рисками и преобразованием ликвидных средств, а не просто принятием рисков и реорганизацией средств кредиторов в традиционном понимании получения процентных доходов. Управление финансовым риском тесно взаимодействует с преобразованием ликвидных средств, которое исходит из сущности ликвидности (обращаемость, возможность передачи, конвертируемость, легкость, с которой активы обмениваются на деньги). Это целенаправленная деятельность банка (финансовой корпорации) быстро и без потерь, при необходимости для погашения своих обязательств, преобразовать свои активы в высоколиквидные финансовые активы: наличные деньги в кассе; депозитные вклады, размещенные на счетах в банках; государственные ценные бумаги и т. п. Проблема ликвидности затрагивает всю банковскую систему. Дефицит ликвидных средств в одном банке отражается на всей системе в целом. Банки формируют свои пассивы так, чтобы иметь различные сроки погашения соответствующих активов в балансе. В то же время банки должны погашать свои обязательства (например, по депозитам) в установленные сроки, в связи с чем управление рисками ликвидности ставится на первое место в деловой стратегии банка. Банку необходимо иметь достаточный запас ликвидных ресурсов путем преобразования активов для того, чтобы иметь возможность компенсировать ожидаемые и неожиданные изменения в балансе, не подвергаясь риску ликвидности.

Страхование представляет собой деятельность, направленную на предоставление институциональным единицам финансовой защиты от последствий каких-либо неблагоприятных событий (рисков) или непредвиден-

ных обстоятельств. В процессе страхования происходит перераспределение средств между институциональными единицами. Услуги оплачивают держатели страховых полисов (договоров). Страхование также делится на **основное** и **вспомогательное**, связанное с основным. На рынке *основного страхования* осуществляется страхование жизни и накопления, а также *пенсионное обеспечение*. *Вспомогательные услуги страхования* — это страхование и перестрахование, не относящиеся к страхованию жизни: от несчастных случаев, пожара, болезней; страхование имущества, автомобилистов; морское, авиационное, транспортное страхование; страхование на случай денежных убытков и страхование гражданской ответственности, а также услуги страхового агента, сюрвейера и аварийного комиссара.

Проблемным вопросом СНС-2008 является современное адекватное отражение сущности страхования с развитием новых социально-экономических явлений. К уточнениям в области страхования относятся вопросы, касающиеся определения сущности страхования, измерения выпуска страхования в связи с учащением в мировой истории катастрофических событий (террористических актов, природных катаклизмов — землетрясений, наводнений, ураганов)⁸. Разделяя мнение экономистов А. Я. Косарева⁹, Ю. Н. Иванова, Т. А. Хоменко¹⁰, считаем, что сущность страхования в настоящее время сводится к обслуживанию рисков, а не просто к возмещению страхового ущерба, как было сформулировано в СНС-1993. Поэтому измерение продукции страхования должно быть основано на существовании стоимостной оценки рисков, формирующейся с учетом *вероятности* их реализации, а не только на реализации рисков. Крупные катастрофы повлекут высокую стоимость производства услуг. Сумма возмещений будет иметь отрицательное значение. Такие возмещения должны переноситься на будущие годы при расчете производства услуг и добавленной стоимости. Измерять производство ус-

⁷ Косарев А. Е. Современное развитие методологии национальных счетов – обновление СНС-93 // Вопросы статистики. 2007. № 8. С. 16.

⁸ Там же.

⁹ См.: Косарев А. Е. Указ. соч. С. 3–19.

¹⁰ См.: Иванов Ю. Н., Хоменко Т. А. Обзор основных положений пересмотренной системы национальных счетов 1993 года (СНС 2008 года) и перспективы их поэтапного применения в статистике стран СНГ // Вопросы статистики. 2009. № 3. С. 40–42.

луг в случае катастроф предлагается на основе данных об издержках производства.

Пенсионное обеспечение сводится к обеспечению доходов в связи с выходом на пенсию, включая деятельность, связанную с инкассированием и инвестированием денежных средств. Согласно СНС-2008 пенсионные фонды, включаемые в финансовый сектор, организованы в форме самостоятельных институциональных единиц, действующих независимо от своих учредителей, и не могут находиться под иностранным контролем. Они предназначены для обеспечения выплаты пенсионных пособий тем или иным конкретным группам работников. Такие фонды имеют собственные активы и пассивы и осуществляют финансовые операции на рынке за собственный счет. Они организуются и управляются индивидуальными частными или государственными работодателями либо совместно с индивидуальными работодателями и их работниками. Работники

или работодатели вносят в эти фонды регулярные взносы/отчисления. Этот подсектор не охватывает программ пенсионного обеспечения, предназначенных для работников частных или государственных организаций, которые не предусматривают образования ни отдельного фонда, ни программ, организуемых частными работодателями. Их резервы объединяются со средствами самого работодателя или вкладываются в выпускаемые им ценные бумаги.

Деятельность финансовых корпораций в мире претерпела структурные изменения: во-первых, значительно возросла роль управления портфелем финансовых активов; во-вторых, финансовые портфели, банковские капиталы растут за счет других финансовых инструментов (ценные бумаги, лизинг, факторинг, секьюритизация и др.), а не только за счет выдачи кредитов и принятия депозитов; в-третьих, образуются холдинговые прибыли и убытки. Исходя из изменившихся экономических отношений и требований СНС-2008, мы даем следующие характеристики финансовых корпораций и финансовых услуг.

Финансовые корпорации — это институциональные единицы, на коммерческой основе оказывающие финансовые услуги, связанные с управлением рисками и преобразованием ликвидности финансовых ресурсов путем принятия обязательств за собственный счет и полученных процентов, страховых взносов, комиссионных.

Обоснованием такого определения финансовых корпораций служит характеристика содержания их выпуска в виде финансовых услуг.

Финансовые услуги — это особый товар, продукт деятельности субъектов сектора «Финансовые корпорации». Финансовые услуги в СНС представляют собой услуги финансовой

деятельности, заключающиеся в финансовом посредничестве, связанном с перераспределением капитала и его использованием в качестве финансовых активов в тех секторах экономики, которые испытывают определенные трудности.

Но в СНС-2008 шире определен состав финансовых услуг, в который входят:

- услуги по управлению финансовыми рисками и преобразованию ликвидности;
- услуги мониторинга;
- услуги по обеспечению ликвидности, принятию на себя риска;
- услуги по размещению ценных бумаг и торговле ими;
- маржа (разница между курсами продавца и покупателя) по сделкам с иностранной валютой и ценными бумагами.

На наш взгляд, *финансовая услуга* — это вид производительной деятельности, в процессе которой институциональная единица привлекает, приобретает, мобилизует и предоставляет средства с целью направления их другим институциональным единицам путем управления рисками и преобразования ликвидности на основе принятия обязательств за собственный счет.

Финансовая услуга как самостоятельная социально-экономическая категория тесно связана с финансово-кредитными отношениями, направленными на трансформацию средств в денежный капитал. Изменения указанных трактовок уже вызвали перемены в практиче-

С 2010 года Агентство по статистике Республики Казахстан перешло на новую версию общего классификатора видов экономической деятельности (ОКЭД)

ской статистической деятельности Казахстана. С 2010 года Агентство по статистике Республики Казахстан перешло на новую версию общего классификатора видов экономической деятельности (ОКЭД). Сопоставим состав ОКЭД по данному виду деятельности в *табл.*

В новом ОКЭД термин «финансовое посредничество» заменен на «финансовые услуги» в составе как основных, так и вспомогательных видов деятельности. Перемена полностью отвечает теории и практике со-

временной экономической жизни.

Таким образом, рекомендуемые поправки к определению финансовых корпораций, финансовой услуги, наиболее полное измерение финансовых услуг направлены на объективную разработку национальных счетов, адекватное отражение современной финансовой экономики и учета в практической деятельности статистических органов, продолжающих совершенствовать Систему национальных счетов ООН.

Таблица

Общий классификатор экономической деятельности в Казахстане

Старый ОКЭД до 2010 г.	Новый ОКЭД с 2010 г.
Шифр и вид деятельности	
Секция J – Финансовая деятельность	Секция K – Финансовая и страховая деятельность
65. Финансовое посредничество	64. Финансовые услуги, за исключением услуг страховых и пенсионных фондов
66. Страхование	65. Страхование, перестрахование и деятельность пенсионных фондов, кроме обязательного социального страхования
67. Вспомогательная деятельность в сфере финансового посредничества и страхования	66. Вспомогательная деятельность по предоставлению финансовых услуг и страхования

ЛИТЕРАТУРА

1. Дополнения и поправки к Системе национальных счетов 1993 г. – Организация Объединенных Наций, Комиссия европейских сообществ, Международный валютный фонд, Организация экономического сотрудничества и развития и Всемирный банк, 2006.
2. Методологические положения по системе национальных счетов: Сборник / Под ред. Ю. К. Шокаманова. – Алматы: Агентство РК по статистике, 2006. – 332 с.
3. Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике. – Вашингтон, округ Колумбия, США: Международный валютный фонд, 2000. – 161 с.
4. Система национальных счетов, 1993. – Брюссель/Люксембург, Вашингтон, округ Колумбия, Нью-Йорк, Париж: Евростат, МВФ, ОЭСР, ООН, Всемирный банк, 1998.
5. Обновление СНС-1993. – Организация объединенных наций. Экономический и социальный совет. – GENERAL E/ESCAP/CPR(2)/9 3 November 2005 RUSSIAN.
6. System of National Accounts 2008, UN, N-Y. European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Cooperation and Development, United Nations, World Bank. – 662 p.
7. Елисеева И. И., Соколов Я. В. Дж.М. Кейнс и статистика // Вопросы статистики. – 2007. – № 1. – С. 68–71.
8. Косарев А. Е. Современное развитие методологии национальных счетов – обновление СНС-93 // Вопросы статистики. – 2007. – № 8. – С. 3–19.
9. Иванов Ю. Н., Хоменко Т. А. Обзор основных положений пересмотренной системы национальных счетов 1993 года (СНС 2008 года) и перспективы их поэтапного применения в статистике стран СНГ // Вопросы статистики. – 2009. – № 3. – С. 40–42.

ВОПРОСЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ
ЗАКУПОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИMATTERS OF GOVERNMENT PROCUREMENT
EVALUATION SYSTEM

Аннотация. В рамках статьи анализируется действующая система оценки эффективности государственной закупочной деятельности и доказываемся, что используемые в ней показатели не увязаны между собой, направлены на отражение локальных результатов и нередко приводят к ошибочным, сомнительным выводам. Автором предлагаются новые подходы и новые аналитические инструменты для оценки эффективности размещения и исполнения госзаказа, применение которых будет способствовать повышению качества управления госзакупками. Возможность и экономическая целесообразность внедрения новой системы оценки размещения госзаказа и исполнения контрактов раскрывается автором на большом фактическом материале Минэкономразвития России, ФАС России и Счетной палаты РФ.

Ключевые слова: госзаказ; бюджет; эффективность; система оценки.

Abstract. This article analyzes the current system of the effectiveness of public procurement evaluation and proves that the operated rates are not accurately interrelated, but are suitable for calculating local indicators only and therefore often cause false and doubtful results. The author of this article proposes new methods and new analytical instruments for evaluation of governmental procurement orders and its implementation efficiency. The possibility and economic feasibility of new analytical tools application are revealed by the author on the basis of vast factual material of the Ministry Economic Development and Trade of Russia, FAS Russia, the Accounts Chamber of the Russian Federation and statistical data of Federal State Statistics Service.

Keywords: government purchases; budget; efficiency; evaluation system.

Модернизация системы государственной закупочной деятельности — одна из основных задач бюджетной политики на 2012–2014 годы. Для ее реализации Правительством Российской Федерации подготовлен проект законодательного акта по внедрению федеральной (национальной) контрактной системы. Новые процедуры государственных и муниципальных закупок должны обеспечить высокое качество исполнения государственного заказа и повышение его роли в модернизации экономики и социальной сферы.

Внедрение и отладка такого сложного хозяйственного механизма, как Федеральная контрактная система (ФКС), может потребовать достаточно много времени, изменения действу-

ющей архитектуры управления закупками и привлечения значительных трудовых, финансовых и материальных ресурсов. Учитывая это, чрезвычайно важными становятся разработка и использование надежных инструментов для оценки эффективности и оперативного мониторинга новой системы размещения госзаказа. Они должны, с одной стороны, своевременно сигнализировать о необходимости внесения изменений в действующие законодательные процедуры, а с другой — о соблюдении участниками государственной закупочной деятельности установленных в ФКС правовых норм и правил.

Одной из причин того, что Федеральный закон № 94-ФЗ¹ не обеспечил достижение заявленных в нем разработчиками целей, в том

¹ Федеральный закон от 21.07.2005 № 94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд»

числе по повышению эффективности использования бюджетных средств и предотвращению коррупции, явилось отсутствие должного аудита и контроля работоспособности механизма госзакупок.

Для оценки размещения госзаказа в действующей системе используется множество неформализованных показателей и индикаторов, которые не увязаны между собой и направлены, как правило, на отражение локальных результатов. Кроме того, ряд показателей и методик, используемых для оценки результатов размещения заказов, искажают реальное положение дел и нередко приводят к ошибочным выводам. Например, для измерения абсолютной и относительной экономии бюджетных средств при проведении торгов и запроса котировок производится сравнение начальной, заявленной заказчиком, цены контракта и цены, предложенной победителем конкурса или аукциона. Вместе с тем, в условиях когда отсутствуют правила формирования и процедура обоснования цен на товары (работы, услуги) для государственных нужд, такой подход является, мягко говоря, сомнительным.

Базируясь на указанной выше методике расчета экономии бюджетных средств, Федеральная антимонопольная служба России (ФАС России) ежегодно докладывает Правительству РФ об эффективности действующей системы размещения заказов. По данным ФАС России, за 5 лет (2006–2010 гг.) достигнута экономия бюджетных средств в сумме более 1 трлн 68 млрд руб. При этом за отмеченный период сумма экономии бюджетных средств и темпы её прироста от размещения госзаказа по годам имели тенденцию к росту, что противоречит научной логике и практике получения экономического эффекта при внедрении новых систем управления финансовыми ресурсами².

Так, проф. Е. А. Звонова, анализируя данные о полученной экономии бюджетных средств от госзакупок за ряд лет, делает следующий вывод: «При расчете показателей, характеризующих ди-

намику бюджетной экономии при госзакупках, следует понимать, что при нормальной работе системы темпы прироста объема экономии будут со временем снижаться, а не увеличиваться: как правило, наибольший эффект приносят первые правильно проведенные процедуры, в дальнейшем объем экономии снижается»³.

При использовании показателя экономической эффективности закупок или абсолютной экономии бюджетных средств, рассчитываемой как разница между начальной и фактической ценой контракта, при любом варианте размещения госзаказа всегда будет достигнут положительный результат. Однако сопоставление сумм полученной экономии с выделенными на госзакупки объемами ассигнований опровергает данное утверждение и свидетельствует о снижении эффективности закупок. Это подтверждают экспертно-аналитические материалы Счетной палаты РФ по вопросам оценки эффективности государственной закупочной деятельности. Так, в 2005 году размер экономии бюджетных средств составил 10,65 % объема бюджетных ассигнований, в 2006 году этот показатель был равен 4,68 %, а в 2007 году — 7,03 %. Следовательно, полученный результат или экономический эффект при размещении госзаказа в 2006 и 2007 годах оказался хуже аналогичного показателя 2005 года соответственно на 5,97 пункта и на 3,62 пункта⁴.

Приведенные выше материалы свидетельствуют о важности разработки и применения для анализа и мониторинга эффективности функционирования системы госзакупок надежных аналитических инструментов. Однако, как показало ознакомление с проектом федерального закона «О Федеральной контрактной системе», его авторы не стали утруждать себя их разработкой, оставив решение этой задачи на усмотрение контрольных органов или заказчиков — распорядителей бюджетных средств.

Регламентация методов и показателей для анализа и оценки сложных хозяйственных си-

² См.: Проект федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием системы государственного и муниципального заказа». ФАС России. Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

³ Звонова Е. А. Финансирование государственных закупок. М.: Научная мысль, 2009.

⁴ Аналитическая записка Счетной палаты РФ по результатам экспертно-аналитического мероприятия «Комплексный анализ эффективности функционирования существующей системы закупок для государственных нужд» // Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации. 2009. № 3.

стем достаточно распространенное явление в экономике. Например, при проведении процедур банкротства арбитражный управляющий должен руководствоваться Постановлением Правительства РФ от 25.06.2003 № 367 «Об утверждении правил проведения арбитражным управляющим финансового анализа», где приводится обязательный перечень коэффициентов финансово-хозяйственной деятельности должника и порядок их расчета.

Для решения задачи управления закупочной деятельностью и ее оперативного мониторинга прежде всего необходимо раскрыть сущность понятий «критерий» и «показатели». Без этого трудно оценить место и роль этих инструментов и соотношение между ними в иерархии управления механизмом госзакупок.

Понятие «критерий» дано в Большом юридическом энциклопедическом словаре: «Критерий — это “признак” (здесь и далее подчеркнуто нами. – Ю. К.), на основании которого формируется оценка качества объекта, процесса, мерил такой оценки»⁵.

Что касается понятия «показатели», то оно дается в Финансово-кредитном энциклопедическом словаре: «Показатели — это “величины”, характеризующие какую-либо сторону деятельности хозяйствующих субъектов, государства, населения, связанную с формированием и использованием денежных доходов и накоплений, или степень выполнения определенной задачи»⁶.

Представляется целесообразным предусмотреть в федеральной контрактной системе следующие **оценочные критерии**, обязательные для применения:

- критерий оценки состояния и развития добросовестной конкуренции на рынке товаров (работ, услуг) для государственных и муниципальных нужд;

- критерий оценки качества правового обеспечения закупочной деятельности и соблюдения его норм и положений заказчиками и участниками размещения госзаказа;

- критерий оценки эффективности и результативности использования бюджетных средств

на госзакупки.

Что касается показателей (индикаторов), используемых при анализе государственной закупочной деятельности, то они должны отвечать конкретным целям и задачам исследования, то есть следовать за выбранным критерием.

Рассмотрим содержание, роль и место указанных критериев в системе анализа и оценки размещения госзаказа, используя материалы Минэкономразвития России, ФАС России, Счетной палаты РФ и статистические данные Росстата.

Мировой и отечественный опыт рыночной экономики показывает, что главным критерием или мерилем того, отвечает ли система государственной закупочной деятельности установленным целям и задачам, является наличие или отсутствие при размещении госзаказа добросовестной конкуренции. Для оценки ее предлагается использовать **следующие индикаторы**:

- показатель количества размещения заказов путем открытых торгов;

- показатель среднего количества поставщиков, принявших участие в одной закупке;

- показатель доли государственных контрактов, заключенных с единственным поставщиком без проведения торгов и запроса котировок.

Показатель количества размещения заказов путем открытых торгов характеризует общее состояние и динамику развития конкуренции на рынке товаров, работ и услуг для государственных нужд. Особенно привлекательными для экономии бюджетных средств и предотвращения злоупотреблений в этой сфере являются открытые торги в форме аукциона и открытые торги в форме аукциона в электронном виде.

В 2010 году доля открытых торгов по всем заказчикам составила 24,3 %, в том числе по заказчикам федерального уровня — 8,4 %. На проведение открытых аукционов в электронной форме по всем заказчикам в 2010 год приходилось 12,2 %, а в муниципальных образованиях — 4 %⁷

Это означает, что в российской системе государственных закупок открытые торги в форме аукциона и аукционы в электронной форме еще не заняли преобладающего положения, как

⁵ См.: Барихин А. Б. Большой юридический энциклопедический словарь. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Книжный мир, 2008.

⁶ См.: Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А. Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002.

⁷ Доклады Минэкономразвития России Правительству Российской Федерации «Анализ размещения заказов на поставки товаров, выполнения работ, оказания услуг для государственных и муниципальных нужд в 2009 году», «Анализ размещения заказов на поставки товаров, выполнения работ, оказания услуг для государственных и муниципальных нужд в 2010 году».

это зафиксировано в развитых западных экономиках. Одной из главных причин является уклонение от участия в таких торгах. Так, по данным мониторинга деятельности официальных электронных площадок, около 65% (более 570 тысяч) электронных аукционов в 2011 году были признаны несостоявшимися⁸.

Показатель среднего количества поставщиков, принявших участие в одной закупке, свидетельствует о наличии или отсутствии конкуренции среди участников размещения заказов за получение государственных контрактов. Усиление здесь конкуренции обеспечивает условия для большей прозрачности торгов, существенного снижения цен на товары (работы, услуги) и эффективности использования общественных финансов.

В 2010 году количество поставщиков, принявших участие в одной закупке, по всем состоявшимся конкурсам и аукционам равнялось в среднем 2,0 против среднего количества поставщиков, принявших участие в одной закупке, за 2008 год и 2009 год — соответственно 2,7 и 2,9. Снижение уровня анализируемого показателя обусловлено рядом причин, но главная из них — неисполнение государственными заказчиками принятых норм и правил по размещению государственных (муниципальных) заказов.

Так, федеральные органы власти обязаны ежегодно формировать и утверждать годовые планы-графики размещения заказов на закупки продукции для государственных нужд. Однако ряд заказчиков (Росавиация, Росжелдор и др.) этого не делают, что не позволяет участникам размещения заказов планировать свою работу по поставкам товаров (работ, услуг) для государственных нужд⁹.

Государственные заказчики при размещении заказов не соблюдают установленный Федеральным законом № 94-ФЗ принцип прозрачности размещения заказов, открытости и доступности информации об объявленных процедурах размещения заказа. Так, выборочно в первом полугодии 2011 года установлено 262 случая применения ими не-

корректного ввода информации в наименовании и предмете закупок, затрудняющих поиск информации об объявленных торгах. В результате многие участники размещения заказов лишены возможности принять участие в торгах и запросах котировок.

Одним из наиболее типичных нарушений, препятствующих участию в торгах, является отказ государственных заказчиков под разными предлогами от проведения предусмотренных законом конкурсов, аукционов и запроса котировок для выбора поставщиков товаров (работ, услуг) для государственных нужд. Так, Российским гуманитарным научным фондом при финансировании за счет бюджетных средств проектов по изданию научных трудов для государственных нужд без проведения конкурсных процедур были заключены контракты в 2009 и 2010 годах на сумму соответственно 82 274,3 тыс. руб. и 59 669,1 тыс. руб.

Ещё не изжиты факты формального проведения торгов, в результате которых победителями открытых конкурсов и аукционов становятся организации, заведомо выбранные заказчиком. Так, Комитетом по жилищно-коммунальному хозяйству Брянской городской администрации в конце 2010 года были заключены по результатам проведения торгов муниципальные контракты на ремонт 38 автомобильных дорог общего пользования, мостов и иных инженерных сооружений на территории г. Брянска на общую сумму 872 078,5 тыс. руб. Однако, как показала проверка, выполнение этих работ началось задолго до объявленного конкурса и заключения указанных контрактов. В результате проведения торгов победителями их оказались подрядные организации, уже приступившие к выполнению капитальных работ на указанных объектах.

Показатель доли контрактов, заключенных с единственным поставщиком без проведения торгов и запроса котировок, характеризует степень ограниченности конкуренции на рынке госзакупок. Кроме того, размещение заказов у единственного поставщика свидетельствует об упущенных возможностях по экономии бюд-

⁸ Анастасия Литвинова. В России появятся два законопроекта о федеральной контрактной системе // РБК daily. 07.02.2012. № 21 (1306).

⁹ Аналитическая записка Счетной палаты РФ «О проведении мониторинга эффективности использования бюджетных средств, направленных на закупку товаров, работ и услуг для государственных и муниципальных нужд во II квартале 2011 года» // Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации. 2011. № 8.

жетных средств, так как такие закупки осуществляются по начальной (максимальной) цене.

В 2010 году доля контрактов, заключенных с единственным поставщиком, составила (без учета закупок малого объема) 46,3 %, а по заказчикам федерального уровня — 52,6 %. Важно отметить, что этот показатель не улучшился и в 2011 году: в общей стоимости заключенных договоров и контрактов в I полугодии 2011 года доля контрактов, заключенных с единственным поставщиком, составила 43,01 % против 17,03 % за аналогичный период 2010 года. Такое положение обусловлено недостаточными мерами по либерализации использования государственных и муниципальных активов и нарушениями действующего законодательства о размещении заказов, в том числе связанных с чрезмерным укрупнением лотов (Минобороны России) и участием в конкурсах и аукционах лиц, аффилированных с заказчиками (Фонд социального страхования РФ).

Проведенный выше анализ показал, что государственные заказчики, исполняя функции при размещении госзаказа, нередко руководствуются своими экономическими и финансовыми интересами в ущерб развитию добросовестной конкуренции.

Для оценки критерия, характеризующего уровень качества законодательной базы госзакупок и соблюдение ее норм и положений, целесообразно использовать **следующие индикаторы:**

- показатель исполнения планов по разработке нормативных правовых актов;
- показатель соблюдения распорядителями бюджетных средств нормативно-правовых актов при размещении госзаказа;
- показатель исполнения контрактов участниками размещения заказов.

На 2011 год Правительством РФ был утвержден «План разработки проектов нормативных правовых актов Правительства Российской Федерации и ведомственных актов по вопросам планирования и исполнения государственного заказа». При проверке выполнения этого плана Счетной палатой РФ в I полугодии 2011 года оказалось, что ряд его важных мероприятий не был исполнен в установленные сроки. К ним, в частности, относится подготовка предложений по определению порядка планирования бюджетных ассигнований федерального бюджета

в части, касающейся использования проектов планов закупок, и установлению начальной цены контракта при закупке товаров, работ, услуг для федеральных государственных нужд.

Следует отметить, что нарушения сроков разработки правовых актов по вопросам размещения госзаказа федеральными органами исполнительной власти носят системный характер. Так, при проверке сроков исполнения Распоряжения Правительства Российской Федерации от 08.12.2005 № 1425-р было установлено, что из 21 пункта, намеченных к исполнению, 17 были разработаны с нарушением срока, а 4 мероприятия оказались неисполненными. В частности, нормативный акт о порядке оценки и сопоставления заявок на участие в конкурсе был подготовлен и вошел в действие только в конце 2009 года, то есть с опозданием на 4 года против утвержденных сроков.

Как показывает практика, наличие фактов неисполнения в установленные сроки разработки мероприятий по правовому обеспечению государственной закупочной деятельности порождает произвольное толкование государственными заказчиками и участниками размещения заказов норм законодательства о госзакупках и существенно повышает коррупционные риски.

За 2010 год в ФАС России от участников размещения заказов поступило 28 314 жалоб на действия (бездействия) заказчика и других лиц и организаций, из которых доля обоснованных жалоб, рассмотренных по существу, составила 45,5 %. В основном это необоснованный отказ в допуске участника, необоснованный допуск участника, включение дополнительных требований к участникам размещения заказа, способствующих созданию искусственных ограничений для допуска к участию в торгах. В качестве примера приведем два факта.

Факт 1. При проверке ФГУ «Центр оценки качества и безопасности зерна» установлено, что учреждением было проведено три открытых аукциона на покупку высокотехнологического дорогостоящего лабораторного оборудования на сумму 110 500 тыс. рублей. Из-за искусственно созданных ограничений производители лабораторного оборудования на торги допущены не были. В результате оборудование приобретено Центром у посреднических

организаций по ценам, значительно превышающим сложившиеся на рынке.

Факт 2. При проведении конкурсных процедур по размещению заказов на строительство многофункциональных аварийно-спасательных судов Росморречфлот признал победителями конкурсов ООО «Невский судостроительный завод» и ОАО «Дальневосточный центр судостроения и судоремонта», заявки которых не соответствовали требованиям конкурсной документации по критерию «Квалификация участника конкурса». При этом общая сумма заключенных контрактов составила 9 440 800,0 тыс. рублей.

В 2010 году в ФАС поступило 4141 обращение о включении сведений об участниках размещения заказов в реестр недобросовестных поставщиков против 3004 обращений за 2009 год, что свидетельствует о приобретении заказчиками необходимого опыта работы в сфере контроля за размещением заказов. Вместе с тем эти сведения далеко не полные, они не охватывают случаи неисполнения (ненадлежащего исполнения) поставщиками условий контрактов (например, по качеству, срокам поставки и т. д.), которые носят массовый характер¹⁰

Анализ законодательной базы госзакупок, соблюдения её норм и положений заказчиками и участниками размещения заказа показывает, что здесь имеются существенные упущения и недостатки, которые приводят к значительным потерям бюджетных средств. По данным Счетной палаты РФ финансовые потери по этим причинам за 2010 год и первое полугодие 2011 года составили более 44 013 млн рублей.

Для анализа критерия, характеризующего эффективность и результативность использования бюджетных средств, могут быть использованы **следующие показатели:**

- влияние результатов госзакупок на достижение целей долгосрочных целевых программ (ДЦП);
- получение абсолютной или относительной экономии бюджетных средств;
- соблюдение финансовой дисциплины при размещении госзаказа и исполнении контрактов.

Правительство РФ намерено отказаться от функциональной, ведомственной классификации расходов бюджета в пользу программно-целевой методологии их формирования. Это позволит реализовать основную задачу бюджетного планирования — увязать бюджетные расходы с достижением конечных, конкретных результатов. Вместе с тем осуществление реформы государственных финансов и переход к формированию бюджета на основе ДЦП — весьма сложная задача, решение которой потребует достаточно длительного времени. В связи с этим в настоящее время определение влияния результатов госзакупок на достижение целей долгосрочных целевых программ является невозможным.

Существуют проблемы и с использованием показателя «получение абсолютной или относительной экономии бюджетных средств» ввиду отсутствия качественной методологии установления начальной (максимальной) цены контракта.

Учитывая вышеизложенное, единственным на сегодня инструментом для оценки эффективности использования бюджетных средств при госзакупках является показатель соблюдения финансовой дисциплины при размещении и исполнении контрактов, что устанавливается при плановых и внеплановых проверках деятельности госзаказчиков и участников размещения заказов.

К наиболее **типичным упущениям и недостаткам** в использовании финансовых средств, установленным Счетной палатой РФ при мониторинге госзакупок в 2011 году, относятся:

- нарушение установленного порядка санкционирования оплат при осуществлении платежей за поставленные товары, работы и услуги (Чеченская Республика; Кабардино-Балкарская Республика);
- применение схем размещения заказов, предусматривающих участие в торгах посредников, что существенно увеличивает стоимость госзакупок или приводит к длительной задержке ввода в эксплуатацию оборудования (ГУП «Мосгортранс», Россельхознадзор, Российская

¹⁰ Аналитическая записка Счетной палаты РФ по результатам экспертно-аналитического мероприятия «Комплексный анализ эффективности функционирования существующей системы закупок для государственных нужд» // Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации. 2009. № 3.

академия медицинских наук);

- неуказание в контрактах и непредъявление требования по уплате неустойки за нарушение контрактных обязательств (Росприроднадзор, Россельхознадзор, Росавиация);

- оплата работ по государственным контрактам без проведения проверок фактически выполненных работ (Росрыболовство, Росморречфлот) или по фиктивным документам (Кабардино-Балкарская Республика, Республика Ингушетия, Республика Дагестан).

Среди установленных нарушений финансовой дисциплины особенно большое место по количеству и по суммам ущерба для бюджета занимают следующие:

- применение необоснованно завышенных цен (Чеченская Республика, Республика Дагестан, Карачаево-Черкесская Республика);

- внесение изменений в цены контракта в сторону их повышения (Росприроднадзор, Чеченская Республика, Администрация г. Владимира, Республика Дагестан);

- приобретение товаров потребительского спроса по ценам, значительно превышающим сложившиеся на рынке минимальные цены.

По заключению Счетной палаты РФ непроизводительные расходы бюджета из-за нарушений финансовой дисциплины за январь–июнь 2011 года **составили 4016,3 млн руб.**

Итак, мы рассмотрели методологию анализа и оценки эффективности действующего механизма размещения государственных заказов на основе перечня особо значимых оценочных критериев и индикаторов. Исходя из этого,

можно сделать следующие выводы.

Во-первых, использование для анализа и оценки эффективности государственной закупочной деятельности системы регламентированных критериев и сопряженных с ними индикаторов позволяет объективно оценить качество используемого механизма размещения госзаказа и своевременно принять решения по внесению соответствующих изменений в законодательные процедуры.

Во-вторых, применение при проведении аудита, внешнего и внутреннего контроля системы заданных критериев и увязанных с ними оценочных показателей создает условия для обеспечения надлежащего структурирования аналитического материала и качественной подготовки выводов и предложений по совершенствованию государственной закупочной деятельности.

В-третьих, использование распорядителями бюджетных средств оценочных критериев и индикаторов для анализа и оперативного мониторинга размещения госзаказа будет способствовать улучшению исполнения возложенных на них задач и функций по управлению закупочной деятельностью.

Учитывая исключительно важную роль указанных выше критериев и индикаторов для оценки эффективности и мониторинга государственной закупочной деятельности, было бы целесообразно ввести их в законодательство о федеральной контрактной системе в качестве самостоятельной нормы для обязательного использования при администрировании госзаказа.

ЛИТЕРАТУРА

1. Аналитическая записка Счетной палаты РФ по результатам экспертно-аналитического мероприятия «Комплексный анализ эффективности функционирования существующей системы закупок для государственных нужд» // Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации. – 2009. – № 3.
2. Аналитическая записка Счетной палаты РФ «О проведении мониторинга эффективности использования бюджетных средств, направленных на закупку товаров, работ и услуг для государственных и муниципальных нужд во II квартале 2011 года» // Бюллетень Счетной палаты Российской Федерации. – 2011. – № 8.
3. *Барихин А. Б.* Большой юридический энциклопедический словарь. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Книжный мир, 2008. – 792 с.
3. *Звонова Е. А.* «Финансирование государственных закупок». – М.: Научная мысль, 2009.
4. *Анастасия Литвинова.* В России появятся два законопроекта о федеральной контрактной системе // РБК daily. 07.02.2012. № 21 (1306).
5. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А. Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 1168 с.

МАТЕМАТИЧЕСКИЕ И ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫЕ МЕТОДЫ ЭКОНОМИКИ

УДК: 338.246.2:51(075.32)

А. Ю. ПЛАТКО
М. С. КРАСС

A. YU. PLATKO
M. S. KRASS

АЛЛОКАЦИЯ И ДЕЦЕНТРАЛИЗАЦИЯ ПРИ ЭКОЛОГО- ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПРЕОБРАЗОВАНИЯХ

ALLOCATION AND DECENTRALIZATION AT THE ECOLOGICAL AND ECONOMICAL TRANSFORMATIONS

***Аннотация.** Экологические приоритеты принимают глобальное значение в современном мире, и поиск механизмов их реализации становится наиважнейшей задачей. В данной статье представлены эффективные подходы к аллокации при производстве общественных благ, которые ориентированы на минимизацию издержек при их производстве и максимизацию общего уровня удовлетворения от экологических преобразований в пределах требований соблюдения экологических норм и устойчивого развития. В рамках общей концепции реализации инвестиционных проектов проанализированы основные аспекты достижения целей аллокации.*

***Ключевые слова:** аллокация; общественное благо; экологические преобразования; издержки; допустимые технологии; устойчивое развитие; реструктуризация.*

***Abstract.** Environmental priorities are taking global significance in the modern world, and their realization mechanisms study is of the most significance. The effective approach to the study of the allocation in the production of public goods, which are focused on minimizing costs while maximizing their production goods, is presented in the article. The transformations are considered within the frameworks of ecology standards and of sustainable development. The main aspects of objects achievement in the investment projects realization general conception are analyzed.*

***Keywords:** allocation; social welfare; environmental transformation; costs; admissible technologies; sustainable development; restructurization.*

Постановка проблемы. Аллокация представляет собой перераспределение ресурсов, которое должны осуществлять инвесторы с целью минимизации риска и создания стабильных условий для получения дохода, то есть она связывается с продуманной стратегией вложений. Но основная проблема невосребованности аллокации в рамках экологических преобразований в промышленности заключается в том, что экологические мероприятия носят характер общественного блага. Рынок как механизм функционирования

экономики самостоятельно не поддерживает производство общественных благ, и для большинства предпринимателей проведение экологических преобразований носит затратный и некупаемый характер.

В этом случае обоснованием для экологической аллокации может служить только анализ сравнительных издержек инвестиционных портфелей, формируемых в рамках централизованного и децентрализованного уровней отраслевого управления. Другими словами, должна быть поставлена задача определения существо-

вания автономно действующих инвесторов, для которых представление общественных благ на децентрализованном уровне выгоднее, чем на уровне централизованного управления, что гарантирует вливание ресурсов на экологические цели не только со стороны государства.

При поиске решения данной проблемы главной является концепция упущенных возможностей. Так, если у одного из инвесторов существуют ресурсы только для осуществления проекта А, то проект Б не может быть реализован в силу недостатка средств. В этом случае можно поставить вопрос: каковы будут издержки упущенных возможностей в случае реализации только проекта А? То есть нужно оценить: способно ли централизованное управление быть достаточно эффективным в вопросах решения экологических проблем или требуется расширение полномочий инвесторов на местах.

Поиск решения. Аллокационная функция инвестиционной деятельности, возводимая в ранг центральной эколого-экономической категории, позволяет установить, какие экологические мероприятия должны быть реализованы в первую очередь и какая в процессе производства должна происходить трансформация ресурсов для получения необходимого уровня качества готовой продукции и услуг. Более того, в этом контексте аллокация (как оптимальное размещение ограниченных ресурсов) может быть взаимоувязана с реинжинирингом бизнес-процессов и охарактеризована с учетом временных и пространственных факторов.

Для решения поставленной задачи следует использовать оценочные критерии, а именно Парето-критерий или Парето-оптимальную аллокацию, то есть за эффективное принять такое состояние, при котором невозможно улучшение благополучия хотя бы одного члена общества без ухудшения положения другого индивидуума. Тогда достижение аллокационной цели можно констатировать в случае выполнения двух условий:

1) достижение потребителями максимального суверенитета (результаты промышленной деятельности соответствуют широкому спектру потребностей, и каждый потребитель в состоянии удовлетворить свои индивидуальные потребности);

2) товары производятся с минимальными затратами, что обеспечивает доступный уровень цен на данную продукцию.

Реализация первого условия невозможна при централизованном распределении ресурсов, так как удовлетворению подвергнутся единичные массовые потребности, а индивидуальные (частные) потребности будут проигнорированы. Следовательно, возникнут издержки, связанные с наличием неудовлетворенных потребностей. Именно разнородность общественных благ, которая может варьироваться на различных территориях, подталкивает к реализации идеи о децентрализации управления.

При этом функция аллокации может рассматриваться как статично, в период определенного удовлетворения потребителей, так и в динамике, с учетом возможных тенденций и прогнозов. В этом случае децентрализованное управление ресурсами дополнительно приобретает два положительных момента:

1) степень реагирования на изменение предпочтений во времени будет выше;

2) создание общественных благ при наименьших затратах стимулирует конкуренцию и появление инноваций.

Экологические издержки, возникающие при учете региональных различий при централизованном распределении, чаще всего не учитывают интересы потребительского меньшинства. А децентрализованное распределение средств увеличило бы степень удовлетворенности населения. Так, например, природоохранные зоны, расположенные на территории Москвы, в частности парк «Лосиный остров», находятся в ведении Министерства природных ресурсов и экологии РФ и финансируются из средств федерального бюджета, но этих средств явно недостаточно. Московское правительство вышло с инициативой о внесении изменений в Бюджетный кодекс РФ и создании условий для «перекрестного финансирования» из средств местного бюджета. В данном случае вопрос был решен положительно с учетом интересов большого числа потребителей — жителей города. Но в целом вопрос о финансировании природоохранных мероприятий по содержанию других особо охраняемых природных территорий РФ на уровне правительства не решен, и субъекты

федерации не имеют возможности осуществлять софинансирование экологических мероприятий на своих территориях¹.

Следует отметить, что централизованное управление тоже стремится учесть различные предпочтения, но на практике это связано с высокими издержками получения информации и ведения контроля.

Важно и то обстоятельство, что в долгосрочной перспективе предпочтения потребителей могут меняться, причем учитываться могут как предпочтения населения, так и предпочтения предприятий. Различия в региональных экономических нормах, трудовых отношениях, социальных льготах и т. д. могут провоцировать миграцию рабочей силы и вызывать не только локальный экономический рост, но и изменение макроэкономических показателей.

Механизм подобного перехода описан в работах Чарльза Тибу в 1956 г. и носит название «модель Тибу»². В исследованиях доказана ведущая роль набора локальных общественных благ, который предоставляется отдельными регионами и максимально соответствует предпочтениям в вопросе перемещения «факторов роста – факторов производства» на территорию с наилучшим «экономическим климатом». При этом данное перемещение активно способствует усилению общеэкономического роста. Другими словами, вопрос о максимизации собственной полезности остается ключевым при альтернативном выборе.

В результате запуска такого механизма формируются области с гомогенными потребностями граждан и промышленных предприятий.

Для того чтобы система децентрализованного управления при решении задач экологизации была эффективна с экономической точки зрения, она должна соответствовать ряду иерархических принципов:

1. Решения, осуществляемые в рамках инвестиционного планирования, должны приниматься автономно, в соответствии с объемом выполняемых задач общественного характера.

2. Задачи необходимо решать на самом «низком» уровне, который обеспечивает оперативность и эффективность выполнения, то есть с соблюдением принципа субсидиарности.

3. Ареал предоставления общественного блага должен соответствовать размеру территориального образования. Это связано с тем, что потребители должны осознавать, на какие нужды будут осуществлены расходы и насколько они заинтересованы в получении соответствующего общественного блага.

Инвесторы смогут принять решение об осуществлении «дополнительных» расходов через призму «дополнительных» доходов, полученных от налогоплательщиков, фондов, пожертвований и т. п., на формирование экологического портфеля. В этом случае соблюдение требования равенства предельных расходов и доходов приведет к реализации принципа эффективной аллокации ресурсов³.

Основные подходы к формированию оптимального размера территориального образования должны исходить из предположения о наличии достаточно полной информации; тогда общая модель размещения аллокационных ресурсов аккумулирует данные ниже принципы.

Доступность и наполняемость информационных баз позволит определить издержки на единицу производства локального общественного блага, которые, подчиняясь положительному эффекту масштаба, падают с ростом размера предприятия, то есть с ростом числа потребителей (*рис. 1, кривая 1*).

Также могут быть выявлены общественные блага, которые с определенного момента подвергаются либо перегрузке, либо недогрузке. Например, парковые зоны на территории промышленных объектов с ростом интенсивности производства будут испытывать повышенное напряжение, а с его приостановкой будут не востребованы. И тогда в первом случае это обернется ростом издержек, а во втором — чрезмерным вложением ресурсов. Между этими крайними вариантами расположена оптимальная зона (*рис. 1, кривая 2*).

¹ См.: Мэр Москвы решил значительно увеличить финансирование природоохранных мероприятий в столице (в 2012–2016 гг.): Беседа с руководителем Департамента природопользования и охраны окружающей среды Антоном Кульбачевским. URL: <http://scubascuta.com/mer-moskvy-reshil-znachitelno-uvlechit-finansirovanie-prirodoohrannyh-meropriyatij-v-stolitse/> (дата обращения 29.02.2012).

² См.: Tiebout C. A Pure Theory of Local Expenditures. The Journal of Political Economy, 1956, vol. 64, no 5, pp. 416–424; Tiebout C. Exports and Regional Economic Growth. The Journal of Political Economy, 1956, vol. 64, no. 2, pp. 160–164.

³ См.: Циммерман Х. Муниципальные финансы: Учебник / Пер. с нем. М.: Дело и Сервис, 2003. С. 16–43.

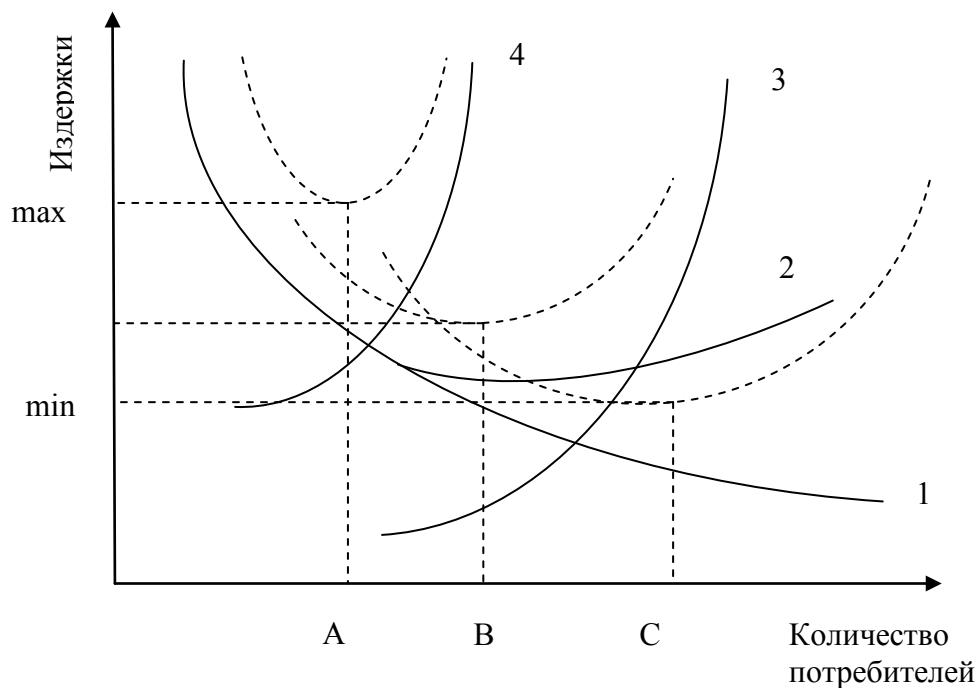


Рис. 1. Преимущества децентрализованного управления при производстве общественных благ

К представленным кривым следует добавить кривые 3 и 4, которые выстраиваются на базе анализа издержек агломераций и издержек неудовлетворенных потребностей. В этом случае оптимальный размер управляемой территории, определяемый по количеству потребителей, лежит в зоне, где совокупные издержки выражены агрегированной кривой и их значение минимально.

Все варианты решений, показанные на рис. 1, могут быть охарактеризованы следующим образом: если издержки агломераций и неудовлетворенных потребностей полностью отражаются кривой 4, то оптимальное количество потребителей будет определяться в точке А. В случае обособленного рассмотрения агрегированной кривой, образованной кривыми 1 и 4, возникает ситуация, характерная для централизованного управления, то есть ситуация отсутствия конкуренции при предоставлении общественных благ (она будет характеризоваться максимальным уровнем издержек). Если указанные издержки приобретают значения на кривой 3, то возможны два исхода: либо издержки производства падают (кривая 1) и оптимум достигается в точке С (минимальный уровень издержек), либо они начинают возрас-

тать после определенного момента (кривая 2), и тогда оптимум будет наблюдаться в точке В.

В рассматриваемом случае ориентиром для определения оптимального размера управляемой территории стало количество потребителей, но расчеты можно производить и по другим параметрам, например непосредственно по территории (площади) управляемой области. Этот параметр получает приоритет, если общественное благо имеет обширную пространственную сеть (автодороги, электроснабжение и т. д.).

Аллокация в условиях бизнеса имеет свои особенности. Знание основных механизмов, приводящих к формированию максимального общественного выигрыша, оказывается важным элементом экономики, ориентированной на принципы устойчивого развития. В этой связи целесообразно проанализировать модели аллокации в условиях неполного контракта⁴. Общая постановка задачи сводится к следующему. Пусть на рынке взаимодействуют два агента: продавец (производитель некоторого товара) — S и покупатель (потребитель товара, в частном случае это может быть орган местного управления) — В. Они в момент времени $t = 0$ заключили договор о торговле на период $t = 1$.

⁴ См.: Цуриков А. В., Цуриков В. И. Микроэкономический анализ поведения хозяйствующих субъектов. Киров, 2004. С. 96-135.

До окончания реализации договора, в момент $0 < t < 1$, участники контракта независимо друг от друга принимают решение об инвестировании в некий экологический элемент, который усовершенствует производимый продукт и доведет его до соблюдения экологических норм. Покупатель, по сути, инвестирует в качество товара, ориентируясь на увеличение его ценности. Продавец же совершает инвестирование с целью минимизации издержек производства. Тогда, с учетом заранее не согласованной инвестиционной политики и полезности приобретаемой готовой продукции (что не было оговорено в контракте при его заключении), ситуация в момент $t = 1$ может развиваться по двум сценариям:

1) сделка может состояться при новом уровне инвестирования по цене p , зафиксированной в контракте;

2) цена изначально не фиксируется, и условия контракта будут пересматриваться.

Введем следующие обозначения: v — полезность товара для покупателя; c — издержки производителя; p — цена товара; q — объем производства; σ — инвестиции производителя; β — инвестиции потребителя. Тогда в первом случае выигрыши продавца (U_S) и покупателя (U_B) будут иметь вид:

$$U_S = (p - c)q - \sigma, \quad U_B = (v - p)q - \beta. \quad (1)$$

Значение выигрышей заранее установить нельзя в силу их зависимости от экзогенных факторов, но можно определить их математические ожидания (EU_S, EU_B):

$$EU_S = M_S - \sigma, \quad EU_B = M_B - \beta, \quad (2)$$

$$M_S = E((p - c)q), \quad M_B = E((v - p)q), \quad (3)$$

где M_S и M_B — математические ожидания доходов соответственно производителя и потребителя; E — вероятность исполнения контракта.

В силу зависимости M_S и M_B от σ и β , сочетание которых оказывает влияние на v , c и q , можно записать M_S и M_B в виде функций:

$$M_S = M_S(\sigma, \beta), \quad M_B = M_B(\sigma, \beta). \quad (4)$$

M_S и M_B будут возрастать с ростом σ и β , так как их увеличение может оказать положительное влияние на q . Кроме того, при увеличении

β возрастает математическое ожидание полезности v , а при увеличении σ сокращается математическое ожидание издержек c , и, следовательно, математические ожидания доходов по обоим переменным будут положительными:

$$\frac{\partial M_S}{\partial \sigma} > 0, \quad \frac{\partial M_B}{\partial \beta} > 0; \quad (5)$$

$$\frac{\partial M_S}{\partial \beta} > 0, \quad \frac{\partial M_B}{\partial \sigma} > 0. \quad (6)$$

В любом случае будем считать $v > p > c$ в силу добровольного характера отношений между агентами и стремления к удовлетворению соответствующих интересов контрагентов.

С учетом закона убывающей доходности и с ростом инвестиций величина предельного дохода будет снижаться и достигнет отрицательного значения при реализации условий:

$$\frac{\partial^2 M_S}{\partial \sigma^2} < 0, \quad \frac{\partial^2 M_B}{\partial \beta^2} < 0. \quad (7)$$

Другими словами, максимальный выигрыш потребителя будет достигаться при уровне инвестиций, приводящем к выполнению неравенств (7), то есть приращение математических ожиданий выигрыша потребителя должно быть равно 0 по обоим переменным:

$$\frac{\partial EU_B}{\partial \sigma} = 0, \quad \frac{\partial EU_B}{\partial \beta} = 0. \quad (8)$$

Тогда $\frac{\partial M_B}{\partial \beta} = 1$, а $\frac{\partial M_B}{\partial \sigma} = 0$. Из этого следует, что максимум прибыли потребителя будет достигнут при $\sigma \rightarrow \infty$, а максимум прибыли производителя — при $\beta \rightarrow \infty$. Учитывая, что оба участника используют автономные инвестиции,

$$\frac{\partial M_S}{\partial \sigma} = 1 \quad \text{и} \quad \frac{\partial M_B}{\partial \beta} = 1. \quad (9)$$

Каждое из представленных уравнений может быть изображено на плоскости (σ, β) в виде соответствующей кривой. Точка равновесия будет определена через соотношение равенства левых частей этих двух уравнений:

$$f\left(\frac{\partial M_S}{\partial \sigma}\right) = f\left(\frac{\partial M_B}{\partial \beta}\right). \quad (10)$$

Полученная точка равновесия N будет обладать координатами (σ_N, β_N) . Максимальный

выигрыш продавца и покупателя достигается при равенстве предельных доходов и издержек. Если считать уровень предельных издержек при инвестировании величиной постоянной и равной 1, то покупателю будет выгодно увеличивать объем инвестирования до тех пор, пока его предельный доход не станет равным 1, что соответствует условию (9). Иными словами, потребителю выгодно повышать уровень инвестирования до β_N . Производитель также в попытке максимизировать свой выигрыш осуществит инвестирование до уровня σ_N . В этом случае механизм выбора объемов инвестирования сводится к следующему. Потребитель осуществит инвестирование $\beta_1 > 0$, удовлетворяющее второму уравнению (9), при $\sigma = 0$. Выигрыш производителя начнет увеличиваться, и в попытке максимизировать результат он осуществит инвестирование $\sigma_1 > 0$, удовлетворяющее первому уравнению (9) уже при $\beta = \beta_1$. Далее потребитель, стремясь к максимальной выгоде, произведет инвестирование до уровня $\beta_2 > \beta_1$ при $\sigma = \sigma_1$ и т. д.

Результат не изменится, если инициатором первого инвестирования станет не потребитель, а производитель, так как каждый из контрагентов будет стараться максимизировать свой выигрыш и увеличить инвестирование до уровня партнера.

Таким образом, объемы инвестиций будут стремиться и приближаться к уровню σ_N и β_N . Достижение уровня σ_N и β_N может быть определено как равновесие по Нэшу и характеризоваться достижением максимального частного выигрыша для контрагентов. Но данное состояние не будет эффективным по Парето, так как для достижения общественного оптимального уровня инвестирования требуется определение максимального значения совокупного выигрыша контрагентов и соблюдение следующих равенств:

$$\frac{\partial}{\partial \beta}(EU_S + EU_B) = 0, \quad \frac{\partial}{\partial \sigma}(EU_S + EU_B) = 0, \quad (11)$$

или через использование обозначений математического ожидания доходов производителей и потребителей:

$$\frac{\partial M_S}{\partial \sigma} = 1 - \frac{\partial M_B}{\partial \sigma}, \quad \frac{\partial M_B}{\partial \beta} = 1 - \frac{\partial M_S}{\partial \beta}. \quad (12)$$

В точке равновесия $P(\sigma^*, \beta^*)$ выполняются условия (12) и достигается Парето-эффективное состояние. Предельные доходы партнеров в точке $P(\sigma^*, \beta^*)$ меньше 1, а в точке $N(\sigma_N, \beta_N)$ равны 1, то есть $\sigma_N < \sigma^*$, $\beta_N < \beta^*$, и, следовательно, частный условно-максимальный выигрыш контрагентов ниже общественно оптимального уровня.

В результате, с одной стороны, происходит недоинвестирование до уровня, приводящего к максимальному общественному благосостоянию, а с другой — с увеличением инвестирования сокращается ожидаемый выигрыш участника контракта с одновременным увеличением выигрыша контрагента. Поэтому, если изначально осуществляется независимый выбор объемов инвестирования, существует единственное решение, при котором достигается максимум общественного благосостояния и оптимум для партнеров — это случай совпадения точек $N(\sigma_N, \beta_N)$ и $P(\sigma^*, \beta^*)$. Подобное совпадение возможно только тогда, когда ожидаемый выигрыш каждого из участников договора не зависит от инвестиций, которые осуществляет партнер, то есть будут выполняться условия:

$$\frac{\partial M_B}{\partial \sigma} = 0, \quad \frac{\partial M_S}{\partial \beta} = 0. \quad (13)$$

В противном случае, «если величина ожидаемого выигрыша растет с ростом инвестиций, осуществляемых партнером, то достижение общего оптимума невозможно при условии независимого выбора контрагентами объемов инвестирования»⁵.

Из вышесказанного следует, что достижение общего оптимума при финансировании экологических мероприятий возможно только в двух случаях. Во-первых, при согласовании выбора объемов инвестирования, когда трансакционные издержки не превышают величины дополнительного выигрыша при переходе из точки $N(\sigma_N, \beta_N)$ в точку $P(\sigma^*, \beta^*)$. Во-вторых, в условиях вертикальной интеграции, когда центр контроля доходов совпадает с центром принятия ре-

⁵ См.: Цуриков А. В., Цуриков В. И. Микроэкономический анализ поведения хозяйствующих субъектов. Киров, 2004. С. 103.

шений относительно направлений экологического инвестирования, в связи с отсутствием при такой организации транзакционных издержек и, следовательно, отсутствия необходимости их преодоления.

Далее анализируется ситуация, когда цена не зафиксирована и условия контракта будут меняться в период $t = 1$ в зависимости от распределения переговорной силы. Условием реализации контракта признается выполнение условия $v > c$. Если принять долю производителя в валовом доходе равной α , а долю потребителя $(1-\alpha)$ и $0 < \alpha < 1$, то

$$M_S = \alpha M, \quad M_B = (1-\alpha)M, \quad (14)$$

где M — величина ожидания совокупного дохода, определяемая по формуле:

$$M = M_S + M_B = E((v - c)q). \quad (15)$$

Из условия (14) видно, что M_S и M_B прямо пропорциональны M , значит, их свойства из условий (5, 6, 7) могут быть перенесены на ожидаемый совокупный доход M , и тогда условие (9) для определения равновесия индивидуального максимума будет иметь вид:

$$\frac{\partial M}{\partial \sigma} = \frac{1}{\alpha}, \quad \frac{\partial M}{\partial \beta} = \frac{1}{1-\alpha}. \quad (16)$$

А условие (12), определяющее уровень общественного максимума, будет описано следующими выражениями:

$$\frac{\partial M}{\partial \sigma} = 1, \quad \frac{\partial M}{\partial \beta} = 1. \quad (17)$$

Из соотношения (17) понятно, что максимум общественной полезности не зависит от величины переговорной силы и может достигаться в единственной точке $P(\sigma^*, \beta^*)$; во всех остальных случаях, в соответствии с условием (16), увеличение степени монополизации прав на доход одного из контрагентов спровоцирует снижение стимулов к инвестированию у другого контрагента.

Следовательно, партнеры должны идти на взаимные компромиссы и тем самым формировать дополнительные стимулы к инвести-

рованию. Только подобная политика будет приближать участников рынка к общественно оптимальному состоянию и позволит добиться увеличения совокупного выигрыша.

Таким образом, если речь идет об инвестировании на экологические цели, равновесие по Нэшу нельзя признать эффективным. Поэтому потребуется либо установление четкой согласительной политики, либо подчинение местному органу власти, который сможет выступить в качестве регулятора отношений. В этом случае наиболее гибкой и адекватной представляется децентрализованная система управления.

Критерий оценки экологичности территории. Как уже говорилось выше, необходимым условием при проведении процедур аллокации является соблюдение нормальной экологической обстановки (жизненно необходимых благ индивидуумов). Приведем соответствующие оценки состояния территорий промышленного освоения.

Сейчас, при наличии мониторингов и баз данных окружающей среды, можно осуществлять расчеты техноемкостей территорий и регионов, с тем чтобы использовать эту информацию уже на оценочном уровне; соответствующая методика подробно изложена в работе Т. А. Акимовой и В. В. Хаскина⁶. Пусть U — суммарная природоемкость производственного комплекса территории (суммарный объем ресурсов, изымаемых у природы за некоторый период в результате производственной деятельности на территории); T_e — экологическая (предельная) техноемкость; тогда их отношение — кратность превышения экологической техноемкости

$$K_e = U/T_e \quad (18)$$

характеризует экологическую обстановку территории. Приняты следующие рамки качественной оценки обстановки по безразмерной величине K_e : $K_e < 0,3$ — обстановка благополучная; $1 < K_e < 2$ — обстановка критическая; $K_e > 10$ — обстановка крайне опасная.

Формула (18) вместе с соотношениями, определяющими U и T_e , дает возможность не только проводить мониторинг территории, но

⁶ Акимова Т. А., Хаскин В. В. Экология. Человек – экономика – биота – среда. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2006. С. 163–165.

и прогнозировать техногенное давление на нее на стадии оценки проектов.

Допустимые технологии. Можно утверждать, что любые технологии являются гомоморфизмом и реализацией наборов стратегий человека. Следовательно, допустимые технологии соответствуют допустимым стратегиям аллокации на данном временном интервале.

При устойчивом развитии эколого-экономических систем (ЭЭС) наличие экологических ограничений влечет за собой требования по ограничению множества стратегий человека; в свою очередь, это означает появление технологических ограничений в его деятельности. Покажем это на примере известных балансовых моделей экономической динамики.

Рассмотрим технологию с загрязнениями (отходами). Пусть имеется s видов загрязнений от данного производства, которые заданы матрицей интенсивностей загрязнений C_p :

$$C_p = \| \| c_{ij} \| \|, i = 1, 2, \dots, s; j = 1, 2, \dots, n, \quad (19)$$

где $c_{ij} \geq 0$ — количество i -го загрязнения, производимое при выпуске единицы j -го продукта. Тогда вектор загрязнений \bar{z} определяется формулой:

$$\bar{z}^T = C_p \bar{x}^T, \quad (20)$$

где \bar{x} — вектор-строка выпуска.

Тогда, в соответствии с известной в теории экономической динамики формализацией⁷, вектор продуктов \bar{y} в момент t расходуется на производство двух векторов в момент $t+1$: вектор выпуска \bar{x} и вектор загрязнений \bar{z} , причем эти векторы принадлежат положительным ортантам евклидовых пространств размерностей соответственно $n(t)$, $n(t+1)$ и $s(t+1)$ ⁸:

$$\bar{y} \in E_+^{n(t)}, \bar{x} \in E_+^{n(t+1)}, \bar{z} \in E_+^{s(t+1)}. \quad (21)$$

Таким образом, с учетом загрязнений технологический процесс в некоторой модели M характеризуется тройкой векторов $(\bar{x}, \bar{y}, \bar{z})$, то есть технологическое множество Z_t запишется

в следующей форме:

$$Z_t = \{ \bar{r} : \bar{r} = (\bar{x}, \bar{y}, \bar{z}) \} \subset E_+^{n(t)+n(t+1)+s(t+1)} \quad (21)$$

Модель M описывает состояния эколого-экономической системы при воздействии на нее техногенного давления \bar{z} . В качестве управления технологическим процессом может служить комплекс ограничений на «выпуск» загрязнений \bar{z} . Будем использовать в виде такого ограничения вектор экологических нормативов \bar{z}^* размерности $s(t+1)$ — допустимых или предельных — по всем видам загрязнений, продуцируемых при потреблении вектора исходных продуктов \bar{y} и выпуска вектора продуктов \bar{x} :

$$\bar{z} \leq \bar{z}^*, \bar{z}^* \in E_+^{s(t+1)} \quad (23)$$

Здесь вектор ограничений \bar{z}^* загрязнений полагается априори заданным. В этом случае технологическое множество в модели «затраты продукта – выпуск продукции и выпуск загрязнений», по аналогии с формализмом «затраты – выпуск», задается в виде связи состояний модели M в моменты времени t и $t+1$:

$$Z_t^* = \{ \bar{r} : \bar{r} = (\bar{x}', \bar{y}', \bar{z}, \bar{z}^*) \} \subset E_+^{n(t)+n(t+1)+s(t+1)}, \quad (24)$$

где вектор (\bar{x}', \bar{y}') определяет технологический процесс, удовлетворяющий ограничению на объем продуцируемых загрязнений (23).

Введение экологических норм и ограничений приводит в моделях технологических процессов к существенному ограничению объема выпуска продукции, и технологическое множество (24) заведомо отличается от технологического множества Z_t модели без экологических ограничений. Следовательно, проекция технологического множества (24) на положительный ортант $E_+^{n(t)+n(t+1)+s(t+1)}$ входит в технологический конус Z_t :

$$\text{Proj}(Z_t^*) = \{ \bar{j} : \bar{j} = (\bar{x}', \bar{y}') \} \subset Z_t. \quad (25)$$

Экологические ограничения (23) придают множеству (25) существенные отличия по сравнению с технологическим конусом Z_t . Они означают появление внутренних поверхностей,

⁷ Красс И. А. Математические модели экономической динамики. М.: Советское радио, 1976. С. 34.

⁸ Красс М. С. Модель связей в системе «Экология – жизнедеятельность человека» // Вестник МГТУ им. Н. Э. Баумана. Сер. «Естественные науки». 2012. № 1. С. 82.

которые отсекают от конуса Z_t некоторую часть его «бокового объема» и «подрезают» его сверху (рис. 2). Чем «грязнее» технология (большие компоненты вектора \bar{z}) и чем меньше (компоненты вектора \bar{z}^*) ограничений на загрязнение, тем больше сужение области допустимых технологий (25) и, значит, меньше допустимый объем выпуска продукта⁹.

Ограничение (23) является достаточно жестким; при затратных и «грязных» технологиях оно может настолько снизить объем выпуска, что данный производственный процесс станет экономически нецелесообразным.

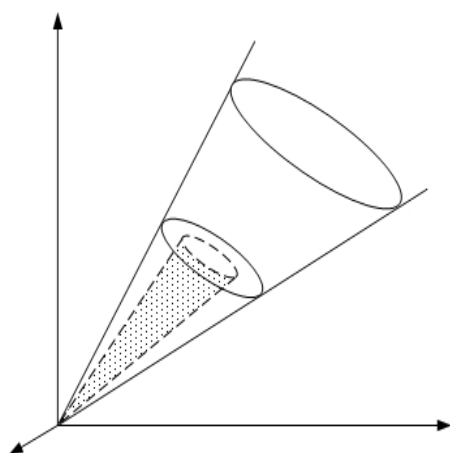


Рис. 2. Сужение конуса технологий

В этом случае продолжение осуществления технологического процесса (реализации некоторого набора стратегий аллокации) с нарушением ограничения (23) неминуемо приведет к нарушению природного равновесия со всеми последствиями для обитания человека на данной территории. Следует отметить, что в Новой Зеландии экологическое законодательство использует именно такой вид жестких ограничений на загрязнения; к этому же переходят и страны ЕС.

Устойчивое развитие. Этот термин предполагает разграничение понятий «рост» и «развитие». Целью роста экономической системы является ее количественное изменение в течение длительного времени: увеличение объема товаров и услуг за счет увеличения количества

используемых природных ресурсов. В отличие от процесса роста процесс развития предполагает качественное преобразование системы (реструктуризацию ее компонентов) и повышение эффективности производства при постоянном и даже при уменьшающихся объемах используемых ресурсов.

Естественным образом встает вопрос о мерах по обеспечению устойчивого развития. Существует концепция критического природного капитала как необходимых для жизни природных благ, которые невозможно заменить искусственным путем. К ним относятся: ландшафты, редкие виды флоры и фауны, озоновый слой в верхней части земной атмосферы, глобальный климат и т. д. Этот критический природный капитал N^* необходимо сохранять при любых сценариях экономического развития. Остальная часть природного капитала N (возобновляемые и часть невозобновляемых природных ресурсов) может быть заменена искусственным путем¹⁰.

Для неубывающей во времени t производственной функции F_t , аргументами которой являются агрегированные переменные капитала K , труда L и природного ресурса N

$$F_t(K, L, N) \leq F_{t+1}(K, L, N), \quad (26)$$

необходимо соблюдение условия неубывания во времени величины N^* (устойчивое развитие должно быть дополнено ограничением на исчерпание во времени величины N^*):

$$N_t^* \leq N_{t+1}^*, \quad (27)$$

а также условие частичной замены природного капитала N на искусственный N_s (или невозобновляемого ресурса на возобновляемый ресурс):

$$N_t = N_t^* + N_s^*. \quad (28)$$

Перевод ЭЭС в состояние устойчивого развития достигается доминирующим учетом экологических ограничений, лимитирующих величину агрегированной нагрузки на экологическую подсистему, и постепенным редуциро-

⁹ Красс М. С., Юрга В. А. Экологический фактор в экономических стратегиях // Вестник Финансового университета. 2012. № 1 (67). С. 24.

¹⁰ Бобылев С. Н., Ходжаев А. Ш. Экономика природопользования. М.: ИНФРА-М, 2004. С. 123.

ванием антропогенного воздействия до уровня предельно допустимого, при котором риски катастрофических и критических явлений будут минимальными. Система ограничений (26) – (28) представляет собой основной критерий устойчивого развития, который необходимо учитывать в задачах и проектах аллокации.

Реинжиниринг бизнес-процессов. Появление новых технологий high-tech с укороченным циклом жизни привело к ярко выраженному несоответствию между ростом уровня информатизации производства и общества и традиционными технологиями. Необходимость быстрого и обоснованного устранения этого противоречия привела в 1980-е годы в развитых странах к появлению системной технологии вмешательства (СТВ), объектом которой была разработка методов быстрой перестройки инфраструктуры в соответствии с новыми экономическими целями и реалиями.

Прямой реализацией СТВ явилась теория реинжиниринга бизнес-процессов¹¹ (РБП, 1990-е годы), включающая в себя все основные моменты радикальных перемен: формулировку нового комплекса заявленных целей (как элементов экономической стратегии), оценку степени соответствия существующих и проектируемых (предполагаемых) бизнес-процессов заявленным целям, меру рисков РБП, методологию изменений и реструктуризации (рис. 3).

Теоретические основы РБП быстро нашли свое отражение в практической методологии (создание экспертных моделей с использованием теории нечетких множеств) и в развитии целой индустрии программного обеспечения

реинжиниринга. Все это позволило в относительно короткие сроки добиться технологического и идейного прорыва в экономиках развитых стран, что в конечном итоге привело к созданию принципиально новых технологий (прежде всего информационно-коммуникационных) и способствовало достижению значительного роста производительности труда в качественном и количественном выражении во всех отраслях экономики.

Процессы аллокации и децентрализации напрямую связаны с изменением инфраструктуры и производства, и в этом плане необходим этап, предусматривающий применение РБП.

Концептуальный подход к планированию аллокации и децентрализации. Спецификой всех инноваций в экономике России является заметное преобладание качественных характеристик над количественными в формулировке целевых установок и основополагающих проектов. Например, при рассмотрении применения методов и средств экономико-математического моделирования следует отметить, что в подавляющем большинстве случаев приходится иметь дело с проблемами плохо формализованных и даже неопределенных параметров. Основная трудность заключается в определении и разработке перехода от качественных характеристик проблем экономики к количественным характеристикам соответствующих моделей, адекватно отражающих экономические процессы.

Проблема поиска оптимальных решений в инновационной экономике требует получения комплекса количественных характеристик. Он

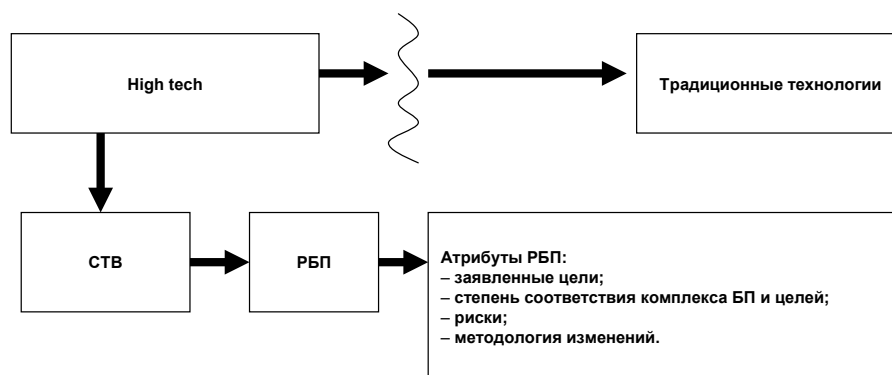


Рис. 3. Реализация системной технологии вмешательства

¹¹ Тельнов Ю. Ф. Реинжиниринг бизнес-процессов. М.: Финансы и статистика, 2004.

должен включать в себя основную информацию о процессе поиска такого решения: переход от одной совокупности бизнес-процессов к другой, варианты расписания этого перехода, близость достижения заявленных целей по определенным интегральным признакам, основные риски и их распределение между экономическими агентами и инвесторами и пр. Эта информация является базой для принятия решения (в соответствии с экономической стратегией) и контроля по его реализации (регулирование рыночной экономики).

Схема концептуального подхода к исследованию путей решения проблем экономики показана на рис. 4. Она состоит из двух этапов: этап 1 — реструктуризация бизнес-процессов, этап 2 — поиск оптимальных решений.

Основой подхода является сочетание многокритериальных задач оптимизации с РБП при общем сценарном подходе. Из допустимого множества сценариев ищется оптимальный (или близкий к нему) сценарий, удовлетворяющий принятому комплексу критериев, вытекающему из совокупности целей.

Сейчас проблема оптимальной реорганизации приобретает особую важность в связи с ограниченностью расходных статей бюджета.

Необходимо принимать решения, позволяющие достичь поставленных целей оптималь-

ным путем: при минимуме расходов и максимуме эффективности реализации; при этом критерии эффективности должны быть определены в соответствии с задачами аллокации и децентрализации.

Процесс разрешения проблем экономики должен проводиться в русле общей экономической стратегии. Именно потому в схему на рис. 4 включен блок стратегического планирования с обратной связью.

Понятно, что поиск оптимальных решений необходимо осуществлять посредством иерархии моделей (понятийных, экспертных, экономико-математических и др.), в основе которых лежат знания и представления разных уровней об экономических процессах.

Итеративная взаимокоррекция целевых функций и инфраструктуры. Поясним отдельно суть процесса корректировки целей; по существу он представляет собой поиск компромиссного решения.

Часто достижение заявленных целей не соответствует экономической инфраструктуре. Это не означает, что инфраструктуру следует немедленно подвергнуть коренным изменениям. Нужно определить количественные характеристики таких изменений, например, в ценовом выражении, в рисках достижения целей и в их распределении между инвесторами и пр.

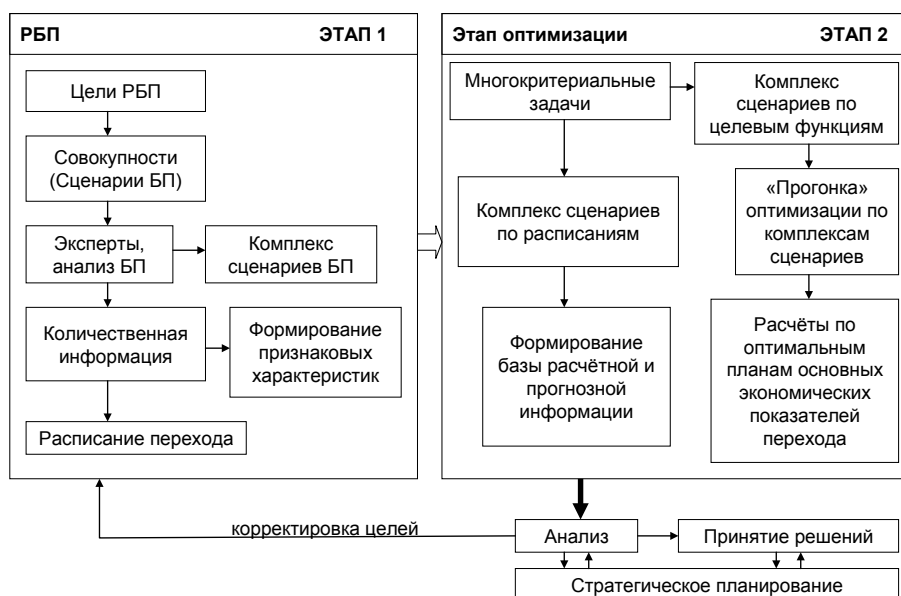


Рис. 4. Схема концептуального подхода¹²

¹² Красс М. С. Концепция анализа современных проблем экономики // Экономические науки. 2010. № 5 (66). С. 251.

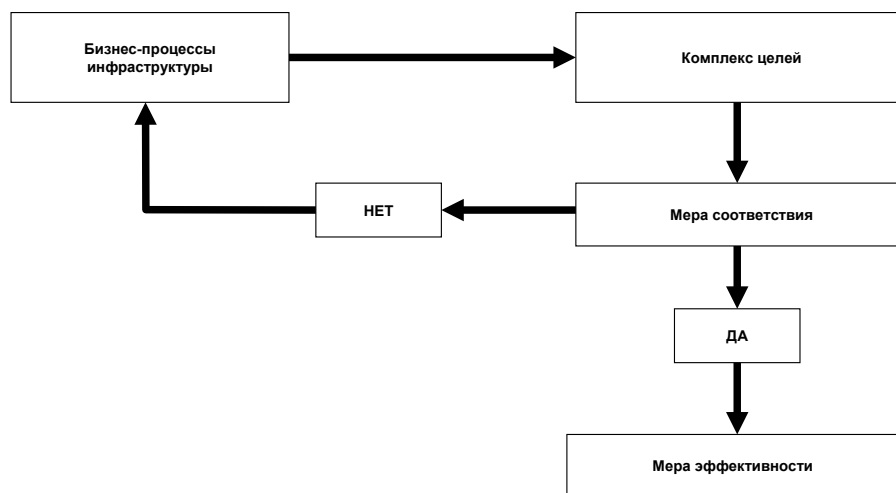


Рис. 5. Итеративная коррекция инфраструктуры и комплекса целей

Может так случиться, что цена вопроса окажется слишком высокой, и тогда во время исследования придется взаимно корректировать как бизнес-процессы инфраструктуры (ее реструктуризацию), так и комплекс целевых установок (функций). Процесс коррекции можно повторять в случае несоответствия инфраструктуры комплексу целевых функций, то есть он является итеративным (рис. 5). При этом не исключено, что в условиях бюджетного кризиса комплекс целей окажется настолько сильно скорректированным по формальной мере соответствия, что будет мало отличим от прежних целевых установок. Поэтому в схему введен альтернативный признак (мера эффективности), позволяющий не «скатываться» на уровень прежних целей и препятствующий нерациональным расходам на малозначимые изменения (последнее характерно для экономики России).

Иерархии моделей. Далее приведем в самой общей форме виды и типы современных моделей, которые могут составлять иерархии, предназначенные для оценки реализации инвестиционных проектов в экономике. Соответственно указанным целям, иерархия моделей должна содержать в себе модели следующих классов:

- модели поддержки концептуального подхода исследования современных проблем экономики;
- экспертные модели (в том числе и модели, основанные на теории нечетких множеств);
- экономико-математические модели с многокритериальной оптимизацией;

- оптимизационные модели ЭЭС;
- модели установления статистических связей между параметрами;
- комплекс вспомогательных моделей обработки, агрегирования и наглядного представления информации (информационные технологии OLAP);
- комплекс систем поддержки и принятия решений (СППР);
- агрегированные семантические, вербальные и понятийные модели, необходимые для принятия стратегических решений.

Указанная иерархия моделей должна носить характер открытой системы с возможностями подсоединения к ней необходимых вспомогательных блоков. Идентификация моделей в приведенном перечне состоит в том, что модель должна:

- выходить на все равновесные траектории, присущие системе;
- адекватно отражать время перехода от состояния к состоянию (равновесные или квазистационарные состояния);
- отражать характер динамики процессов, протекающих в системе (как установившихся, так и переходных).

Выводы. Таким образом, если управляемые децентрализованным способом области и территории будут конкурировать между собой за предпочтения потребителей и окажутся в положении, отличном от оптимального, то они должны будут приспосабливаться и расширять свои конкурентные преимущества при предоставлении общественных благ. В противном

случае они потеряют индивидуальную привлекательность и исчезнут. Следовательно, регионы начнут производить общественные блага экологического характера при сокращении неудовлетворенного меньшинства и с минимальными затратами. В этом случае эффективная аллокация ресурсов будет достигнута. Основные ее цели таковы:

1. Снижение количества неудовлетворенных потребителей в масштабах всего государства. Этого можно добиться путем формирования некоторого числа независимых источников финансирования экологических мероприятий на определенных территориях. Инвестирование должно быть нацелено на нивелирование

отрицательных внешних эффектов, создаваемых промышленными объектами, желательно до соблюдения экологических норм и в рамках концепции устойчивого развития.

2. Децентрализованное управление создает условия для реализации принципа суверенитета потребителей.

3. Издержки предоставления общественных благ при децентрализованном управлении ниже, чем при централизованном. Общественные блага, в особенности экологические улучшения, становятся доступными максимальному числу потребителей; только тогда они обуславливают оптимальную удовлетворенность от их потребления.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Акимова Т. А., Хаскин В. В.* Экология. Человек – экономика – биота – среда. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2006. – 494 с.
2. *Бобылев С. Н., Ходжаев А. Ш.* Экономика природопользования. – М.: ИНФРА-М, 2004. – 501 с.
3. *Красс И. А.* Математические модели экономической динамики. – М.: Советское радио, 1976. – 280 с.
4. *Красс М. С.* Концепция анализа современных проблем экономики // *Экономические науки.* – 2010. – № 5 (66). – С. 246–260.
5. *Красс М. С., Юрга В. А.* Экологический фактор в экономических стратегиях // *Вестник Финансового университета.* – 2012. – № 1 (67). – С. 20–33.
6. *Красс М. С.* Модель связей в системе «Экология – жизнедеятельность человека» // *Вестник МГТУ им. Н. Э. Баумана. Сер. «Естественные науки».* – 2012. – № 1. – С. 74–92.
7. *Тельнов Ю. Ф.* Реинжиниринг бизнес-процессов. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 320 с.
8. *Циммерман Х.* Муниципальные финансы: Учебник / Пер. с нем. – М.: Дело и Сервис, 2003. – 352 с.
9. *Цуриков А. В., Цуриков В. И.* Микроэкономический анализ поведения хозяйствующих субъектов. – Киров, 2004. – 147 с.
10. *Tiebout C.* A Pure Theory of Local Expenditures. *The Journal of Political Economy*, 1956, vol. 64, no. 5, pp. 416–424.
11. *Tiebout C.* Exports and Regional Economic Growth. *The Journal of Political Economy*, 1956, vol. 64, no. 2, pp. 160–164.

УДК 336.6(075.8)
БК 65.290–93я73

П. Н. БРУСОВ
Т. В. ФИЛАТОВА
Н. П. ОРЕХОВА
П. П. БРУСОВ
А. П. БРУСОВА
М. А. ФИЛАТОВА

P. N. BRUSOV
T. V. FILATOVA
N. P. OREKHOVA
P. P. BRUSOV
A. P. BRUSOVA
M. A. FILATOVA

КАКОЙ ДОЛЖНА БЫТЬ СОВРЕМЕННАЯ ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА КОМПАНИИ

WHICH ONE SHOULD BE THE MODERN DIVIDEND POLICY OF THE COMPANY

Аннотация. В статье предлагается новый подход к дивидендной политике компании, основанный на реальной оценке стоимости собственного капитала организации, сравнении ее с рентабельностью планируемых инвестиций. Это позволит вернуться к экономической сущности дивидендов как платы акционерам за использование акционерного капитала. При этом существующие теории дивидендной политики компании (иррелевантности дивидендов, предпочтительности дивидендов, налоговой дифференциации, сигнальная теория дивидендов и др.) претерпевают модификацию.

Ключевые слова: дивидендная политика компании; стоимость собственного капитала компании; теория Модильяни – Миллера; теория Брусова – Филатовой – Ореховой.

Abstract. A new approach to the dividend policy of companies, based on the real value of their equity capital cost, compared to its efficiency of planned investment is suggested. This will allow to return to the economic essence of dividends, as the payment to shareholders for the use of equity capital. The existing theory of dividend policies of companies (relevancy dividend, dividend preference, taxes differentiation, signaling theory dividends and others) are undergoing modification.

Keywords: dividend policy of company; equity capital cost; Modigliani – Miller theory; Brusov – Filatova – Orekhova theory.

Экономической сущностью дивидендов является плата акционерам за использование акционерного капитала, то есть дивиденды — мера стоимости собственного капитала. Исходя из этого основополагающего принципа, в основу любой современной дивидендной политики компании должна быть положена реальная стоимость собственного капитала. В настоящее время для оценки реальной стоимости собственного капитала применяются две теории: перпетуитетная теория Ф. Модильяни

и М. Миллера и современная теория стоимости и структуры капитала, созданная Брусовым, Филатовой и Ореховой с соавторами. Обе теории исследуют стоимость привлечения средств акционеров при различных уровнях заимствования, однако созданная более полувека тому назад теория нобелевских лауреатов Модильяни – Миллера позволяет делать это только в предельном перпетуитетном случае, в то время как современная теория Брусова, Филатовой и Ореховой с соавторами (далее — БФО) при-

менима для компаний с произвольным временем жизни. Отметим, что для таких компаний в рамках теории БФО¹ обнаружен качественно новый эффект, отсутствующий в предельных случаях Модильяни – Миллера² ($n = \infty$) и Майерса³ ($n = 1$), — снижение стоимости собственного капитала с леввериджем при превышении определенного значения ставки налога на прибыль. Это может коренным образом изменить принципы формирования дивидендной политики реальных компаний, в частности **теорию минимизации дивидендов**, которая была разработана Р. Литценбергером и К. Рамасвами в конце 1970-х – начале 1980-х годов.

Итак, в основе любой современной дивидендной политики компании должна лежать реальная оценка стоимости ее собственного капитала при соответствующем уровне заимствований и уровне налогообложения и сравнении ее с рентабельностью планируемых инвестиций. Когда такая оценка получена, дивидендная политика компании может вырабатываться на реальной основе с учетом предпочтений акционеров и стратегии развития компании. При этом существующие теории дивидендной политики компании (иррелевантности дивидендов, предпочтительности дивидендов, налоговой дифференциации, сигнальная теория дивидендов и др.) претерпевают модификацию.

Проведем краткий обзор существующих теорий дивидендной политики компании.

1. Существующие теории дивидендной политики компании. Прибыль, остающаяся в распоряжении акционеров компании, частично идет на инвестирование проектов, частично выплачивается в виде дивидендов акционерам. Выплата акционерам дивидендов свидетельствует об успешности работы компании. С другой стороны, дивиденды выплачиваются из прибыли, которая является внутренним, а значит, и относительно дешевым источником

финансирования деятельности компании. Реинвестирование прибыли позволяет избежать дополнительных расходов, например при выпуске новых акций, а также сохранить сложившуюся систему контроля за деятельностью компании со стороны ее владельцев, поскольку число акционеров не меняется. Так стоит ли выплачивать дивиденды и если да, то какие? Другими словами, как распределять прибыль компании? Какую ее часть реинвестировать и направить на инвестирование проектов, а какую — на выплату дивидендов акционерам? Как величина выплачиваемых дивидендов влияет на стоимость компании и благосостояние ее акционеров? Как корпоративное и индивидуальное налогообложения влияют на дивидендную политику компании? Какой должна быть оптимальная дивидендная политика компании?

Таковы основные вопросы дивидендной политики организации, главной целью которой является оптимизация пропорций между капитализируемой и потребляемой частями прибыли компании. Фундаментальным указателем искомых пропорций и является стоимость собственного капитала компании. На практике были выработаны следующие принципы дивидендной политики: приоритетность учета интересов и менталитета акционеров компании, стабильность дивидендной политики и ее предсказуемость и др. Однако эти принципы должны основываться на реальной оценке стоимости собственного капитала организации.

Менталитет акционеров компании может быть направлен на получение высокого текущего дохода или на обеспечение высоких темпов прироста инвестиционного капитала⁴. Если акционеры нуждаются в постоянном притоке текущих доходов или не приемлют риски, связанные с длительным ожиданием этих доходов в будущем периоде, они будут настаивать на обеспечении большой доли потребляемой

¹ См., напр.: Брусов П. П., Филатова Т. В. От Модильяни – Миллера к общей теории стоимости и структуры капитала компании // Финансы и кредит. 2011. № 3 (435). С. 2–8; Брусов П. П., Филатова Т. В. Общая теория стоимости и структуры капитала компании: выход за рамки теории Модильяни – Миллера // Вестник Финансовой академии. 2011. № 2. С. 32–36. № 3. С. 25–29.

² См.: Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 1958, vol. 48, № 4, pp. 261–297; Modigliani F., Miller M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review, 1963, vol. 53, № 3, pp. 147–175; Modigliani F., Miller M. Some estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954–1957. American Economic Review, 1966, pp. 261–297.

³ Myers S. Capital Structure. Journal of Economic Perspectives, 2001, vol. 15, № 2, pp. 81–102.

⁴ См.: Брусов П. П., Филатова Т. В. Финансовый менеджмент. Долгосрочная финансовая политика. Инвестиции. М.: КНОРУС, 2012.

прибыли в процессе ее распределения. В то же время, если собственники не нуждаются в высоких текущих доходах и предпочитают еще более высокий уровень этих доходов в будущем за счет реинвестирования капитала, доля капитализируемой части прибыли будет возрастать. Эта пропорция может меняться во времени в связи с изменением внешних и внутренних условий деятельности компании.

Принципы стабильности и предсказуемости дивидендной политики сводятся к тому, что она должна носить долгосрочный характер и при ее изменении все инвесторы должны быть заранее извещены об этом. Соблюдение этих принципов особенно важно в условиях «распыления собственности» (например, в крупных акционерных компаниях с большим количеством акционеров).

Существует несколько основных теорий влияния размера выплачиваемых дивидендов на цены акций (рыночную стоимость компании) и на благосостояние акционеров⁵:

- иррелевантности (пассивной роли) дивидендов;
- предпочтительности дивидендов (теория «синицы в руках»);
- налоговой дифференциации;
- сигнальная теория дивидендов;
- теория соответствия дивидендной политики составу акционеров;
- теория клиентуры;
- арбитражная теория.

Рассмотрим кратко наиболее распространенные из них.

1.1. Теория иррелевантности дивидендов.

Теория иррелевантности дивидендов (теория начисления дивидендов по остаточному принципу, теория независимости дивидендов) разработана Ф. Модильяни и М. Миллером (далее — ММ).

Они вывели, что совокупное богатство акционеров в большей степени зависит от правильности инвестиционной политики, а не от того, в какой пропорции прибыль подразделяется на выплаченные дивиденды и реинвестированную прибыль; что величина дивидендов не влияет на изменение совокупного дохода акционеров.

Поэтому оптимальная дивидендная политика заключается в том, что дивиденды начисляются после того, как изучены все возможности капитализации (реинвестирования) прибыли. При этом дивиденды выплачиваются только в том случае, если профинансированы за счет чистой прибыли все приемлемые инвестиционные проекты. Если всю сумму чистой прибыли целесообразнее направить на инвестиции, то дивиденды не выплачиваются. ММ выдвинули идею о наличии так называемого «эффекта клиентуры», согласно которой акционеры в большей степени предпочитают стабильность дивидендной политики, чем получение каких-либо нерегулярных значительных доходов. По мнению ММ, дисконтированная стоимость обыкновенных акций после возмещения за счет чистой прибыли всех осуществленных капиталовложений плюс полученные по остаточному принципу дивиденды примерно равны издержкам, которые необходимо понести для изыскания дополнительных источников финансирования компании. В то же время ММ признают определенное влияние дивидендной политики на цену акционерного капитала, но объясняют это не собственно влиянием величины дивидендов, а информационным эффектом — информация о дивидендах, в частности об их увеличении, провоцирует акционеров на увеличение цены акций. Теория ММ основана на значительном числе ограничений: нет налогов на юридических и физических лиц; отсутствуют расходы по эмиссии и трансакционные затраты; инвесторам безразличен выбор между дивидендами или доходами от прироста капитала; инвестиционная политика компании независима от дивидендной.

Итак, в рамках теории ММ дивидендная политика проводится по остаточному принципу, то есть:

- 1) составляется оптимальный бюджет капиталовложений и рассчитывается требуемая величина инвестиций;
- 2) определяется схема финансирования инвестиционного портфеля при условии максимально возможного финансирования за счет реинвестирования прибыли и поддержания це-

⁵ См.: Брусов П. Н., Филатова Т. В. Финансовый менеджмент. Долгосрочная финансовая политика. Инвестиции. М.: КНОРУС, 2012.

левой структуры источников;

3) дивиденды выплачиваются в том случае, когда не вся прибыль использована в целях инвестирования.

1.2. Анализ эмпирической формулы Уолтера (без учета налогообложения). В качестве иллюстрации того, что дивидендная политика зависит только от прибыльности имеющихся у компании инвестиционных возможностей, рассмотрим формулу Уолтера. Это одна из первых дивидендных моделей, на которой базируются некоторые более поздние модели. Формула Уолтера имеет вид⁶:

$$P = \frac{D + \frac{r}{\rho}(E - D)}{\rho}, \quad (1)$$

где P — рыночная цена акции;

D — дивиденды в расчете на одну акцию;

E — прибыль на акцию;

r — рентабельность инвестиций;

ρ — рыночный уровень капитализации.

Величина дивидендов в расчете на одну акцию D может меняться от 0 до E . Нас интересует, при какой величине дивидендов рыночная цена акции будет максимальной. В формуле (1) все величины, кроме D , являются фиксированными, поэтому рассматриваемая задача является тривиальной задачей на нахождение максимума функции одной переменной на интервале. Для её решения необходимо найти точки локального экстремума (в которых первая производная от P по D обращается в нуль) и значения функции $P(D)$ на концах интервала (в точках 0 и E):

$$\frac{dP}{dD} = \frac{1}{\rho} \left(1 - \frac{r}{\rho} \right). \quad (2)$$

1) Из этой формулы видно, что первая производная от P по D обращается в нуль только при $r = \rho$, причем, поскольку производная не зависит от D , это происходит при любом D — от 0 до E (включая граничные точки). Другими словами, если $r = \rho$, рыночная цена акции нечувствительна к величине дивидендов. И это понятно: безразлично, выплатит ли фирма дивиденды акционерам, которые получают по ним прибыль

ρ %, либо эти средства будут вложены в инвестиционный проект с той же самой рентабельностью инвестиций $r = \rho$ (см. рис. 1, прямая II).

2) При $r \neq \rho$ цена акции может достигать максимума только на концах интервала (в точках 0 и E):

$$P(0) = \frac{rE}{\rho^2}, \quad P(E) = \frac{E}{\rho}. \quad (3)$$

Из этих формул видно, что

$$P(0) = \frac{r}{\rho} P(E). \quad (4)$$

Это означает, что соотношение между $P(0)$ и $P(E)$ зависит лишь от отношения r/ρ :

а) при $r > \rho$ $P(D)$ является (линейно) убывающей функцией величины дивидендов D (из (2) имеем $dP/dD < 0$) и рыночная цена акции достигает максимума в точке 0, при нулевом дивидендном выходе. Таким образом, дивиденды не выплачиваются, и вся прибыль вкладывается в инвестиции, поскольку рентабельность инвестиций r выше рыночного уровня капитализации (см. рис. 1, прямая III);

б) при $r < \rho$ $P(D)$ является (линейно) возрастающей функцией величины дивидендов D (из (2) имеем $dP/dD > 0$) и рыночная цена акции достигает максимума в точке E , то есть вся нераспределенная прибыль идет на выплату дивидендов. Прибыль не вкладывается в инвестиции, поскольку рентабельность инвестиций r ниже рыночного уровня капитализации ρ . Акционеры получают по дивидендам прибыль ρ % (вкладывая затем средства в другие предприятия), что более выгодно, чем вкладывать эти средства в инвестиционный проект собственной компании с более низкой рентабельностью $r < \rho$ (см. рис. 1, прямая I).

Повторим еще раз, что, по мнению Модильяни и Миллера, дисконтированная стоимость обыкновенных акций после возмещения за счет чистой прибыли всех осуществленных капиталовложений плюс полученные по остаточному принципу дивиденды примерно равны издержкам, которые необходимо понести для изыскания дополнительных источников финансирования компании.

⁶ См.: Брусов П. Н., Филатова Т. В. Применение математических методов в финансовом менеджменте: Учеб. пособие. Ч. 3, 4. М., 2010.

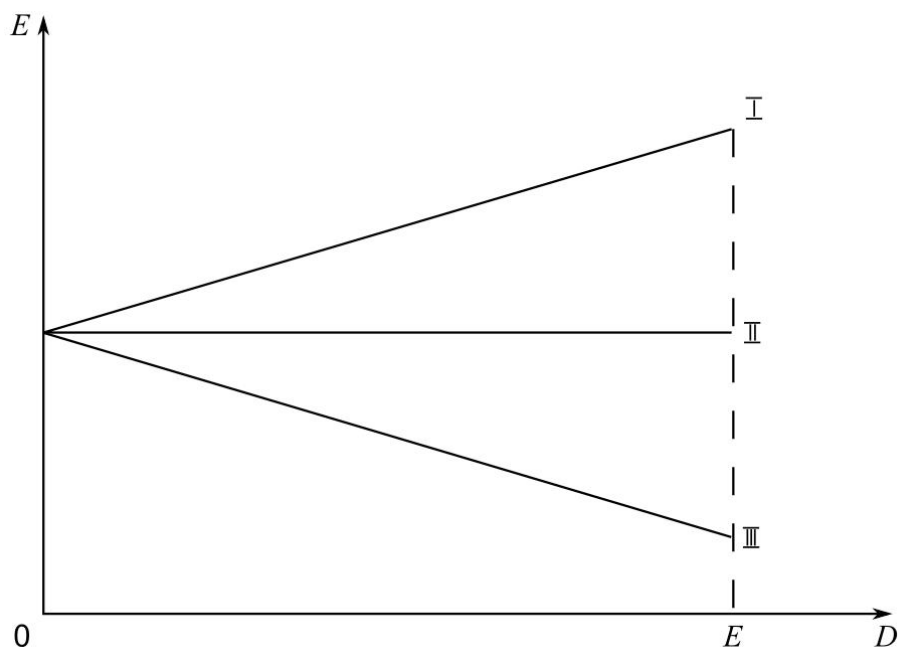


Рис. 1. Зависимость цены акции P от величины дивидендов D

При рассмотрении дивидендов как пассивного остатка, определяющегося только наличием выгодных инвестиционных предложений, подразумевается, что для инвесторов не существует различия между выплатой компанией дивидендов и накоплением ею нераспределенной прибыли. Если инвестиционные проекты обещают уровень рентабельности, превышающий необходимый, инвесторы могут предпочесть вариант накопления. Если ожидаемая прибыль от инвестиций равна необходимой, то, с точки зрения инвестора, ни один из вариантов не имеет преимущества. Напротив, если бы ожидаемая прибыль от инвестиционного проекта не обеспечивала необходимый уровень рентабельности, инвесторы предпочли бы выплату дивидендов. Если фирма может получить в результате реализации инвестиционных проектов прибыль, превышающую рыночный уровень капитализации, то инвесторы готовы предоставить ей возможность расходовать на инвестиционные цели столько, сколько необходимо для финансирования всех проектов. Во втором из рассмотренных случаев необходимая прибыль нечувствительна к изменениям дивидендных выплат. Может быть, дивиденды — это нечто большее, чем просто средство распределения свободных сумм? Следует ли считать дивидендную политику активной переменной распределения? Чтобы ответить на эти

вопросы, мы должны более подробно рассмотреть постулат о пассивной роли дивидендов, то есть о том, что изменения дивидендных выплат (при неизменных инвестиционных возможностях) не оказывают воздействия на благосостояние акционеров.

1.3. Предпочтительность дивидендов (теория «синицы в руках»). Некоторые инвесторы предпочитают дивидендный доход другим доходам с капитала. Исходя из принципа минимизации риска, они предпочитают текущие дивиденды возможным будущим доходам, в том числе и возможному приросту акционерного капитала. Из-за уменьшения риска при выплате дивидендов инвесторы удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, используемая в качестве ставки дисконтирования, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала (вспомним убывание NPV с ростом ставки дисконтирования). Такие инвесторы предпочитают раннее разрешение неопределенности — они будут готовы при прочих равных условиях заплатить более высокую цену за акции, дающие право на получение большего текущего дивиденда. Оппоненты данной теории утверждают, что полученный в форме дивидендов доход все равно реинвестируется затем в акции своей или аналогичной компании, что не позволяет использовать фактор риска как аргумент в пользу данной дивидендной политики.

Если инвесторы на самом деле могут «самостоятельно» принять решение о дивидендах, предпочтение дивидендов reinvestированию выглядит нелогичным. Тем не менее этот аргумент подтверждается достаточным количеством примеров из практики. Возможно, инвесторы предпочитают не принимать решение о дивидендах «самостоятельно», а получать реальный доход непосредственно от компании.

Вышеприведенные соображения составляют основу теории «синицы в руках», разработанной М. Гордоном и Дж. Линтнером в начале 1950-х годов, основной вывод которой состоит в следующем: в формуле общей доходности дивидендная доходность имеет приоритетное значение; увеличивая долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать повышению рыночной стоимости компании и увеличению благосостояния ее акционеров.

1.4. Теория налоговой дифференциации. Теория налоговой дифференциации заключается в том, что эффективность дивидендной политики определяется принципом минимизации налоговых выплат по текущим и будущим доходам акционеров. В зависимости от того, ставка какого налога выше — на дивиденды или на прибыль с капитала, — имеет место та или иная разновидность теории налоговой дифференциации: теория минимизации дивидендов или теория максимизации дивидендов.

На западе налогообложение дивидендов, как правило, выше, чем будущих доходов (с учетом ставки налогообложения, фактора временной стоимости денег), поэтому дивидендная политика должна обеспечивать минимизацию дивидендных выплат и, соответственно, максимизацию капитализируемой прибыли. Это обеспечивает наибольшую налоговую защиту дохода собственников. Данные положения составляют основу теории минимизации дивидендов, которая была разработана Р. Литценбергером и К. Рамасвами в конце 1970-х – начале 1980-х годов. Поскольку приоритетное значение для акционеров имеет не дивидендная, а капитализированная доходность, акционеры компании с относительно высоким уровнем дивидендов должны требовать повышенный доход на акцию, чтобы компенсировать потери, связанные с повышенным налогообложением. Как упоминалось выше, ставка налога на доход

физических лиц с капитала меньше, чем ставка налога на дивидендный доход. Но даже при равных ставках налога на дивиденды и на доход с капитала взимание последнего откладывается до момента продажи акций. Поэтому, когда фирма накапливает прибыль, вместо того чтобы выплатить дивиденды, акционер фактически получает право выбора времени выплаты налога. Налога на прибыль с капитала в ряде случаев можно избежать: например, если передать ценные бумаги в качестве дара на благотворительные цели. Все это означает, что при одном и том же уровне риска по тем акциям, по которым дивиденды выплачиваются, необходимо обеспечить более высокий ожидаемый уровень прибыли до уплаты налога, чем по тем, по которым выплаты не осуществляются. Чем больше (при прочих равных условиях) дивидендный доход по акциям, тем выше необходимый уровень прибыли до уплаты налогов. Исходя из этого, компании невыгодно платить высокие дивиденды, а ее рыночная стоимость максимизируется при относительно низкой доле дивидендов в прибыли. Отметим, что такая политика, однако, может не устроить многих мелких акционеров, нуждающихся в текущих выплатах.

1.5. Анализ эмпирической формулы Уолтера (с учетом налогообложения). Рассмотрим подробнее учет налогообложения при выработке дивидендной политики компании. Перепишем формулу Уолтера (1) в виде:

$$P = \left[D + \frac{r}{\rho}(E - D) \right] / \rho = [D\rho + rI] / \rho^2. (5)$$

Здесь $I = E - D$ — размер инвестиций, приходящийся на одну акцию.

Учтем теперь ставки налогов: налог на дивидендный доход T_D и налог на доход с капитала физических лиц T_I . Формула Уолтера при учете налогов приобретает вид:

$$\begin{aligned} P &= \left[D(1 - T_D) + \frac{r}{\rho}(E - D)(1 - T_I) \right] / \rho = \\ &= [D\rho + rI] / \rho^2 - [D\rho T_D + rIT_I] / \rho^2 = \\ &= [D\rho + rI] / \rho^2 - [DT_D / \rho + rIT_I / \rho^2] \end{aligned} \quad (6)$$

1. При $T_D = T_I = T$, то есть при равных ставках налога на дивиденды и на доход с капитала,

рыночная цена акции становится равной

$$P = \left[D + \frac{r}{\rho}(E - D) \right] \frac{(1 - T)}{\rho}.$$

Следовательно, рыночная цена акции с учетом налогов равна рыночной цене акции без учета налогов, уменьшенной на величину общего налога, что описывается посредством множителя $(1 - T)$.

2. Найдем максимум рыночной цены акции при неравных ставках налога на дивиденды и на доход с капитала ($T_D > T_I$, или $T_D < T_I$).

Рыночная цена акции, согласно формуле Уолтера, обобщенной нами на случай существования налогов на дивиденды и на доход с капитала, является линейной функцией дивидендов:

$$P = \left[D \left[(1 - T_D) - \frac{r}{\rho}(1 - T_I) \right] + \frac{r}{\rho} E(1 - T_I) \right] / \rho. \quad (7)$$

Анализ проведем аналогично рассмотренному выше.

Величина дивидендов в расчете на одну акцию D может меняться от 0 до E . Нас интересует, при какой величине дивидендов рыночная цена акции будет максимальной. В формуле (7) все величины, кроме D , являются фиксированными, поэтому рассматриваемая задача представляет собой тривиальную задачу на нахождение максимума функции одной переменной на интервале. Для её решения необходимо найти точки локального экстремума (в которых первая производная от P по D обращается в нуль) и значения функции $P(D)$ на концах интервала (в точках 0 и E):

$$\frac{dP}{dD} = \left[(1 - T_D) - \frac{r}{\rho}(1 - T_I) \right] / \rho = 0. \quad (8)$$

Из этой формулы следует, что первая производная от P по D обращается в нуль при следующем условии:

$$(1 - T_D) - \frac{r}{\rho}(1 - T_I) = 0. \quad (9)$$

Или

$$\rho(1 - T_D) = r(1 - T_I), \quad (10)$$

или

$$\frac{(1 - T_D)}{(1 - T_I)} = \frac{r}{\rho}. \quad (11)$$

При этом рыночная цена акции становится равной⁷:

$$P = \frac{r}{\rho^2} E(1 - T_I) = \frac{1}{\rho} E(1 - T_D) \quad (12)$$

и нечувствительной к величине дивидендов.

Проанализируем формулу (11).

В случае отсутствия налогов ($T_D = T_I = 0$), как и в случае равных ставок налога на дивиденды и на доход с капитала ($T_D = T_I = T$), максимум рыночной цены акции достигается при $r = \rho$ при наличии налогов:

$$P = \frac{E}{\rho}(1 - T) \quad (13)$$

и рыночная цена акции иррелевантна по отношению к величине дивидендов. Это означает, что безразлично, выплатит ли фирма дивиденды акционерам, которые получают по ним прибыль ρ %, вложив дивиденды в другие компании, либо эти средства будут вложены в инвестиционный проект с той же самой рентабельностью $r = \rho$ (см. рис. 1, прямая II).

В случае неравных ставок налога на дивиденды и на доход с капитала ($T_D > T_I$ или $T_D < T_I$) возникает интересная ситуация. В формулу (11) входят четыре параметра (T_D, T_I, r, ρ), соотношения между которыми описывают все случаи иррелевантности дивидендной политики компании, которая теперь имеет место не при $r = \rho$, а при $r \neq \rho$.

Рассмотрим случай, когда $P \neq const$. Цена акции в силу ее линейной зависимости от величины дивидендов может достигать максимума только на концах интервала (в точках 0 и E).

1. При этом она линейно возрастает с ростом дивидендов при условии:

$$\frac{(1 - T_D)}{(1 - T_I)} > \frac{r}{\rho}. \quad (14)$$

Здесь (см. рис. 1, прямая 1) максимум цены акции достигается в точке $D = E$: вся прибыль долж-

⁷ Брусов П. П., Филатова Т. В. От Модильяни – Миллера к общей теории стоимости и структуры капитала компании // Финансы и кредит. 2011. № 3 (435). С. 2–8.

на быть выплачена в виде дивидендов для максимизации рыночной цены акции, которая равна:

$$P(E) = \frac{E(1-T_D)}{\rho}. \quad (15)$$

Интересно, что пустить всю прибыль на выплату дивидендов может быть выгодно не только когда $r < \rho$, но и когда $r > \rho$, то есть, если доходность инвестиций выше среднерыночной доходности, все зависит от соотношений между четырьмя параметрами, входящими в формулу (14).

2. При

$$\frac{(1-T_D)}{(1-T_I)} < \frac{r}{\rho} \quad (16)$$

цена акции линейно убывает с ростом дивидендов и максимум цены акции достигается в точке $D = 0$: вся прибыль должна быть реинвестирована для максимизации рыночной цены акции, которая равна:

$$P(0) = \frac{r}{\rho^2} E(1-T_I). \quad (17)$$

Отметим, что теперь

$$\frac{r}{\rho^2} E(1-T_I) \neq \frac{1}{\rho} E(1-T_D). \quad (18)$$

В данном случае пустить всю прибыль на инвестиции может быть выгодно не только когда $r > \rho$, но и когда $r < \rho$, то есть когда доходность инвестиций ниже среднерыночной доходности; все, как и ранее (см. выше), зависит от соотношений между четырьмя параметрами, но входящими теперь в формулу (16) (см. рис. 1, прямая III).

Существуют, однако, ситуации, когда выплата дивидендов может оказаться выгодной для некоторых корпоративных инвесторов. Два рассмотренных выше типа доходов инвесторов не обязательно облагаются по одной и той же ставке. Институциональные инвесторы, например пенсионные фонды, не платят налог на доход с капитала и дивидендный доход. Что касается корпоративных инвесторов, то дивиденды, выплачиваемые одной компанией другой, облагаются по менее высокой ставке, чем доход с капитала. Кроме того, быстро растет число институциональных инвесторов, подлежащих льготному налогообложению. Доходы этих ин-

весторов не облагаются ни налогом на дивидендный доход, ни налогом на доход с капитала. К организациям, не подлежащим дифференцированному обложению, относятся брокерские и дилерские фирмы. Их доход с капитала и дивиденды облагаются по обычной доходной ставке. Несмотря на эти исключения, для многих инвесторов существуют различия в налогообложении дивидендного дохода и дохода с капитала.

Однако существование описанного эффекта далеко не очевидно. Если бы часть инвесторов отдавала предпочтение дивидендным выплатам, корпорации могли бы изменять показатель дивидендного выхода с целью извлечь из этой ситуации максимальную выгоду.

Предположим, что многие компании получают информацию об ожидаемом состоянии конъюнктуры и будут изменять свои показатели дивидендного выхода, чтобы повысить стоимость акций. В конце концов действия этих компаний сведут избыточный спрос к нулю. В состоянии равновесия дивидендные выходы корпораций будут соответствовать потребностям различных крупных инвесторов. В этой ситуации ни одна из компаний не может оказывать влияние на стоимость своих акций посредством изменения дивидендов. В итоге даже при наличии налогообложения дивиденды не являются активным инструментом влияния на стоимость компании.

Итак, влияние налоговых ставок на дивиденды представляется не совсем очевидным.

Дискуссии по поводу верности представленных теорий ведутся до сих пор, поскольку на практике на выбор дивидендной политики оказывает влияние большое количество противоречивых факторов.

Для российской практики теория минимизации дивидендов неприменима, так как существующая в РФ система налогообложения в отличие от западной устанавливает более низкое налогообложение как раз для дивидендных выплат (6% для юридических и физических лиц) и более высокие налоговые ставки на доходы, полученные от роста курсовой стоимости акций (налог на прибыль юридических лиц составляет 20%, налог на доходы физических лиц — 13%). Однако в рамках приведенных нами расчетов модифицированная теория налоговой дифференциации, назовем

ее теорией максимизации дивидендов, может быть применима к российской практике.

1.6. Сигнальная теория дивидендов. Сигнальная теория дивидендов базируется на том, что дивиденды являются проводниками информации, сигналами о положении дел в компании, поэтому они оказывают влияние на стоимость акций и компании в целом. Компании, для которых прогноз роста рентабельности благоприятен, хотят сообщить об этом инвесторам. Вместо того чтобы просто сообщить это, компания повышает дивиденды, чтобы реально подкрепить это утверждение. Если дивиденды компании до этого стабильны на протяжении достаточно длительного периода, то инвесторы могут предположить, что руководство компании сигнализирует об ожидаемом росте ее рентабельности, то есть о том, что дела компании обстоят лучше, чем это отражает стоимость ее акций. Таким образом, выплата высоких дивидендов свидетельствует: компания находится на подъеме и ожидается существенный рост прибыли в будущем периоде.

Соответственно стоимость акций может реагировать на это изменение дивидендов. Суть здесь заключается в том, что прибыль, показанная в отчетности компании, может и не являться адекватным отображением результатов ее экономической деятельности. Изменение стоимости акций будет зависеть от того, насколько информация о результатах экономической деятельности фирмы (сведения о размере выплачиваемых дивидендов) отличается от официальных данных финансовой отчетности, то есть дивиденды оказываются красноречивее слов. Таким образом, принято считать, что инвесторы воспринимают дивиденды как индикаторы будущего состояния компании: дивиденды показывают, каковы ожидания руководства фирмы. Данная теория связана с равнодоступностью информации для всех участников фондового рынка, что оказывает значительное влияние на колебание рыночной стоимости.

2. Стоимость собственного капитала в теории Модильяни – Миллера. Для средневзвешенной стоимости капитала WACC в теории

Модильяни – Миллера получено следующее выражение⁸:

$$WACC = k_0(1 - w_d T). \quad (19)$$

Зависимость WACC от финансового рычага имеет вид $L = D/S$:

$$WACC = k_0(1 - LT/(1 + L)). \quad (20)$$

По определению средневзвешенной стоимости капитала с учетом «налогового щита» имеем:

$$WACC = k_0 w_e + k_d w_d (1 - T). \quad (21)$$

Приравнявая (19) и (21), получим:

$$k_0(1 - w_d T) = k_0 w_e + k_d w_d (1 - T), \quad (22)$$

откуда для стоимости собственного капитала выводим следующее выражение:

$$k_e = k_0 + L(1 - T)(k_0 - k_d). \quad (23)$$

Таким образом, приходим к следующему утверждению, полученному Модильяни и Миллером: стоимость собственного капитала финансово зависимой компании, уплачивающей налоги на прибыль, равняется стоимости акционерного капитала финансово независимой компании из той же группы риска, увеличенной на величину премии за риск, размер которой зависит от разницы между стоимостью акционерного капитала финансово независимой компании и заемного капитала, от величины используемого заемного капитала и от ставки налога на прибыль компании.

Отметим, что формула (23) отличается от соответствующей формулы без учета налогов только появлением множителя $(1 - T)$ в части, обозначающей премию за риск. Так как этот множитель меньше единицы, появление корпоративных налогов на прибыль приводит к тому, что стоимость акционерного капитала растет с ростом финансового левериджа медленнее, чем это происходило бы без них.

Анализ формул (20) и (23) приводит к выводу, что с ростом финансового левериджа:

- 1) стоимость компании возрастает;
- 2) средневзвешенная стоимость капитала убы-

⁸ Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 1958, vol. 48, № 4, pp. 261–297; Modigliani F., Miller M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review, 1963, vol. 53, № 3, pp. 147–175; Modigliani F., Miller M. Some estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954–1957. American Economic Review, 1966, pp. 261–297.

вадет от k_0 (при $L = 0$) до $k_0(1-T)$ (при $L = \infty$, когда компания финансируется исключительно за счет заемных средств);

3) стоимость собственного капитала растет линейно от k_0 (при $L = 0$) до ∞ (при $L = \infty$).

Проанализируем теперь влияние налогов на стоимость собственного капитала в теории Модильяни – Миллера, исследуя зависимость стоимости собственного капитала от ставки налога на прибыль.

С этой целью будем анализировать формулу:

$$k_e = k_0 + L(1-T)(k_0 - k_d).$$

Видно, что зависимость является линейной: стоимость собственного капитала убывает линейно с увеличением ставки налога на прибыль. При этом отрицательный тангенс угла наклона $tg\gamma = -L(k_0 - k_d)$ также растет по модулю с ростом уровня левериджа, причем все зависимости при различных уровнях левериджа L_i , исходя из разных точек $k_e = k_0 + L_i(k_0 - k_d)$ при $T = 0$, при $T = 1$, сходятся в точке k_0 .

Это означает, что с ростом ставки налога на

прибыль T разница в стоимости собственного капитала при различных уровнях левериджа убывает, исчезая при $T = 1$.

Эти общие соображения проиллюстрируем на примере $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$ (см. рис. 4, 5).

На рис. 4 видно, что зависимость является линейной: стоимость собственного капитала убывает линейно с увеличением ставки налога на прибыль. При этом отрицательный тангенс угла наклона также растет по модулю с ростом уровня левериджа, причем все зависимости при различных уровнях левериджа L_i , исходя из разных точек $k_e = k_0 + L_i(k_0 - k_d)$ при $T = 0$, при $T = 1$ сходятся в точке k_0 .

На рис. 5 видно, что стоимость собственного капитала растет линейно от k_0 (при $L = 0$) до ∞ (при $L = \infty$), при этом тангенс угла наклона падает с ростом ставки налога на прибыль t , обращаясь в ноль при $t = 100\%$.

Другими словами, с ростом ставки налога на прибыль t , зависимость стоимости собственного капитала от левериджа L становится меньше, исчезая при $t = 100\%$.

В заключение приведем трехмерный график зависимости стоимости собственного капитала от левериджа L и ставки налога на прибыль t

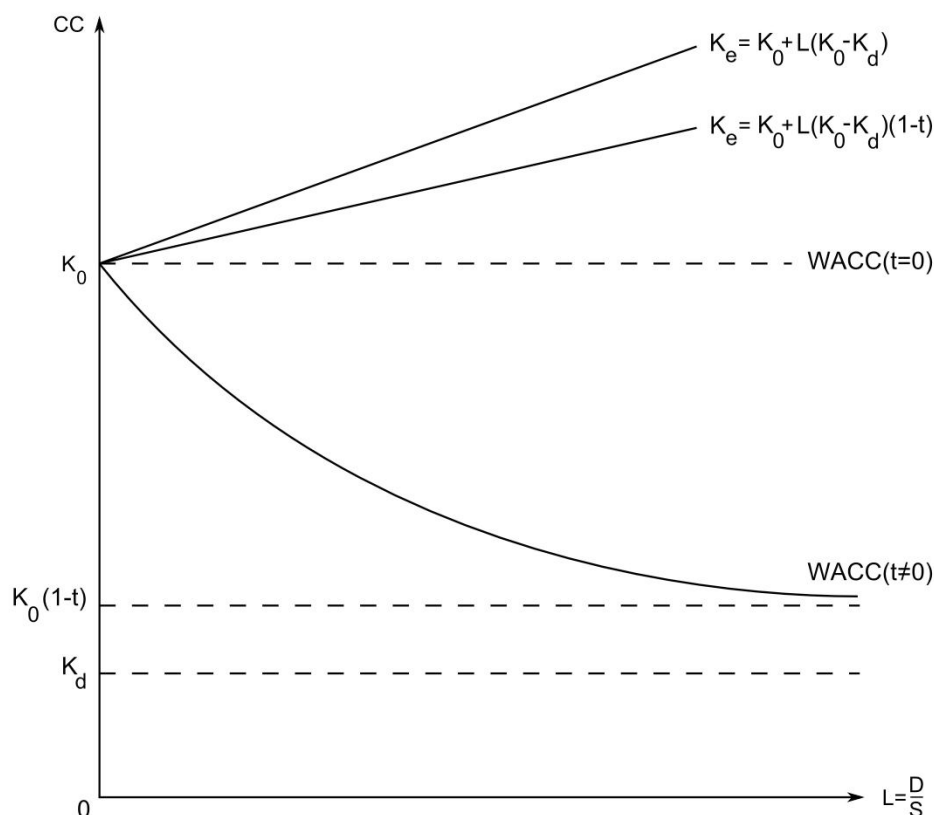


Рис. 2. Зависимость стоимости собственного, заемного капитала и WACC от левериджа при отсутствии ($t = 0$) и наличии ($t \neq 0$) налогов

для случая $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$ (см. рис. 6).

3. Стоимость собственного капитала в теории Брусова – Филатовой – Ореховой. Решение проблемы средневзвешенной стоимости и стоимости собственного капитала для компании с конечным временем жизни было впервые найдено Брусовым, Филатовой, Ореховой с соавторами.

Ими была получена теперь уже знаменитая формула для WACC⁹:

$$\frac{[1 - (1 + WACC)^{-n}]}{WACC} = \frac{[1 - (1 + k_0)^{-n}]}{k_0 [1 - \omega_d T (1 + k_d)^{-n}]} \quad (24)$$

При $n = 1$ получаем формулу Майерса¹⁰ для одногодичного проекта:

$$WACC = k_0 - \frac{1 + k_0}{1 + k_d} k_d \omega_d T$$

3.1. Алгоритм нахождения стоимости собственного капитала в случае компании с произвольным временем жизни. Рассмотрим подробнее результаты, полученные Брусовым, Филатовой, Ореховой и др.¹¹

Вернемся к компании, срок жизни которой — n лет. В этом случае уравнение для WACC имеет следующий вид:

$$\frac{[1 - (1 + WACC)^{-n}]}{WACC} - A(n) = 0, \quad (25)$$

где

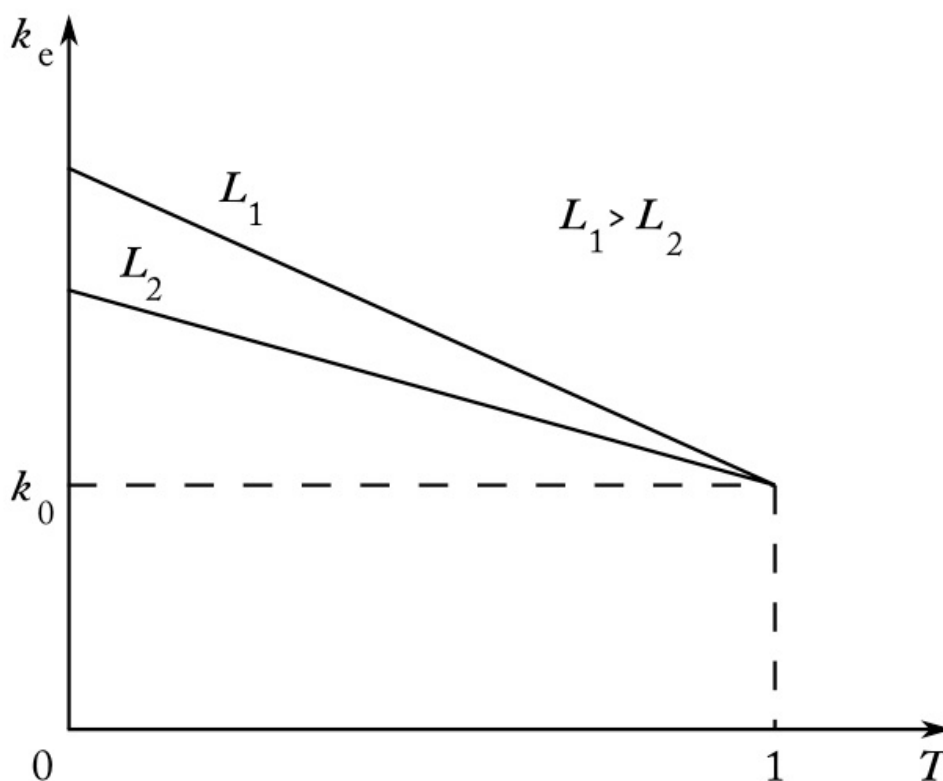


Рис. 3. Зависимость стоимости собственного капитала от ставки налога на прибыль T при различных уровнях леввериджа L

⁹ См.: Брусов П. Н., Филатова Т. В. Применение математических методов в финансовом менеджменте: Учеб. пособие. Ч. 3, 4. М., 2010.

¹⁰ Myers S. Capital Structure. Journal of Economic Perspectives, 2001, vol. 15, № 2, pp. 81–102.

¹¹ См., напр.: Филатова Т. В., Орехова Н. П., Брусова А. П. Средневзвешенная стоимость капитала в теории Модильяни – Миллера, модифицированной для конечного времени жизни компании // Вестник Финансовой академии. 2008. № 4. С. 74–77; Брусова А. П. Сравнение трех методов оценки средневзвешенной стоимости капитала компании и стоимости ее собственного капитала // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 34 (76); Brusov P., Filatova T., Orekhova N., Brusova N. Weighted average cost of capital in the theory of Modigliani – Miller, modified for a finite life-time company. Applied Financial Economics, 2011, vol. 21 (11), pp. 815–824; Brusov P., Filatova T., Orekhova N., Brusov P. P., Brusova N. From Modigliani – Miller to general theory of capital cost and capital structure of the company. Research Journal of Economics, Business and ICT, 2011, vol. 2, pp. 16–21; Брусов П. Н., Филатова Т. В., Орехова Н. П., Брусов П. П., Брусова А. П. Роль оценки финансовых показателей деятельности компании в снижении вероятности финансового кризиса // Финансы и кредит. 2011. № 1 (481). С. 2–11; Brusov P., Filatova T., Eskinjarov M., Orekhova N., Brusov P., Brusova A. Influence of debt financing on the effectiveness of the finite duration investment project. Applied Financial Economics, 2011, vol. 22 (13), pp. 1043–1052.

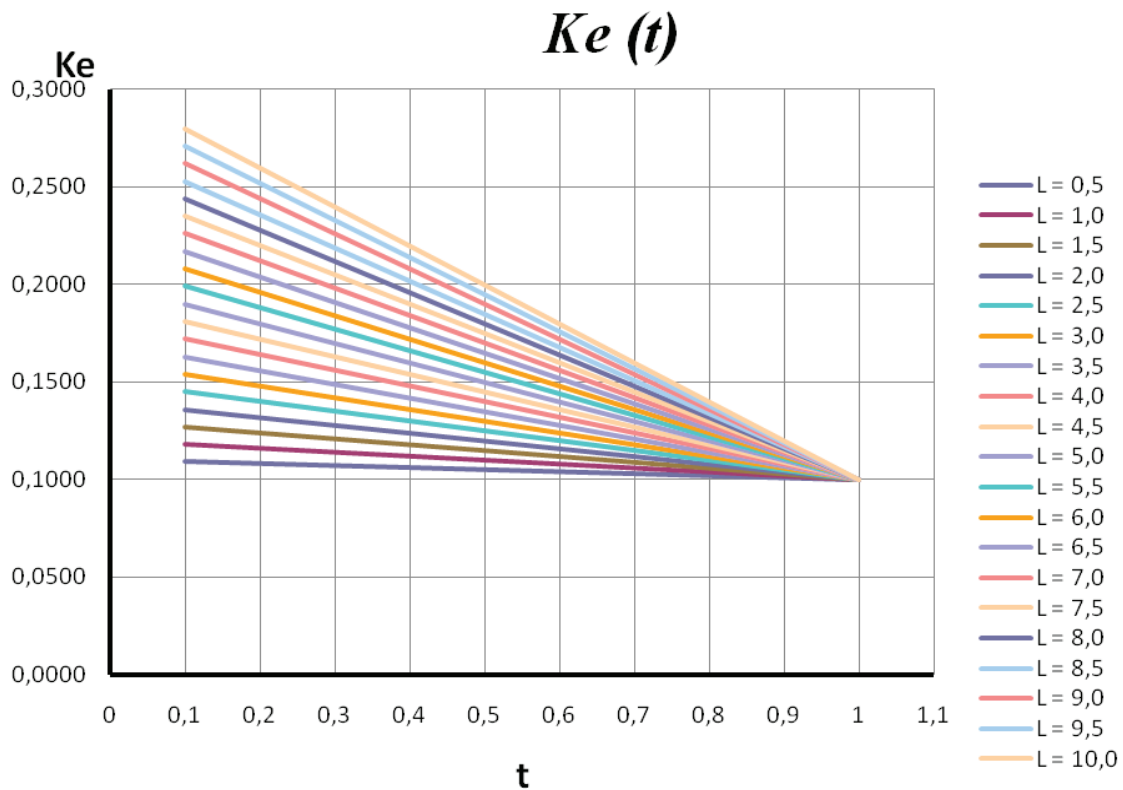


Рис. 4. Зависимость стоимости собственного капитала от ставки налога на прибыль T при различных уровнях левериджа L для случая $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$

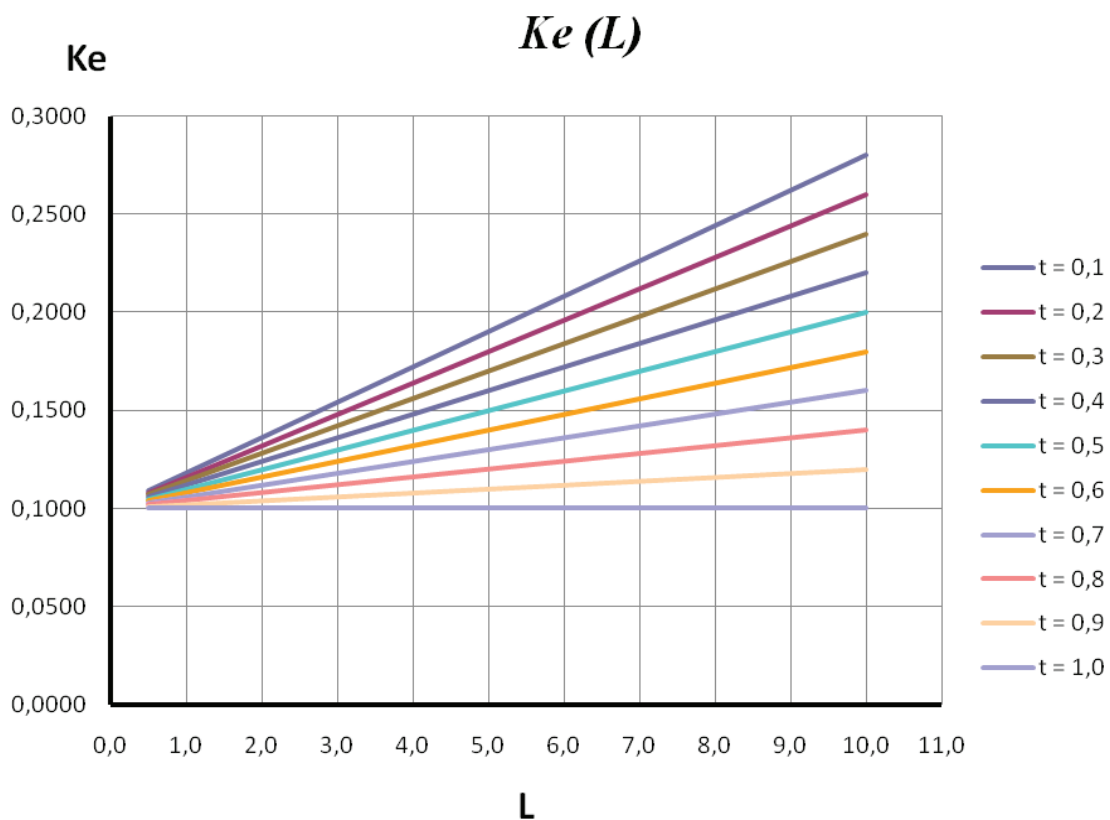


Рис. 5. Зависимость стоимости собственного капитала от левериджа L при различных ставках налога на прибыль t для случая $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$

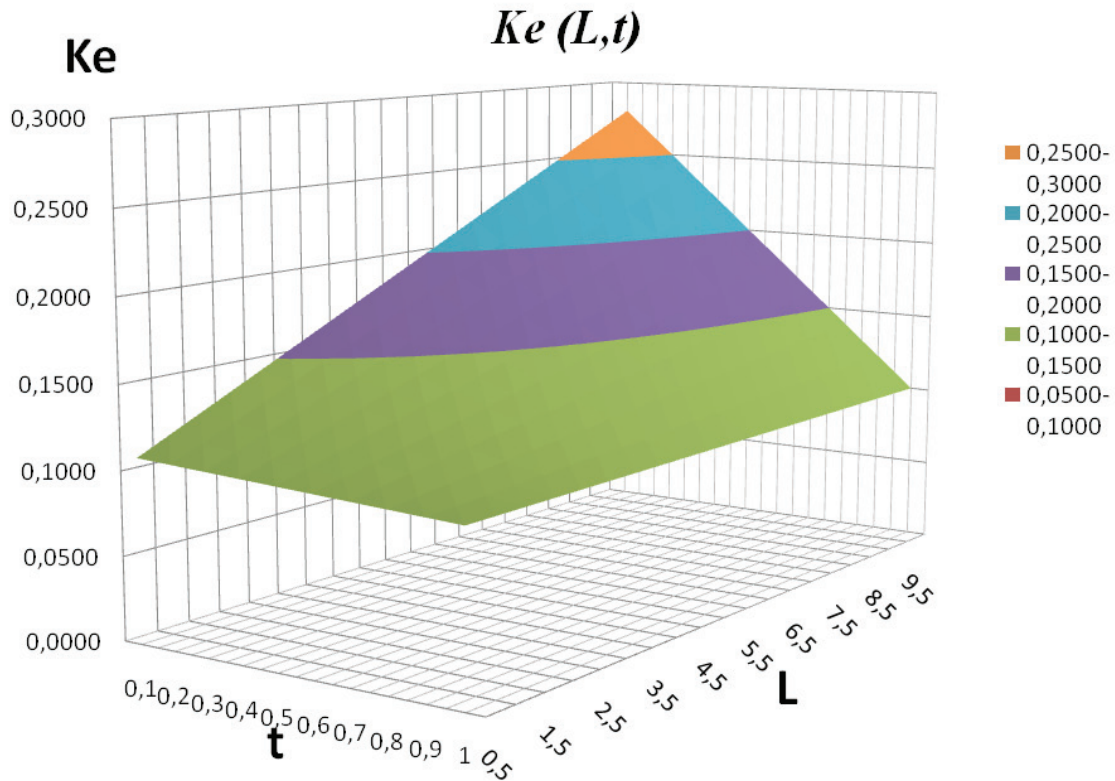


Рис. 6. Зависимость стоимости собственного капитала от левериджа L и ставки налога на прибыль t для случая $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$

$$A(n) = \frac{[1 - (1 + k_0)^{-n}]}{k_0 [1 - \omega_d T (1 - (1 + k_d)^{-n})]} \quad (26)$$

Алгоритм решения уравнения (25) будет следующим:

1) подставляя в (26) значения параметров k_0, ω_d, T , для данного срока жизни компании n вычисляем $A(n)$;

2) определяем два значения WACC, для которых левая часть уравнения (25) имеет противоположные знаки. Очевидно, что в качестве этих двух значений можно использовать $WACC_1$ и $WACC_\infty$, поскольку $WACC_1 > WACC_n > WACC_\infty$ для конечных $n \geq 2$;

3) используя, например, метод деления отрезка (интервала) пополам, можно численно решить уравнение (25);

4) в Excel для решения уравнения (25) можно использовать функцию «Подбор параметра»;

5) вычислив величину WACC, с помощью формулы $WACC = k_0 w_e + k_d w_d (1 - T)$ рассчитываем

$$k_e = \frac{WACC}{w_e} - \frac{k_d w_d (1 - T)}{w_e}.$$

В соответствии с данной методикой прове-

дем исследование зависимости стоимости собственного капитала k_e от ставки налога на прибыль и от уровня левериджа тремя способами:

1) от ставки налога на прибыль — при фиксированном уровне левериджа и различном времени жизни компании;

2) от уровня левериджа — при фиксированной ставке налога на прибыль и различном времени жизни компании;

3) исследуем влияние одновременного изменения ставки налога на прибыль и уровня левериджа на стоимость собственного капитала k_e компании. Результаты изобразим трехмерными графиками (см. рис. 7–10).

Зависимость, как и в случае Модильяни – Миллера, является линейной: стоимость собственного капитала убывает линейно с увеличением ставки налога на прибыль. При этом отрицательный тангенс угла наклона также растет по модулю с ростом уровня левериджа, однако теперь все зависимости при различных уровнях левериджа L_i , исходя из разных точек $k_e = k_0 + L_i(k_0 - k_d)$ при $t = 0$, при $t = 1$ не сходятся в точке k_0 , как в случае Модильяни – Миллера, а пересекаются в точке $t = t^*$, и при $t > t^*$ стоимость собственного капитала

опускается ниже k_0 (стоимости собственного капитала финансово независимой компании). Как мы увидим ниже на графиках зависимости стоимости собственного капитала от левериджа L при фиксированных ставках налога на прибыль t , это означает открытие нами для компаний с конечным временем жизни качественно нового эффекта — эффекта убывания стоимости собственного капитала с левериджем L , отсутствующего как в перпетуитетном случае Модильяни – Миллера, так и в случае одногодичной компании.

Видно, что стоимость собственного капитала растет линейно от k_0 (при $L = 0$) до ∞ (при $L = \infty$) при ставках налога на прибыль t , меньших некоторого значения t^* , при этом тангенс угла наклона падает с ростом ставки налога на прибыль t , но, в отличие от перпетуитетного случая Модильяни – Миллера, не обращается в нуль, а становится отрицательным и продолжает убывать.

Другими словами, с ростом ставки налога на

прибыль t зависимость стоимости собственного капитала от левериджа L становится меньше, а при $t > t^*$ снова начинает расти, хотя стоимость собственного капитала теперь уже убывает с левериджем.

На *рис. 7–10* видно, что величина t^* , равная 72% для двухлетней компании, равна 52% для трехлетней компании. Для десятилетней компании t^* падает до 38%, а это уже ставки налога на прибыль, используемые в некоторых западных странах. Поэтому открытый нами для компаний с конечным временем жизни эффект убывания стоимости собственного капитала с левериджем L имеет место в реальной жизни и должен быть учтен при формировании дивидендной политики компании.

Детальному исследованию нового эффекта будет посвящена следующая статья.

Отметим, что этот эффект отсутствует не только в перпетуитетном случае Модильяни – Миллера, но и в случае одногодичной компании, рассматриваемом нами в следующем параграфе.

Ke (t), L - фиксированное, n = 2

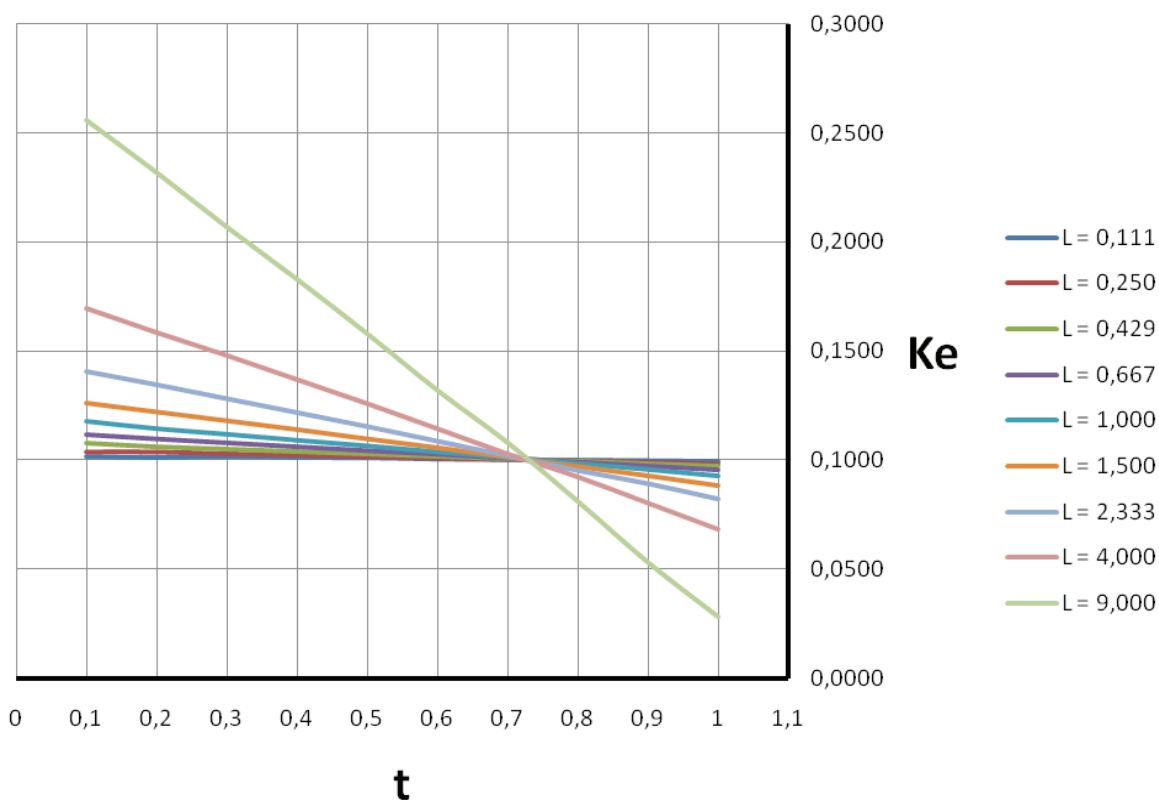


Рис. 7. Зависимость стоимости собственного капитала от ставки налога на прибыль t при различных уровнях левериджа L для случая $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$ для двухлетней компании

Ke (t), L - фиксированное, n = 3

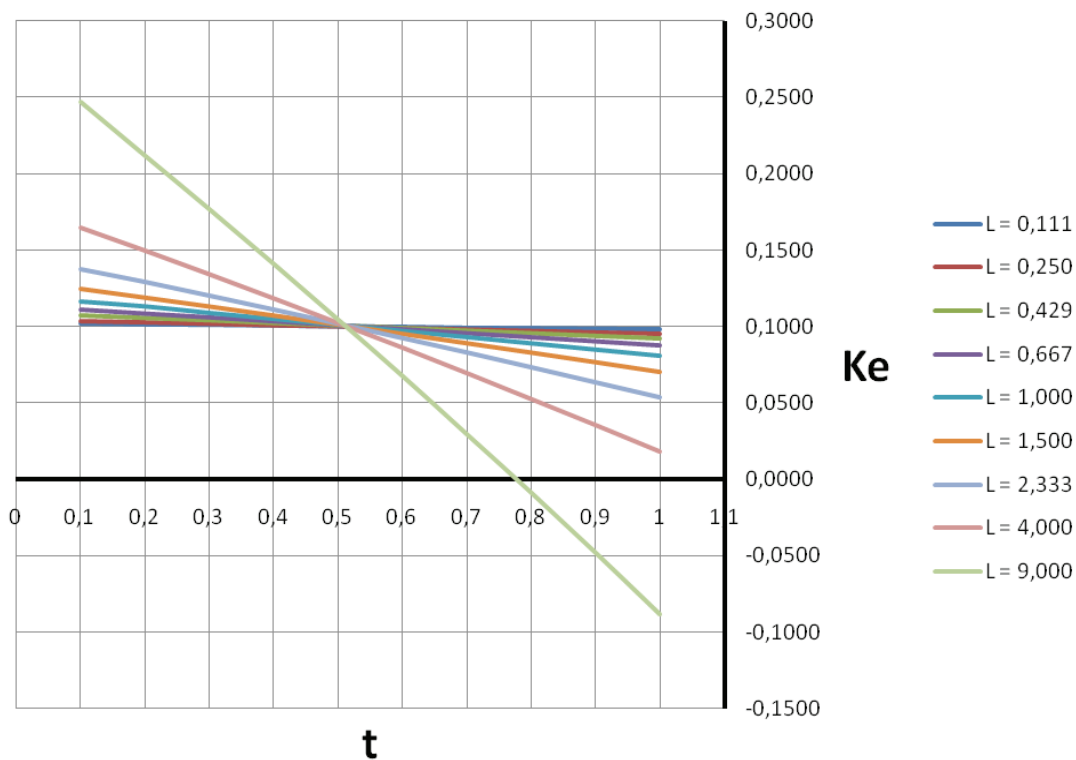


Рис. 8. Зависимость стоимости собственного капитала от ставки налога на прибыль t при различных уровнях левериджа L для случая $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$ для трехлетней компании

4. Стоимость собственного капитала для одногодичной компании. Зависимость стоимости собственного капитала от ставки налога на прибыль t для одногодичной компании имеет некоторые особенности, которые мы рассмотрим ниже.

Для одногодичной компании уравнение Брусова, Филатовой и Ореховой с соавторами для средневзвешенной стоимости капитала упрощается, и WACC может быть выражена в явном виде:

$$WACC = k_0 - \frac{1+k_0}{1+k_d} k_d w_d T. \quad (27)$$

Эта формула была впервые получена Майерсом и является частным случаем уравнения Брусова, Филатовой и Ореховой с соавторами.

По определению средневзвешенной стоимости капитала с учетом «налогового щита» имеем:

$$WACC = k_e w_e + k_d w_d (1-T). \quad (28)$$

Подставляя сюда выражение для WACC для одногодичной компании, найдем выражение для стоимости собственного капитала k_e компании:

$$k_e = \frac{WACC - w_d k_d (1-T)}{w_e} = k_0 + L(k_0 - k_d) \left(1 - T \frac{k_d}{1+k_d} \right). \quad (29)$$

Видно, что с ростом ставки налога на прибыль стоимость собственного капитала k_e компании линейно убывает с угловым коэффициентом:

$$tg\alpha = L(k_0 - k_d) \frac{k_d}{1+k_d}.$$

Вместе с тем расчет, проведенный для $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$, дает практически независимость стоимости собственного капитала компании от ставки налога на прибыль при фиксированном леверидже.

Это объясняется малым значением коэффициента $(k_0 - k_d) \frac{k_d}{1+k_d} \approx 0,00148$.

Поэтому убывание становится заметным лишь при значительных величинах левериджа (см. рис. 11).

Ke (L), t - фиксированное, n = 2

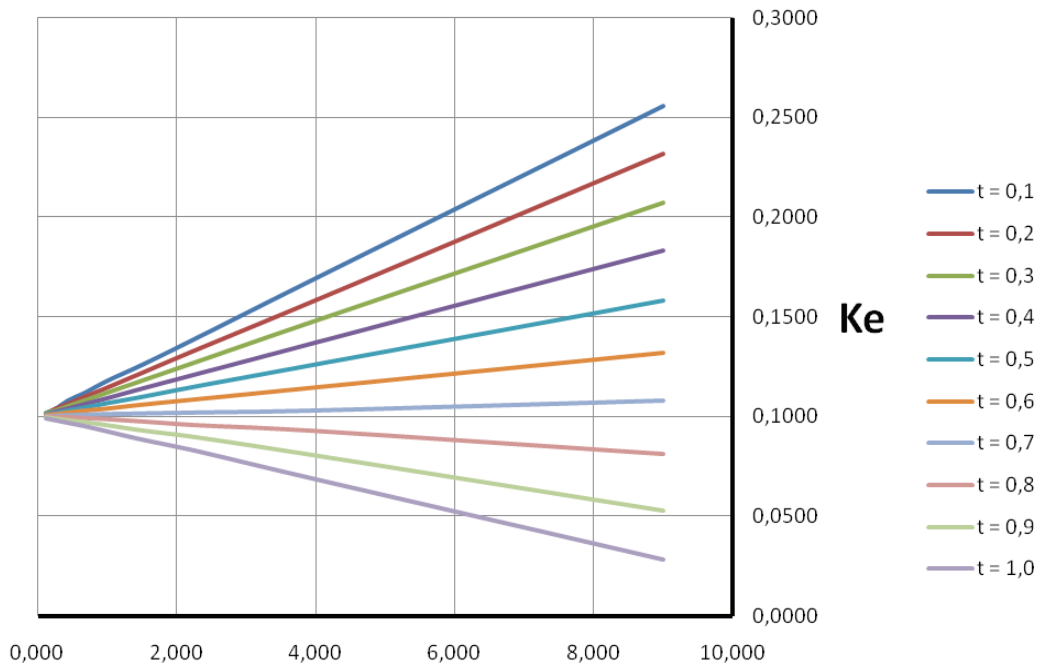


Рис. 9. Зависимость стоимости собственного капитала от левериджа L при различных ставках налога на прибыль t для случая $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$ для двухлетней компании

Ke (L), t - фиксированное, n = 3

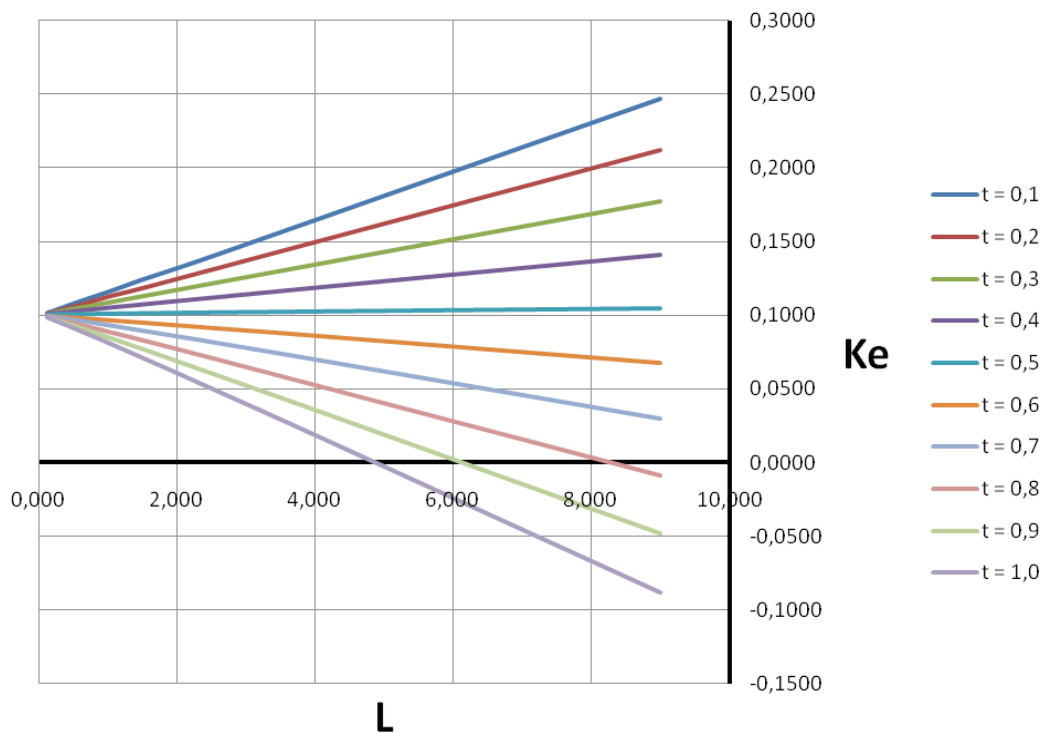


Рис. 10. Зависимость стоимости собственного капитала от левериджа L при различных ставках налога на прибыль t для случая $k_0 = 10\%$; $k_d = 8\%$ для трехлетней компании

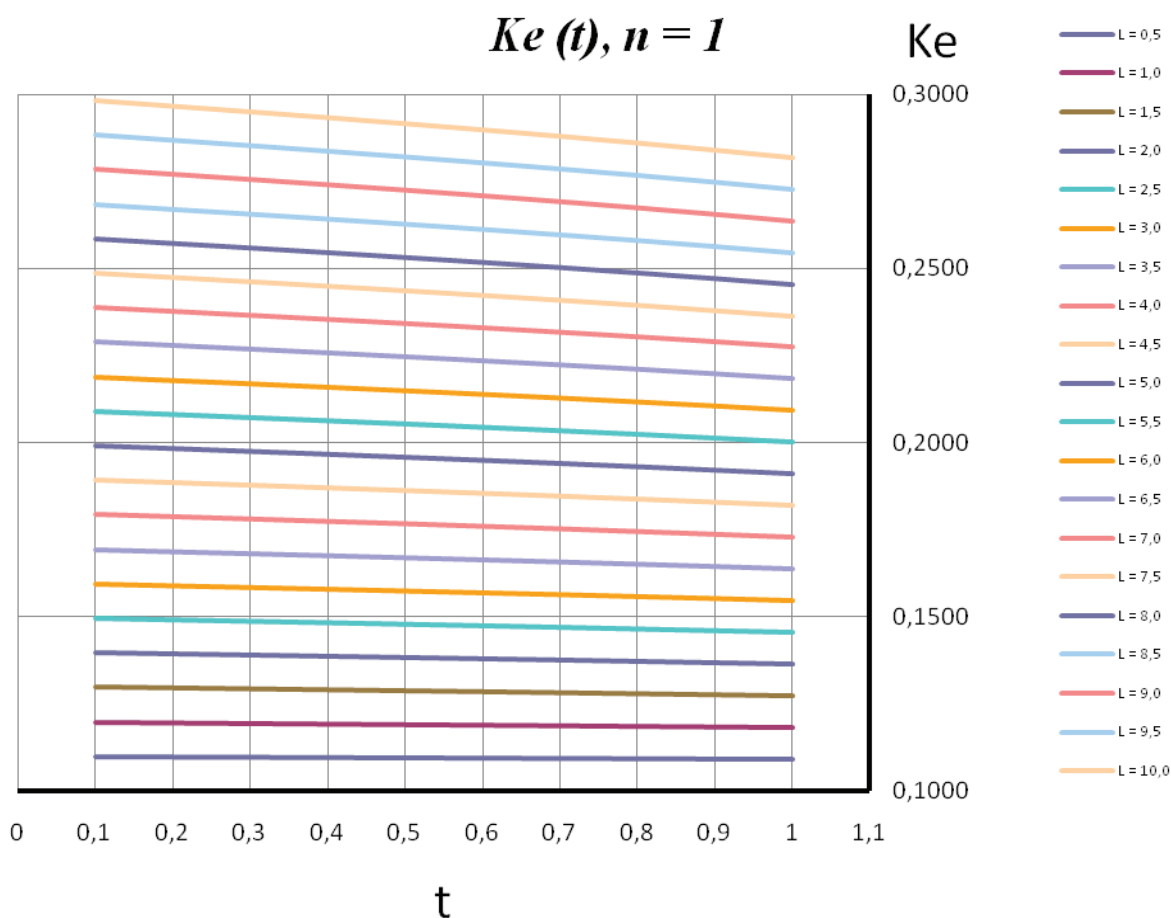


Рис. 11. Зависимость стоимости собственного капитала от ставки налога на прибыль t для одногодичной компании

Отметим, что такая слабая зависимость (практически независимость) стоимости собственного капитала k_e компании от ставки налога на прибыль при фиксированном левеидже характерна только для одногодичной компании. Уже для двухгодичной компании с теми же параметрами зависимость стоимости собственного капитала k_e компании от ставки налога на прибыль становится существенной (см. рис. 7).

Выводы

Как же связана наша главная идея о доминирующей роли реальной оценки стоимости собственного капитала компании, о сравнении ее с рентабельностью планируемых инвестиций с существующими теориями дивидендной политики?

Теория иррелевантности дивидендов. Как отмечалось в первой части статьи, Модильяни и Миллер полагали, что оптимальная дивидендная политика заключается в том, что дивиденды

начисляются после того, как изучены все возможности капитализации (реинвестирования) прибыли. При этом дивиденды выплачиваются только в том случае, если профинансированы за счет чистой прибыли все приемлемые инвестиционные проекты, то есть в рамках теории Модильяни и Миллера дивидендная политика проводится по остаточному принципу.

Мы видим, что Модильяни и Миллер не учитывали стоимость собственного капитала компании: решение о выплате дивидендов принимается у них без учета этого фактора.

В рамках же новой концепции дивидендной политики необходимо сравнивать стоимость собственного капитала компании с рентабельностью планируемых инвестиций. Если последняя ниже, то следует выплачивать дивиденды в размере стоимости собственного капитала компании, возможно, уменьшенной за счет принятых инвестиционных проектов,

а финансировать только те инвестиционные проекты, рентабельность которых выше стоимости собственного капитала.

Предпочтительность дивидендов (теория «синицы в руках»). Как обсуждалось выше, некоторые инвесторы предпочитают дивидендный доход другим доходам с капитала, исходя из принципа минимизации риска. Из-за уменьшения риска при выплате дивидендов инвесторов удовлетворяет меньшая норма прибыли на инвестированный капитал, используемая в качестве ставки дисконтирования, что приводит к возрастанию рыночной оценки акционерного капитала.

Основной вывод теории «синицы в руках» состоит в следующем: в формуле общей доходности дивидендная доходность имеет приоритетное значение; увеличивая долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, можно способствовать повышению рыночной стоимости компании и увеличению благосостояния ее акционеров.

Однако и придерживаясь данной тактики, необходимо при определении величины дивидендов знать их реальную величину, чтобы не «переплачивать» акционерам, а платить дивиденды в соответствии с уровнем заимствования и налогообложения.

Теория налоговой дифференциации. Как обсуждалось в первой части статьи, теория налоговой дифференциации заключается в том, что эффективность дивидендной политики определяется принципом минимизации налоговых выплат по текущим и будущим доходам акционеров. В зависимости от того, ставка какого налога выше — на дивиденды или на прибыль с капитала — имеет место та или иная разновидность теории налоговой дифференциации: теория минимизации дивидендов или теория максимизации дивидендов.

Оба подхода, однако, не учитывают ни реальную стоимость собственного капитала компании, ни рентабельность планируемых инвестиций. В рамках новой концепции дивидендной политики необходимо сравнивать стоимость собственного капитала компании с рентабельностью планируемых инвестиций либо с внутренней нормой доходности (IRR) инвестиционных проектов (при этом более предпочтительным

является использование индекса рентабельности инвестиций, поскольку IRR задает лишь верхнюю границу доходности инвестиций, ниже которой проект все еще остается эффективным ($NPV > 0$)). Если последняя ниже, то следует выплачивать дивиденды в размере стоимости собственного капитала компании, возможно, уменьшенной за счет принятых инвестиционных проектов, а финансировать только те инвестиционные проекты, рентабельность которых выше стоимости собственного капитала.

Теория налоговой дифференциации содержит два показателя T_D — ставку налога на дивиденды и T_I — ставку налога на прибыль с капитала. Ее анализ с помощью эмпирической формулы Уолтера проведен нами в п. 1.5.

В рамках сформулированного подхода она должна быть модифицирована следующим образом. Теория должна содержать не два показателя T_D и T_I , а пять, включая стоимость собственного капитала компании k_e , индекс рентабельности инвестиций (PI) (либо внутреннюю норму доходности (IRR) инвестиционных проектов) и прибыль после уплаты налога на прибыль. При этом величина дивидендов определяется соотношениями между этими пятью показателями. Ответ очевиден, лишь когда $T_D < T_I$ и $k_e > P(IRR)$. В этом случае необходимо выплатить все дивиденды по ставке k_e . В остальных случаях требуется дополнительное исследование.

Сигнальная теория дивидендов. Как обсуждалось в начале статьи, сигнальная теория дивидендов базируется на том, что дивиденды являются проводниками информации, сигналами о положении дел в компании, поэтому они оказывают влияние на стоимость акций и компании в целом. Компании, для которых прогноз роста рентабельности благоприятен, хотят сообщить об этом инвесторам. Вместо того чтобы просто сообщить это, компания повышает дивиденды, чтобы реально подкрепить это утверждение.

Сигнализируя инвесторам, компания может повышать дивиденды, она может выплачивать их даже в большем объеме, чем реальная стоимость собственного капитала компании, но это не должно носить долговременный характер, чтобы обоснованная дивидендная политика не превращалась в волюнтаризм и популизм.

Авторы благодарны Д. Долгову за помощь в численных расчетах.

ЛИТЕРАТУРА

1. Брусов П. Н., Филатова Т. В. Финансовый менеджмент. Долгосрочная финансовая политика. Инвестиции. – М.: КНОРУС, 2012.
2. Брусов П. П., Филатова Т. В. и др. Инвестиционный менеджмент: Учебник. – М.: ИНФРА-М, 2012.
3. Брусов П. П., Филатова Т. В. От Модильяни – Миллера к общей теории стоимости и структуры капитала компании // Финансы и кредит. – 2011. – № 3 (435). – С. 2–8.
4. Брусов П. П., Филатова Т. В. Стоимость и структура капитала компании в post Модильяни – Миллеровскую эпоху // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2011. – № 37 (79), № 38 (80).
5. Брусов П. Н., Филатова Т. В. Применение математических методов в финансовом менеджменте: Учеб. пособие. – Ч. 3, 4. – М., 2010.
6. Брусов П. П., Филатова Т. В. Общая теория стоимости и структуры капитала компании: выход за рамки теории Модильяни – Миллера // Вестник Финансовой академии. – 2011. – № 2. – С. 32–36. – № 3. – С. 25–29.
7. Брусова А. П. Сравнение трех методов оценки средневзвешенной стоимости капитала компании и стоимости ее собственного капитала // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2011. – № 34 (76).
8. Филатова Т. В., Орехова Н. П., Брусова А. П. Средневзвешенная стоимость капитала в теории Модильяни – Миллера, модифицированной для конечного времени жизни компании // Вестник Финансовой академии. – 2008. – № 4. – С. 74–77.
9. Brusov P., Filatova T., Orehova N., Brusova N. Weighted average cost of capital in the theory of Modigliani – Miller, modified for a finite life-time company. Applied Financial Economics, 2011, vol. 21 (11), pp. 815–824.
10. Brusov P., Filatova T., Orehova N., Brusov P. P., Brusova N. From Modigliani – Miller to general theory of capital cost and capital structure of the company. Research Journal of Economics, Business and ICT, 2011, vol. 2, pp. 16–21.
11. Брусов П. Н., Филатова Т. В. Орехова Н. П., Брусов П. П., Брусова А. П. Роль оценки финансовых показателей деятельности компании в снижении вероятности финансового кризиса // Финансы и кредит. – 2011. – № 1 (481). – С. 2–11.
12. Brusov P., Filatova T., Eskindarov M., Orehova N., Brusov P., Brusova A. Influence of debt financing on the effectiveness of the finite duration investment project. Applied Financial Economics, 2011, vol. 22 (13), pp. 1043–1052.
13. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment // American Economic Review, 1958, vol. 48, № 4, pp. 261–297.
14. Modigliani F., Miller M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. American Economic Review, 1963, vol. 53, № 3, pp. 147–175.
15. Modigliani F., Miller M. Some estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954–1957. American Economic Review, 1966, pp. 261–297.
16. Myers S. Capital Structure. Journal of Economic Perspectives, 2001, vol. 15, № 2, pp. 81–102.

УДК 338.465.4

Н. Д. БУБЛИК
И. И. ЛУКИНА
А. Н. РОМАНОВ
Д. В. ЧУВИЛИН

N. D. BUBLIK
I. I. LUKINA
A. N. ROMANOV
D. V. CHUVILIN

**ФОРМИРОВАНИЕ СИСТЕМЫ ТАРИФНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ
НА ОСНОВЕ ЭКОНОМИКО-МАТЕМАТИЧЕСКОГО МОДЕЛИРОВАНИЯ
ПАРАМЕТРОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНИЗАЦИЙ
ЖИЛИЩНО-КОММУНАЛЬНОГО КОМПЛЕКСА**

**FORMATION OF TARIFF REGULATION SYSTEM BASED ON ECONOMICS AND
MATHEMATICAL MODELING OF ACTIVITY PARAMETERS OF ORGANIZATIONS
RENDERING HOUSING AND PUBLIC SERVICES**

***Аннотация.** Проблема оценки тарифов на жилищно-коммунальные услуги и экономической эффективности проектов и программ модернизации жилищно-коммунального комплекса (далее — ЖКК) является одной из важнейших на современном этапе становления и развития инновационной экономики.*

Предложенное авторами решение данной проблемы заключается в формализации процесса обоснования тарифов и последующего формирования рационального состава и очередности программных мероприятий и оптимального уровня модернизации объектов ЖКК региона на основе многоэтапного иерархического процесса экономико-математического моделирования параметров их деятельности.

***Ключевые слова:** жилищно-коммунальное хозяйство; тарифное регулирование; программы модернизации; экономико-математическое моделирование; кластеризация.*

***Abstract.** Estimation of the rates for public utilities and cost-effectiveness of projects and programs to modernize housing is one of the most important issue at the present stage of formation and development of innovative economy.*

The solution to the problem proposed by the authors is to formalize the process of justification of tariffs and the subsequent formation of a rational structure, sequence of programs and optimal level of modernization of housing objects in the region based on a hierarchical multi-stage process of economic-mathematical modeling of the parameters of their activities.

***Keywords:** housing and public services; tariff regulation; modernization programs; economics and mathematical modeling; clustering.*

Характеристика проблемы. В процессе реформирования и модернизации жилищно-коммунального комплекса России проблема повышения качества обслуживания населения при сохранении доступности жилищно-коммунальных услуг (далее — ЖКУ) является центральной. Суть проблемы заключается в поддержании баланса между покрытием текущих расходов на производство услуг и обе-

спечением планомерного воспроизводства жилищного фонда и коммунальной инфраструктуры за счет тарифов на соответствующие услуги, с одной стороны, и реальным платежеспособным спросом и степенью удовлетворенности потребности населения в таких услугах — с другой.

Нерешенность этой ключевой проблемы в настоящее время приводит к возникновению

острых противоречий и кризиса интересов коммунальных организаций, управляющих компаний и потребителей. В связи с этим государство вынуждено активизировать свою роль регулятора финансово-экономических и правовых отношений на рынке ЖКУ.

Для осуществления функций государственного управления в этой сфере выстроена система ведомств и служб, в чьи обязанности входит выполнение функций тарифного регулирования, мониторинга и контроля, как на федеральном, так и на региональном и местном уровне власти. Действующим законодательством и нормативно-правовыми документами определены цели, задачи, принципы и методы осуществления процесса тарифного регулирования.

С 2006 года для сдерживания роста стоимости жизненно важных услуг Федеральная служба по тарифам (ФСТ России) устанавливает предельные индексы изменения тарифов и индексы изменения платы населения за ЖКУ. Индексы дифференцируются по субъектам РФ. Постановлением Правительства Российской Федерации от 28.08.2009 № 708 утверждены основы формирования предельных индексов изменения размера платы граждан за коммунальные услуги.

Принципы, методы расчета, срок установления, условия пересмотра тарифов на коммунальные услуги, предельные индексы изменения тарифов и платы за ЖКУ определены в Федеральном законе от 30.12.2004 № 210-ФЗ «Об основах регулирования тарифов организаций коммунального комплекса» (далее — Закон № 210-ФЗ, Закон) и в ряде подзаконных актов. В соответствии с этим Законом тарифная политика основывается на следующих принципах:

1) достижение баланса интересов потребителей товаров и услуг организаций коммунального комплекса (далее — ОКК) и интересов указанных организаций, обеспечивающего доступность этих товаров и услуг для потребителей и эффективное функционирование органи-

заций коммунального комплекса;

2) установление тарифов и надбавок, обеспечивающих полное возмещение затрат ОКК и финансовые потребности и необходимых для реализации их производственных и инвестиционных программ;

3) стимулирование снижения производственных затрат, повышения экономической эффективности производства товаров (оказания услуг) и применения энергосберегающих технологий ОКК;

4) создание условий, необходимых для привлечения инвестиций в целях развития и модернизации систем коммунальной инфраструктуры;

5) установление условий обязательного изменения тарифов на товары и услуги ОКК;

б) обеспечение доступности для потре-

бителей и иных лиц информации о формировании тарифов и надбавок.

Тарифная политика реализуется в соответствии с Методическими указаниями по расчету тарифов и надбавок в сфере деятельности организаций коммунального комплекса, утвержденными Приказом Министерства

Тарифная политика реализуется в соответствии с Методическими указаниями по расчету тарифов и надбавок в сфере деятельности организаций коммунального комплекса, утвержденными Приказом Министерства регионального развития Российской Федерации от 15.02.2011 № 47

регионального развития Российской Федерации от 15.02.2011 № 47 (далее — Методические указания по расчету тарифов), путем регулирования тарифов на товары и услуги организаций коммунального комплекса. При этом применяются методы:

- установления фиксированных тарифов;
- установления предельных тарифов;
- индексации установленных тарифов.

Чаще всего при регулировании тарифов используется метод установления фиксированных тарифов. Правила расчета финансовых потребностей на производство и реализацию ЖКУ определяются в соответствии с п. IV Методических указаний по расчету тарифов и требуют от органа регулирования оценки экономической обоснованности расходов, включаемых в финансовые потребности. Такая оценка должна производиться исходя из фактически достигнутых величин, предписаний

федеральных, региональных и муниципальных программ модернизации ЖКК, плана мероприятий повышения эффективности деятельности регулируемой организации, стохастических закономерностей изменения рыночных параметров, учета положений законодательства Российской Федерации и нормативных правовых актов, регулирующих отношения в сфере бухгалтерского учета и налогообложения.

Однако, несмотря на постоянное совершенствование организационного и правового обеспечения, эффективность рассматриваемого процесса остается достаточно низкой. Одним из наиболее показательных фактов, подтверждающих выдвинутый тезис, является разбалансированность тарифов на одинаковые услуги, установленных в различных, но географически близких регионах и муниципальных образованиях. Если региональная дифференциация тарифов сокращается в результате реализации последовательной политики формирования предельных индексов роста стоимости ЖКУ на федеральном уровне и изменяется в пределах от 5 до 9 раз (см. рис. 1), то внутрирегиональное соотношение максимального и минимального размера тарифов достигает 10 и более раз (см. рис. 2).

Один из ключевых факторов разбалансиро-

ванности тарифов заключается в том, что специалисты региональных и муниципальных органов власти для эффективной реализации существующих принципов и методов тарифного регулирования фактически должны выполнять функции высококвалифицированных экономистов и аудиторов по контролю экономической обоснованности расходов организаций коммунального комплекса, включаемых в расчет тарифов.

С учетом значительного количества регулируемых организаций и их организационно-технического, финансово-экономического и природно-географического многообразия при наличии небольшого числа сотрудников специализированных органов регулирования тарифов качественная реализация функций контроля существенно затруднена. В этой связи на практике в большинстве случаев для регулирования тарифов используется упрощенный, малотрудоемкий метод индексации отдельных статей расходов в рамках установленных на федеральном уровне предельных индексов роста стоимости ЖКУ. В каждом органе регулирования тарифов в дополнение к официальным методическим указаниям существуют свои эвристические механизмы обоснования затрат на производство и реализацию ЖКУ, согласования

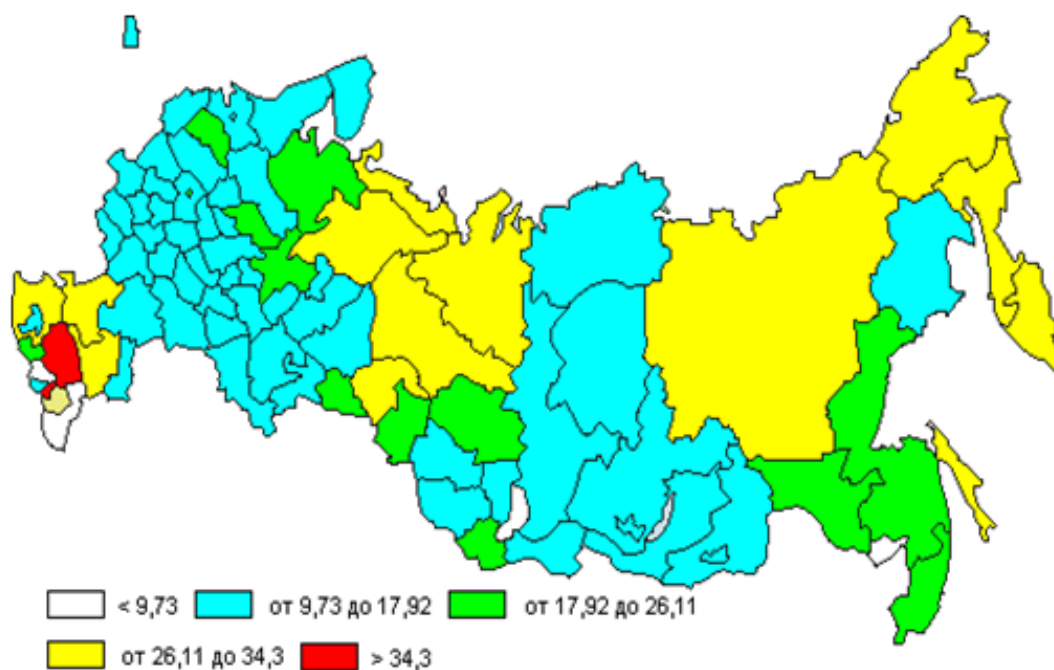


Рис. 1. Дифференциация среднего уровня тарифов на воду по регионам России в 2011 г., руб. / куб. м. (составлено на основе данных Росстата)

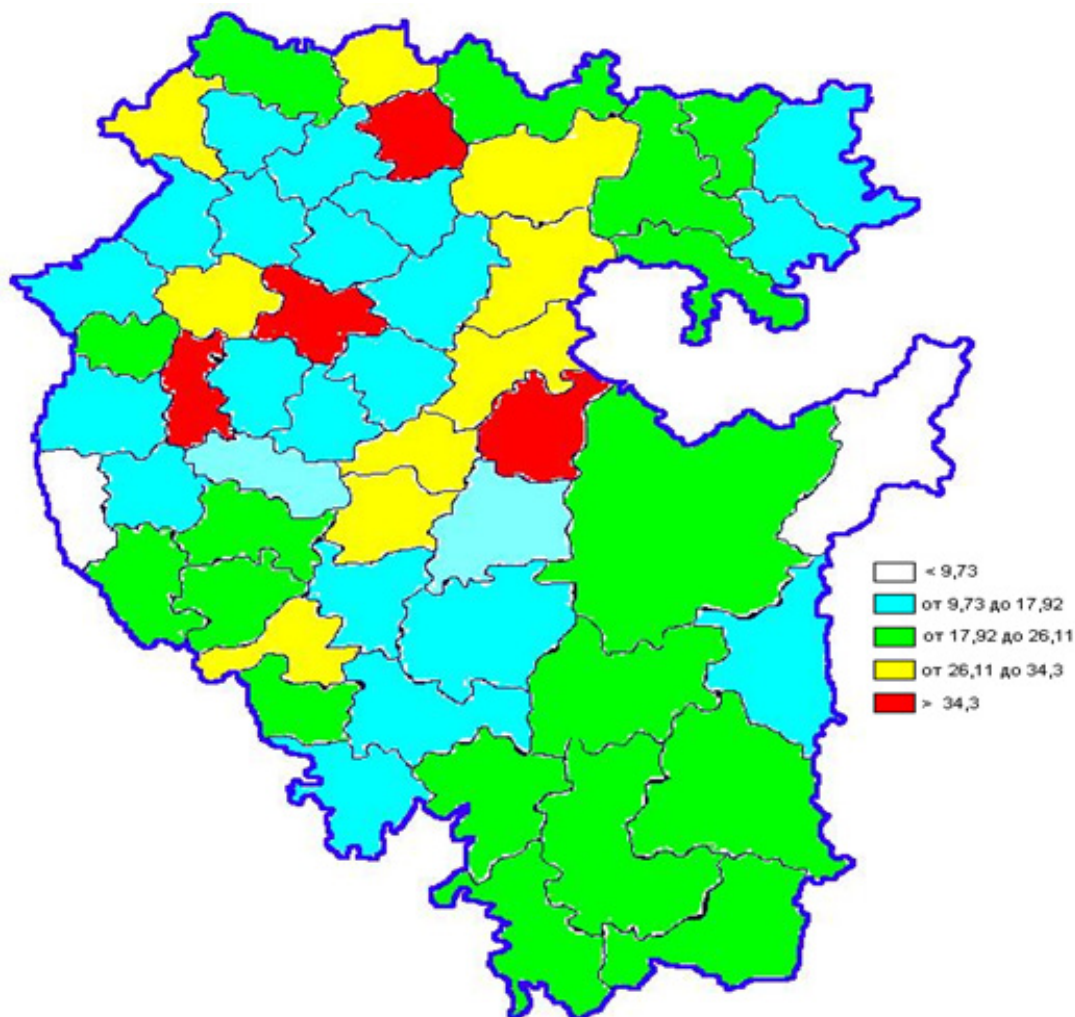


Рис. 2. Дифференциация тарифов на воду организаций коммунального комплекса Республики Башкортостан в 2011 г., руб. / куб. м.
(составлено на основе данных Росстата)

состава мероприятий, очередности их исполнения, кооперации и координации действий между участниками рынка услуг. Упрощенные расчеты, эвристические механизмы приводят, как правило, к тому, что оценка экономической обоснованности осуществляется без учета максимальных возможностей снижения затрат за счет реализации оптимальной совокупности работ и прежде всего мероприятий производственных, инвестиционных и инновационных программ¹. Такое положение дел не противоречит существующей нормативно-правовой базе, однако существенно снижает объективность процесса регулирования тарифов и, как следствие, эффективность модернизации ЖКК.

В этой связи в рамках законодательно определенных механизмов тарифного регулирования и вышеизложенных принципов тарифной политики назрела острая необходимость создания и внедрения научно обоснованной методологии и практически применимой методики мониторинга и контроля тарифов, позволяющих повысить эффективность деятельности региональных органов регулирования без существенного увеличения затрат на их содержание.

Концептуальные основы постановки задачи. Для решения сформулированной выше проблемы в настоящее время, на наш взгляд, можно использовать инструментарий и опыт моделирования деятельности сложных соци-

¹ Бублик Н. Д., Лукина И. И., Шашкова Т. Н. Организация налогового контроля: состояние и пути развития: Уч. пособие. Уфа: ВЗФЭИ, 2008. С. 88.

ально-экономических систем, функционирующих в условиях нестабильной рыночной среды. Это позволит формализовать, упорядочить процедуры принятия решений в процессе регулирования тарифов и модернизации ЖКК и обеспечит решение следующих актуальных задач:

1. Создание для органов регулирования (региональных энергетических комиссий, государственных комитетов субъектов РФ по тарифам) универсального и малозатратного инструмента анализа и планирования уровня тарифов, снижающего потребность в детальном контроле обоснованности расходов на предоставление всей совокупности ЖКУ.

2. Разработка механизма внутрирегионального выравнивания тарифов на основе учета множества организационно-технических, финансово-экономических и природно-географических факторов формирования затрат на ЖКУ.

3. Интеграция функций тарифного регулирования в процессы модернизации и реформирования ЖКК регионов России.

Решение совокупности обозначенных задач в процессе регулирования, мониторинга и контроля тарифов предлагается осуществлять на основе моделирования параметров деятельности ОКК и использования интегрального критерия — отклонения фактических значений тарифа от расчетной стоимости услуг, определяемой множеством условий функционирования организаций ЖКК и учитывающей необходимость обеспечения социально-экономической доступности, повышения качества и эффективности процессов производства и потребления ЖКУ.

Предлагаемый подход. Предлагаемый подход к решению вышеперечисленных задач предполагает реализацию следующего алгоритма действий:

1. Проведение морфологического анализа и кластеризации всей совокупности организаций ЖКК региона по видам предоставляемых услуг (водоснабжение и водоотведение, теплоснабжение); местонахождению и особенностям потребителей (город/село); объемам и условиям производства и потребления ЖКУ.

2. Проведение для каждого выделенного кластера экономико-математического моделирования изменений совокупности параметров функционирования объектов ЖКК.

3. Осуществление внутри каждого кластера оценки эффективности функционирования объектов ЖКК на основе установления величины отклонений фактических значений тарифов от расчетной (средней) величины в рамках кластера².

4. Выявление объектов ЖКК с наибольшим отклонением тарифов внутри региона РФ.

В дальнейшем на основе полученных результатов экономико-математического моделирования формируется информационно-аналитическая база для принятия обоснованных решений о методах и особенностях регулирования и модернизации объектов ЖКК региона³.

Основным вопросом реализации сформулированного алгоритма действий является выбор и обоснование наиболее значимых параметров функционирования объектов ЖКК региона, обеспечивающих условия экономической непротиворечивости, качества и точности экономико-математической модели.

На начальных этапах построения экономико-математической модели с учетом сложности объекта моделирования предлагается использовать совокупность иерархически связанных параметров:

1) эффективность финансового управления, устанавливаемую как соотношение показателей рентабельности затрат (P_3) и дохода от реализации ЖКУ ($D_{\text{ЖКУ}}$);

2) ресурсоемкость потребления ЖКУ, исчисляемую удельным расходом коммунальных ресурсов на единицу площади обслуживаемого жилого фонда ($\Pi_{\text{ЖФ}}$);

3) качество формирования тарифов, определяемое соотношением установленных тарифов на ЖКУ ($T_{\text{ЖКУ}}$) к себестоимости ($C_{\text{ЖКУ}}$) и объемам их предоставления ($O_{\text{ЖКУ}}$);

4) качество планирования себестоимости ЖКУ, устанавливаемое как соотношение себестоимости и набора технико-экономических факторов (X_i), характеризующих условия и

² См.: Бублик Н. Д., Лукина И. И., Шашкова Т. Н. Организация налогового контроля: состояние и пути развития: Уч. пособие. Уфа: ВЗФЭИ, 2008. С. 96. Букаев Г. И., Бублик Н. Д., Горбатов С. А., Сатаров Р. Ф. Модернизация системы налогового контроля на основе нейросетевых информационных технологий. М.: Наука, 2001. С. 94.

³ См.: Чувиллин Д. В. Методологические основы разработки программ развития жилищно-коммунального комплекса // Экономика и управление. 2010. № 3. С. 118–124.

особенности их производства и потребления, в том числе:

- масштаб эксплуатируемых систем коммунальной инфраструктуры (протяженность сетей, количество специальных технических сооружений — котельных, насосных станций и т. д.);

- надежность и качество предоставления ЖКУ (коэффициент аварийности, показатель бесперебойности предоставления услуг, соответствие требованиям СанПиН);

- инвестиционная активность организаций коммунального комплекса (среднегодовая сумма инвестиций за три последних года, в том числе в энергосберегающие мероприятия, результаты инвестиций);

- эффективность эксплуатации систем коммунальной инфраструктуры (уровень потерь ресурсов в процессе их выработки и транспортировки, удельные показатели энергоемкости производства услуг).

Процесс экономико-математического моделирования заключается в установлении функциональной зависимости вида $y = f(x)$ между выделенными по уровням иерархии параметрами функционирования объектов ЖКК региона (Y) (с целью определения их расчетного значения) и объясняющими переменными (X). Моделирование для каждого кластера осуществляется поэтапно. Пошаговое и иерархически упорядоченное определение величины отклонений фактических значений показателей эффектив-

ности предоставления услуг от расчетных по модели позволяет с минимальными затратами выявить объекты с относительно более низкой эффективностью функционирования. Вначале определяется эффективность системы финансового управления операционной деятельностью. Затем, на основе анализа дохода от реализации ЖКУ, соответствующих тарифов и площади обслуживаемого жилого фонда, дается характеристика сбалансированности процесса производства и потребления услуг, или, иными словами, относительной ресурсоемкости обслуживания потребителей. Далее, на основе определения расчетных значений тарифов на ЖКУ в зависимости от экономически обоснованной себестоимости их предоставления, дается оценка относительного качества процесса тарифного регулирования объектов ЖКК региона. И в итоге определение требуемого значения экономически обоснованной себестоимости от набора технико-экономических факторов позволяет выявить объекты с относительно завышенной себестоимостью.

Таким образом, последовательное многоэтапное экономико-математическое моделирование в рамках предложенной иерархии значимости параметров функционирования объектов ЖКК региона позволит на каждом этапе выявлять объекты с относительно менее эффективными результатами функционирования. Критерием отбора на каждом этапе мо-



Рис. 3. Содержание многоэтапного иерархического процесса обоснования затрат на предоставление ЖКУ

делирования выступает величина отклонения фактического значения рассматриваемых параметров от расчетных. Чем больше величина отклонения, тем менее эффективно осуществляется управление объектом.

Этапы и параметры моделирования представлены на *рис. 3*.

Необходимо отметить, что схематично изображенный на *рис. 3* процесс может быть реализован на основе использования общедоступной информации, содержащейся на сайтах Государственного комитета по статистике, региональных министерств и ведомств. В процессе моделирования набор факторов может быть уточнен и изменен. По результатам моделирования вся однородная относительная совокупность объектов ЖКК региона разбивается на отдельные подмножества, для каждого из которых могут быть выбраны те или иные меры воздействия в рамках существующих нормативно-правовых основ тарифного регулирования.

Таким образом, предлагаемый подход к решению задачи повышения эффективности тарифного регулирования основывается на морфологическом, кластерном анализе и экономико-математическом моделировании па-

раметров деятельности организаций коммунального комплекса, позволяющих в условиях стохастичности рыночной среды, специфики процессов производства и потребления ЖКУ выявить с приемлемой точностью совокупность факторов, влияющих на уровень себестоимости услуг, и, как следствие, определить в рамках региона объекты с высоким потенциалом регулирования. Это не только позволит устранить необходимость всеобщей индивидуальной проверки обоснованности затрат на предоставление ЖКУ, но и создаст предпосылки для формирования более рациональной политики модернизации и реформирования ЖКК регионов. Результатом проведения многоэтапного иерархического процесса экономико-математического моделирования и обоснования затрат на предоставление ЖКУ являются выявление резервов корректировки тарифов до 30% и определение «проблемных» элементов системы коммунального комплекса региона для их первоочередной модернизации и развития на инновационной основе⁴.

Аналогичный подход был апробирован и показал свою жизнеспособность для решения задач государственного финансового контроля⁵.

ЛИТЕРАТУРА

1. Модернизация налогового контроля (модели и методы): Монография / Под ред. А. Н. Романова. – М.: ИНФРА-М: Вузовский учебник, 2010. – 320 с.
2. Бублик Н. Д., Лукина И. И., Шашкова Т. Н. Организация налогового контроля: состояние и пути развития: Уч. пособие. – Уфа.: ВЗФЭИ, 2008. – 314 с.
3. Букаев Г. И., Бублик Н. Д., Горбатков С. А., Сатаров Р. Ф. Модернизация системы налогового контроля на основе нейросетевых информационных технологий. – М.: Наука, 2001. – 344 с.
4. Чувиллин Д. В. Методологические основы разработки программ развития жилищно-коммунального комплекса // Экономика и управление. – 2010. – № 3. С. 118–124.

⁴ Чувиллин Д. В. Методологические основы разработки программ развития жилищно-коммунального комплекса // Экономика и управление. 2010. № 3. С. 118–124.

⁵ Модернизация налогового контроля (модели и методы): Монография / Под ред. А. Н. Романова. – М.: ИНФРА-М: Вузовский учебник, 2010. С. 120.



УДК 339.924

С. А. НАСРИДДИНОВ
S. A. NASRIDDINOV

ИНТЕГРАЦИЯ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СТРУКТУР И ФОРМЫ СЛИЯНИЙ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

INTEGRATION OF ECONOMIC STRUCTURES AND FORM OF MERGES IN THE CONDITIONS OF GLOBALIZATION

Аннотация. В статье рассматриваются формы слияний компаний, предлагается авторская характеристика модели глобального рынка; приводятся мотивы и цели слияний, а также изучаются возможности синергетического эффекта от слияния.

Ключевые слова: интеграция; формы слияния; модель глобального рынка; глобальная корпорация; глобальные деловые сети; интернационализация.

Abstract. In the article the author considers forms of merges of the companies, offering the author's characteristic of the global market model; gives motives and the purposes of merges, and also considers possibilities of synergetic effect from merge.

Key words: integration; merge forms; model of the global market; global corporation; global business networks; internationalization.

Под интеграцией экономических структур следует понимать отношения собственников по поводу сращивания прав собственности на ограниченные условия производства, установленные властным путем, с целью эффективного управления этими ресурсами и минимизации рыночных рисков для свободного развития собственников.

Интеграционный процесс основан на диалектической триаде (тезис, антитеза, синтез) и подразумевает обязательную экономическую самостоятельность хозяйственных субъектов: вначале приобретение экономических взаимосвязей между ними (на определенном этапе) и окончательное сращивание структур (в результате интеграции).

Следует отметить, что не сама перемена правовых форм собственности (переход из государственной собственности в частную, национализация и т. д.) есть интеграция. Не всякая

трансформация форм собственности может рассматриваться как интеграционный процесс, ведь существуют такие формы трансформации собственности, как разгосударствление, аренда и пр., а лишь в случае существования трех ступеней: полная самостоятельность — хозяйственные взаимосвязи — потеря самостоятельности в процессе сращивания собственности.

Авторы исследований (И. Г. Владимирова, Г. Д. Антонов, О. П. Иванова, С. В. Савчук¹) приводят различные причины слияний и поглощений. Мы постарались их объединить и дополнить. Причины и мотивы слияний и поглощений следующие:

- экономия на масштабах;
- эффективное управление;
- сокращение транзакционных издержек;
- взаимодополняемость в ресурсах, производстве и сбыте;

¹ См.: Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. 1999. № 1. Антонов Г. Д., Иванова О. П. Предпосылки интеграции и эволюция интеграционных структур в России // Менеджмент в России и за рубежом. 2001. № 5. Савчук С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом. 2001. № 5.

- налоговые схемы и преференции;
- рост качества продукции и услуг;
- диверсификация производства, оптимизация использования ресурсов;
- возможность крупного кредитования;
- экономия на затратах на инновации и НИОКР;
- возможность использования гибких сетевых схем;
- политический имидж компании и руководителей.

Экономия на масштабах подразумевает увеличение объема производства для эффективного использования ресурсов. Однако это не бесконечная величина, эффект масштаба может привести к потере рентабельности.

Эффективное управление связано с применением стандартных и отработанных для компании методов и алгоритмов менеджмента. При этом логистические процессы в обороте товаров, документов и финансов приводят к росту эффективности.

Сокращение транзакционных издержек происходит при увеличении масштаба организации, когда расходы на дополнительные и необходимые для компании услуги и работы могут быть сделаны единожды.

Взаимодополняемость в ресурсах, производстве и сбыте связана с наиболее полным использованием материальных, финансовых, человеческих ресурсов, в том числе производственных мощностей, которые в отдельной компании остаются незагруженными.

Налоговые схемы и преференции возникают вследствие оплаты налогов головной компанией, а не ее подразделениями. Кроме того, налоговые льготы часто распространяются на все подразделения, в том числе на территориально дифференцированные.

Рост качества продукции и услуг связан с применением систем качества и контроллингом качества, едиными для всех подразделений интегрированной компании.

Диверсификация производства, оптимизация использования ресурсов являются другой стороной взаимодополнения сливающихся компаний по ресурсам с той разницей, что производственная функция новой структуры име-

ет большую гибкость, чем до слияния в каждой отдельной компании.

Возможность крупного кредитования в современных условиях является большим приоритетом крупных структур. Кредитные сделки приняты во всем мире, в том числе для инновационной деятельности.

Экономия на затратах на инновации и НИОКР связана с объединением усилий высококвалифицированных специалистов разных компаний по созданию нового продукта. Содержание таких специалистов и лабораторий не по силам малому и среднему бизнесу.

Возможность использования гибких сетевых схем — это новое направление в работе структур, ориентированных на потребительский сектор. Страхование, потребительское кредитование, розничные продажи, услуги бытового сектора в настоящее время осуществляются не за счет малых компаний, а за счет разветвленной структуры деловой сети, которая может и не иметь своего отдельного административного офиса. В сети важен информационный контроль за работой агентов, он может осуществляться с любого места.

Политический имидж компании и руководителей не является первозначным мотивом, однако иногда политические мотивы становятся определяющими для деятельности компании, кроме того, топ-менеджмент может иметь свой собственный интерес для объединения нескольких компаний в одну. Часто этот интерес носит финансовый характер.

Методы и формы интеграционных процессов постоянно меняются. Большой объем слияний произошел во второй трети XIX в., когда формировались монопольные структуры. Исторически волны слияний делят на несколько этапов: слияния 1887–1904; 1916–1929; 1960–1970-х; 1980-х; 1990-х годов². Эти процессы можно соотнести с этапами формирования моделей рынка (см. табл.).

В таблице представлены общие характеристики этапов слияний в сопоставлении с формированием моделей рынка. Особое значение, на наш взгляд, имеет форма интеграции и размер компаний, иницирующих поглощения и слияния.

² См.: Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. 1999. № 1. Антонов Г. Д., Иванова О. П. Предпосылки интеграции и эволюция интеграционных структур в России // Менеджмент в России и за рубежом. 2001. № 5.

Этапы слияний в рамках моделей рынка

Монополистическая конкуренция	Монополия	Олигополия	Глобальный рынок (транснациональные корпорации)
Этапы слияний			
1887–1904 гг.	1916–1929 гг.	1960–1980-е гг.	1990-е гг.
Продукция			
Разнородная	Уникальная	Стандартная	Глобальная
Форма интеграции			
Горизонтальная	Вертикальная, диверсификация	Конгломератная, диверсификация	Глобальная горизонтальная корпорация, глобальные деловые сети, интернационализация
Размер компаний			
Мелкие и средние, до 100 компаний в одном слиянии	Средние и мелкие компании в зависимости от географии (США, Европа, Россия)	Крупные компании по дифференцированной продукции	Крупные компании, сверхкорпорации, ТНК и мультинациональные компании
Отрасли			
Энергетика, связь, химическая, угольная, сырьевые отрасли, черная металлургия	Производство стали, неорганическая химия, электротехническая промышленность	Электроника и телекоммуникации, информационные услуги, робототехника	Электроника, энергетика, приборостроение, электротехника, банки, химическая, цветная металлургия, образование, страхование, финансы, здравоохранение, развлечения

Мы ввели существующую ныне приоритетную модель рынка — глобальную, связанную с глобальной конкуренцией и ростом транснациональных корпораций и мультинациональных компаний.

Особенностью этапа слияний 1990-х годов является включение в состав отраслей, предприятия которых предпочитают объединяться, социальной сферы и индустрии развлечений. Эта особенность появилась в конце XX в., когда потребности большинства населения развитых стран превысили традиционные потребности в пище, питании, одежде и жилье. Глобальная продукция представляет собой монокультурные образцы продукции и услуг, которые применимы практически во всех странах мира и производятся такими транснациональными корпорациями, как Shell, IBM, Philips и др. В глобальном рынке формы интеграции отличаются от традиционных. Включаются такие формы, как глобальная корпорация, глобальные деловые сети, интернационализация.

Глобальная корпорация представляет собой слияние фирм на международном уровне с целью приобретения более гибкой специализации в условиях неопределенности рынка.

Глобальная корпорация приобретает горизонтальные формы вопреки жестко ориентированной крупной вертикальной корпорации и олигополистическому контролю над рынками. Для глобальной горизонтальной корпорации характерны максимум взаимодействий с покупателями, широкое применение корпоративной рекламы, менеджмент, основанный на усилиях узкой команды, целевые задачи, направленные на удовлетворение покупателя. Шведские исследователи построили рейтинг пятидесяти компаний из 147, которые контролируют мировую экономику и влияют на 40 % мирового дохода через систему отношений собственности. Они же сделали вывод, что это прежде всего финансовые компании³.

Глобальные деловые сети являются частью горизонтальной корпорации, однако они все больше приобретают самостоятельное значение и, с нашей точки зрения, уже являются формой интеграции. Сетевая система производства и продаж направлена на введение инновационных продуктов или услуг и на приоритеты информационных потоков по поводу состояния дел на отдельных местах и территориях. Сама

компания меняет свой смысл как организационная структура. Особенно это заметно в сети услуг: в парикмахерских, общепите, ремонте, продаже автомобилей и пр.

Интернационализация может осуществляться из соображений экономии на издержках, прежде всего издержках реализации продукции. Производственное предприятие, которое интегрирует в свою структуру оптовую торговую фирму, сможет, очевидно, снизить свои затраты на реализацию продукции. Соответственно, предприятие, которое возьмёт под свой контроль фирму — поставщика сырья, сможет сэкономить на затратах по его приобретению.

Организационные формы слияний компаний, существующие в практике, мы объединили и считаем, что они применимы в пяти случаях.

Первый случай организации интеграции — присоединение, когда компания-лидер принимает все активы других компаний и является приемником их обязательств. Возможно присоединение компаний с обменом акциями между ними.

Второй случай — слияние, когда компании создают новую структуру — приемника всех предыдущих структур как в смысле активов, так и в смысле ответственности. Прежние структуры прекращают свое существование.

В обоих случаях собрание акционеров решает проблему присоединения голосованием «за» не менее 50 % голосов плюс еще один. Этому обычно предшествует скупка голосов мелких акционеров компанией-лидером.

В третьем случае необходима скупка контрольного пакета акций компании на фондовом рынке или непосредственно у собственников — вторичная форма приватизации предприятия. При этом структура остается прежней с заме-

ной собственности. Купленная компания может стать частью холдинга и продолжать функционировать как отдельная единица.

Четвертый случай — скупка активов компании у самой компании. Можно привести два варианта скупки акций: оплата деньгами и оплата ценными бумагами компании-покупателя. Как и в третьем случае, предприятие остается прежним, меняется владелец, который волен изменить структуру и направленность компании.

Пятый случай организации интеграции — взаимный обмен акциями нескольких компаний для слияния в одну компанию.

Целями интеграции остаются прибыль, конкурентоспособность и экономия ресурсов. Однако не все интегрированные структуры в равной степени эффективны и имеют одинаковые последствия от слияния. В условиях глобализации происходит организационная и производственно-культурная революция. В организационном смысле тенденцией является переход от массового производства к гибкой системе изготовления и реализации товаров. В производственно-культурном смысле синергетический эффект, к которому компании стремятся при слиянии, приводит к тому, что у предприятий единой интегрированной структуры часто возникает свой организационно-экономический климат с политическими особенностями, который порождает общую корпоративную этику и общий стиль поведения не только на работе, но и во внешнем мире.

На наш взгляд, результатом синергетического эффекта от слияния компаний в глобальном мире должны стать самоорганизация и эволюция самой интегрированной структуры в условиях неравновесной экономики.

ЛИТЕРАТУРА

1. Антонов Г. Д., Иванова О. П. Предпосылки интеграции и эволюция интеграционных структур в России // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – № 5.
2. Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний // Менеджмент в России и за рубежом. – 1999. – № 1.
3. Егоров Д. Г. Самоорганизация экономического процесса // Общественные науки и современность. – 2003. – № 4.
4. Занг В. Б. Синергетическая экономика: Время и перемены в нелинейной экономической теории. – М.: Мир, 1999. – 335 с.
5. Мильнер Б. З. Теория организации. 2-ое изд. – М., 1999.
6. Савчук С. В. Анализ основных мотивов слияний и поглощений // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – № 5.

³ Ученые: миром управляет глобальная корпорация. Рейтинг новостей. URL: http://www.topnews.ru/news_id_45908.html

**ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА КРЕДИТНЫХ ДЕРИВАТИВОВ
В ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД В США И ЕС****REGULATION PECULIARITIES OF CREDIT DERIVATIVE MARKET
IN USA AND EU IN POSTCRISIS PERIOD**

Аннотация. В статье рассматриваются проблемы функционирования, законодательные акты, направления и механизмы регулирования рынка кредитных деривативов в США и ЕС. Автор проводит анализ последних законодательных и регулятивных инициатив в указанной области с учетом кризисных явлений, породивших необходимость ужесточения регулирования рынка кредитных деривативов.

Ключевые слова: кредитные деривативы; мировой финансовый кризис; регулирование; мировой финансовый рынок; клиринг; внебиржевые контракты; биржа.

Abstract. The article considers regulation problems, legislative acts, mechanisms and directions of regulation on credit derivatives markets in the USA and EU. The author examines last legislative and regulating initiatives in above mentioned domain with reference to recent crisis, which created necessity to tighten credit derivatives regulation.

Keywords: credit derivatives; global financial crisis; regulation; international financial market; clearing; OTC contracts; exchange.

Современный мировой финансовый кризис обусловлен различными факторами: высокой долговой нагрузкой государств и предприятий, потребительской моделью развития крупнейших экономик мира, непродуманной кредитной политикой банков, перегревом на рынке акций и недвижимости, жадностью и мошенничеством инвестиционных банкиров и др. Настоящая статья посвящена такой важной причине возникновения кризиса, как злоупотребление производными финансовыми инструментами, связанными с секьюритизацией ипотечных активов, «перекладыванием» ипотечных рисков на инвесторов, фактическим обманом инвесторов рейтинговыми агентствами и аудиторами, бесконтрольной продажей инструментов страхования ипотечных и кредитных рисков и с бесконечной «переупаковкой» ипотечных активов. Указанные злоупотребления естественным образом обусловлены пробелами в регулировании самого молодого сегмента мирового рынка деривативов — рынка кредитных деривативов. Проблемы его ре-

гулирования фактически могут быть сведены к двум плоскостям: политике в области риск-менеджмента и законодательной базе. Последняя как раз и является объектом рассмотрения настоящей статьи, в которой делается акцент на анализе проблематики на рынках США и ЕС — стран с наиболее развитой инфраструктурой рынка кредитных деривативов.

Выделим основные проблемы функционирования рынка кредитных деривативов США и ЕС, обусловившие возникновение кризисных явлений на мировом финансовом рынке.

1. Многие инструменты рынка кредитных деривативов являются забалансовыми. К ним относятся все виды свопов, в первую очередь кредитно-дефолтные свопы. Забалансовые инструменты не фигурируют в официальных аудиторских отчетах и не входят в методику подсчета основных финансовых показателей, следовательно, они в значительной степени дезориентируют инвесторов, регуляторов и общественность относительно реального уровня риска по данным инструментам.

2. Отсутствие регулирования внебиржевого рынка кредитных деривативов. Например, в США биржевой рынок кредитных деривативов регулируется Комиссией по ценным бумагам и Комиссией фьючерсной торговли, тогда как внебиржевой — условно регулируется самими участниками, которые имеют право создавать саморегулируемые организации. Последние, как правило, делегируют свои функции обратно в инвестиционные банки, что приводит к естественным злоупотреблениям в политике риск-менеджмента банков, основанном на их стремлении получить дополнительный спекулятивный доход. Аналогичная ситуация существует не только в США, но и в ЕС.

3. Преобладание на рынке кредитных деривативов хедж-фондов, деятельность которых, как известно, не регламентируется национальными регуляторами.

4. Главная проблема состоит в нежелании участников рынка переходить к регулированию рынка кредитных деривативов государственными и наднациональными органами в целях сохранения сверхприбылей в растущей фазе экономического цикла путем дезориентации инвесторов псевдовысокими рейтингами и показателями финансовой устойчивости.

Одно из правил, которое практически все участники рынка кредитных деривативов вынесли для себя из кризиса, гласит: необходима большая прозрачность сделок. Кредитные дефолтные свопы и другие внебиржевые деривативы являются двусторонними контрактами, заключаемыми частными структурами; их содержание известно, как правило, только соответствующим договаривающимся сторонам. Этот порядок необходимо было изменить. Об этом договорились участники G-20 в Питтсбурге в сентябре 2009 года. Главы государств и правительств Большой двадцатки тогда заложили фундамент международного регулирования рынка деривативов и предопределили разработку европейских норм торговли деривативами. Стандартизированные

внебиржевые деривативы в будущем, по мнению участников саммита 2009 года, должны торговаться на биржах или в электронных торговых платформах, и самое позднее к концу 2012 года все сделки должны совершаться с участием так называемого «центрального контрагента» (нем. zentrale Gegenpartei, англ. Central Counterparty).

Кроме того, внебиржевые контракты должны учитываться в специальном регистре сделок. В США соответствующие мероприятия нашли отражение в принятии в 2010 году закона **Додда – Фрэнка** (Dodd – Frank Act), который также называют «реформой Уолл-Стри-та»¹. Закон был подписан президентом США Б.Обамой 21 июля 2010 г. и получил название по именам председателя комиссии сената по банкам и строительству Кристофера Додда и председателя комитета по финансовым услугам палаты представителей Барни Фрэнка. Закон состоит из 15 разделов, изложенных на 849 страницах, и направлен на обеспечение стабильности финансового рынка США за счет большей ответственности и прозрачности действий участников финансовой системы страны. Закон фактически запрещает государству спасать кредитные учреждения, оказывающие финансовые услуги населению, ссылаясь при этом на системные последствия от их банкротства (такие предприятия в США в начальный период кризиса называли “*too big to fail*”²). Закон Додда – Фрэнка ограничивает возможности банков на свой страх и риск заключать рискованные сделки. Банкам разрешается лишь в ограниченном объеме инвестировать в деятельность хедж-фондов и компаний, акции которых не котируются на биржах. Известный американский специалист в области экономической истории Чарльз Гайст (Charles Geisst) назвал новый закон самым значимым со времен Великой депрессии нормативным актом, регулирующим деятельность финансового рынка США³.

В продолжение питтсбургских договоренно-

¹ Paletta Damian It Has A Name: The Dodd/Frank Act. The Wallstreet Journal, 25.06.2010. URL: http://www.enotes.com/topic/Dodd%E2%80%93Frank_Wall_Street_Reform_and_Consumer_Protection_Act (дата обращения: 25.04.2012).

² Too big to fail — «слишком большой, чтобы обанкротиться» (англ.) — вид кредитных и инвестиционных институтов, которые условно принято считать менее уязвимыми для кризиса ввиду их предполагаемой устойчивости, связанной с их высокими показателями собственного капитала и активов.

³ Dash Eric, Martin Andrew. New Rules May Affect Every Corner of JPMorgan. The New York Times, 25.06.2010. URL: http://www.nytimes.com/2010/06/26/business/26morgan.html?_r=2&scp=1&sq=Dodd/Frank%20Act&st=cse (дата обращения: 08.02.2012).

стей страны Евросоюза разработали к середине 2010 года проект «Директивы Европарламента и Совета Европы о внебиржевой торговле деривативами, центральном контрагенте и регистре сделок» („*Verordnung des EU-Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister*“)⁴. Поскольку в Евросоюзе документы принято публиковать на языках всех стран-участниц, и в том числе на английском, указанная Директива часто именуется аббревиатурой названия на английском языке — EMIR. Вступить в силу Директива должна 1 января 2013 г.

Следует отметить, что Директива, опубликованная 15 сентября 2010 г., по крайней мере по своему объему (67 страниц, 72 статьи) явно уступает Закону Додда – Фрэнка, но самое главное — она до сих пор только обсуждается европейскими странами.

Согласно проекту Директивы:

- сделки с «квалифицированными» внебиржевыми деривативами должны совершаться через допущенного центрального контрагента (Central Counterparty, CCP). Центральный контрагент осуществляет функцию клиринговой палаты и с точки зрения права выступает покупателем для продавца и, соответственно, продавцом для покупателя рисков между сторонами контракта на тот или иной дериватив, причем они не связаны с CCP ни как члены клиринговой палаты, ни как клиенты компании — участницы клиринга;

- договаривающиеся стороны обязаны информировать Регистр сделок обо всех изменениях и дополнениях, вносимых во внебиржевые контракты, включая сообщения об их окончании;

- стороны должны использовать технологии, направленные на снижение рисков, применительно к сделкам, осуществляемым во внебиржевом обороте. Авторы Директивы под этим понимают разные методы оценки рисков и соответствие собственного капитала контрагентов масштабам контрактов;

- разрешения и надзор со стороны CCP должны быть гарантированы национальными компетентными органами в конкретных странах,

которые обязаны подготовить соответствующие организационные и надзорные требования к CCP. Участие центрального контрагента прежде всего должно быть связано с исполнением определенных требований к его собственному капиталу.

Разработке Директивы предшествовала работа в направлении повышения прозрачности финансового рынка. Так, в целях совершенствования надзорных функций была учреждена Европейская надзорная служба за рынком ценных бумаг (European Securities and Markets Authority, ESMA), призванная в будущем содействовать совершенствованию надзорной деятельности на рынке кассовых сделок и деривативов. Важную регулирующую роль играет Европейская надзорная служба за банковской деятельностью (European Banking Authority, EBA), так как деятельность некоторых групп компаний подлежит банковскому регулированию, с одной стороны, а с другой — банки являются важными клиентами этих групп.

В настоящее время функции депозитария ценных бумаг в ЕС возложены на Центральные депозитарии ценных бумаг (Central Securities Depositories, CSD).

Таким образом, до принятия EMIR (а Директива принимается на условиях консенсуса всеми странами — участницами Евросоюза) регулирование европейского рынка кредитных деривативов будет находиться в ведении Европейской надзорной службы за рынком ценных бумаг (ESMA), Европейской надзорной службы за банковской деятельностью (EBA) и Центрального депозитария (CSD), которые руководствуются, кроме собственных разработанных внутренних положений, Директивой от 2007 года «О рынках финансовых инструментов» (The Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)⁵.

MiFID заменила предшествующую Директиву «Об инвестиционных услугах» (Investment Services Directive, ISD) и стала частью плана ЕС по созданию единого европейского рынка финансовых инструментов и услуг. Ее требования распространяются на 27 стран Евросоюза. Основными областями применения MiFID являются:

⁴ URL: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:DE:PDF> (дата обращения: 15.03.2012).

⁵ URL: http://www.bafin.de/clin_161/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Aufsichtsrecht/mifid,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/mifid.pdf (дата обращения: 25.04.2012).

- деятельность бирж и других, не регулируемых в настоящее время торговых площадок;
- установление требований пред- и постторговой прозрачности для сделок с ценными бумагами;
- расширение диапазона инвестиционных услуг и продуктов, требующих авторизации;
- обеспечение возможности осуществлять международную деятельность через открытие филиалов в других странах ЕС инвестиционным компаниям, предварительно получившим авторизацию от национальных регуляторов.

MiFID требует от инвестиционных фирм внесения ряда изменений в свои операционные процедуры, таких как отчеты о транзакциях и хранение информации в течение пяти лет.

В 2011 году началась работа по обновлению MiFID, главной целью которой являются большая прозрачность и интеграция рынков, гарантии инвесторам в свете негативных последствий от мирового финансового кризиса. Новая редакция должна быть принята и вступить в силу к концу 2013 года.

Проведенная в США и проводимая в Европе, названная законодательная деятельность способствует лучшему пониманию рынка кредитных деривативов и открывает новые возможности для устранения существующих до сих пор проблем. Участники рынка работают над этим в тесном сотрудничестве с законодателями. В ходе такого сотрудничества рынок превращается из децентрализованной в более централизованную структуру.

Договоры все в большей степени подлежат стандартизации, возрастает роль клиринговых и депозитарных структур, снижаются системные риски.

Вместе с тем необходимо признать, что стандартизация контрактов и использование центральных контрагентов в будущем могут чрезвычайно сильно повысить операционные издержки тех участников рынка, которые не считаются кредитно-финансовыми учреждениями и заключают сделки с кредитными деривативами нерегулярно.

Не до конца понятны возможные послед-

ствия закона Додда – Фрэнка для европейских участников рынка. Так, уже сегодня по закону Додда – Фрэнка подлежат обязательной регистрации в США сделки компаний, которые:

- располагают филиалами в США;
- имеют более 15 клиентов из США;
- клиенты из США располагают активами на сумму свыше 25 млн долларов.

Если значительная доля рынка кредитных дефолтных свопов будет регулироваться через централизованную клиринговую палату, то возникает целый ряд дополнительных требований, которые надо прояснить уже теперь. Так, непонятно до сих пор, какие контракты должны заключаться через клиринговую палату и кто определяет критерии для совершения сделки через клиринговую палату.

Также неясно, как клиринговые палаты (центральные контрагенты) будут решать пробле-

мы в случае возникновения убытков у членов этих палат. Как должна выглядеть структура собственности ССР и чем она должна обеспечиваться, насколько выработанные требования применительно к ССР будут едины для всех, так как в противном случае может возникнуть конкуренция между ними и как следствие

появятся системные риски. Это лишь немногие вопросы, на которые предстоит ответить участникам рынка по обеим сторонам Атлантики.

Необходимо признать, что в США предприняты более конкретные и конструктивные шаги по повышению прозрачности и защищенности операций на рынке кредитных деривативов, чем в странах Евросоюза. Это обусловлено тем, что, во-первых, американский рынок в большей степени пострадал во время кризиса от сделок с указанными инструментами, а во-вторых, законодательный процесс в ЕС сопряжен с большими бюрократическими процедурами, связанными с межгосударственным согласованием.

Таким образом, на примере опыта США и ЕС можно выделить следующие глобальные тенденции в решении регулятивных проблем мирового рынка кредитных деривативов:

1. Создание центрального международного

Необходимо признать, что в США предприняты более конкретные и конструктивные шаги по повышению прозрачности и защищенности операций на рынке кредитных деривативов, чем в странах Евросоюза

контрагента по внебиржевым сделкам с кредитными деривативами на базе клиринговых учреждений США и Европы. Роль клиринговой палаты должна выполнять уже существующая клиринговая компания Clearing Corp., акционерами которой являются Goldman Sachs Group Inc., Citigroup Inc., J. P. Morgan Chase & Co, Deutsche Bank AG, Eurex AG.

2. Введение начальной маржи (по аналогии с биржевыми деривативами), которая, как правило, отсутствует в операциях с внебиржевыми кредитными деривативами. Даже когда контрагенты включают маржу в структуру сделки, она чаще всего не превышает 1–3% от суммы контракта, что явно недостаточно для страхования сторон от возможных потерь в кризисных условиях. Например, по фьючерсам на облигации (по которым маржа минимальна относительно других базовых активов ввиду низкой волатильности) маржа составляет 3–10%.

3. Внедрение механизма неттинга позиций.

4. Усиление контроля операций с кредитны-

ми деривативами со стороны бирж. Осознавая грядущее повышение значения организованной торговли кредитными деривативами, биржи предпринимают меры для развития своего бизнеса. Так, Чикагская товарная биржа (Chicago Mercantile Exchange) приобрела компанию Credit Market Analysis Ltd., занимающуюся сбором и обработкой статистической информации по рынку кредитно-дефолтных свопов. Биржа планирует разработать фьючерсные контракты, которые будут выписаны на несколько отдельных компаний. Биржа Intercontinental Exchange (ICE) приобрела компанию Creditex, предоставляющую информационные услуги в сфере торговли кредитно-дефолтными свопами. Похожие проекты есть у Euronext.Liffe и Чикагской торговой палаты (Chicago Board of Trade).

5. Создание условий, при которых проведение операций с кредитными деривативами будет возможно только на основании страховой лицензии, то есть классификация кредитных деривативов как страховых контрактов.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Dash Eric, Martin Andrew* New Rules May Affect Every Corner of JPMorgan. The New York Times, 25.06.2010. URL: http://www.nytimes.com/2010/06/26/business/26morgan.html?_r=2&scp=1&sq=Dodd/Frank%20Act&st=cse (дата обращения: 08.02.2012).

2. *Paletta Damian* It Has A Name: The Dodd/Frank Act. The Wallstreet Journal, 25.06.2010. URL: http://www.enotes.com/topic/Dodd%E2%80%93Frank_Wall_Street_Reform_and_Consumer_Protection_Act (дата обращения: 25.04.2012).

НОВОСТИ ЭКОНОМИКИ

Американский финансовый гигант JP Morgan Chase не перестает держать в страхе инвесторов из-за истории со своим сотрудником Лондонским китом. Треjder, который сколачивал для банка состояние на рискованных торговых операциях с кредитными деривативами, в начале года допустил ряд роковых ошибок. В результате в мае JP Morgan был вынужден признать потерю \$2 млрд, которые к началу лета переросли в \$9 млрд. Правда последнюю цифру официально в банке не подтверждают. Несмотря на все попытки экономистов JP Morgan полностью ликвидировать позиции, открытые Бруно Иксиллом, пока этого сделать так и не удалось.

Источник:
Информационно аналитический портал <http://ava.md/>
16.07.2012



УДК 336.132.1:34.09

Р. С. РЫЖОВ
R. S. RYZHOV

ПРАВОВОЙ АНАЛИЗ НАКОПЛЕНИЯ И ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ ИНФОРМАЦИИ О ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОРГАНОВ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ВЛАСТИ, ОРГАНИЗАЦИЙ И ГРАЖДАН

LEGAL ANALYSIS OF ACCUMULATION AND PROVISION OF INFORMATION ON GOVERNMENT, ORGANIZATIONS AND CITIZENS FINANCIAL ACTIVITY

Аннотация. Статья посвящена анализу процедуры накопления и предоставления информации о финансовой деятельности органов государственной власти, организаций и граждан. Автор делает вывод о том, что субъектов — получателей финансовой информации неопределенно много и они имеют различную ведомственную принадлежность. Следовательно, необходим акт правительственного уровня, который конкретизировал бы общую норму (ч. 3 ст. 102 НК РФ), согласно которой поступившие в налоговые органы, органы внутренних дел, органы государственных внебюджетных фондов или таможенные органы сведения, составляющие налоговую тайну, имеют специальный режим хранения и доступа.

Ключевые слова: информация; финансовая информация; накопление и предоставление информации; бухгалтерский учет; бухгалтерская отчетность; налог; хозяйственная деятельность; форма отчетности.

Abstract. The article is devoted to the analysis procedure of accumulation and providing information on financial activities of public authorities, organizations and citizens. The author concludes that there are a lot of financial information recipients and they have different departmental affiliation. Consequently, there should be an act specifying the general rule (p. 3 art. 102 of the Tax Code), under which tax secrecy information has a special storage and access mode.

Key words: information; financial information; accumulation and provision of information; accounting; financial statements; tax; business activity; financial statement form.

Процедура накопления и предоставления информации о финансовой деятельности органов государственной власти, организаций и граждан представляет собой сложнейшую систему, состоящую из нескольких подсистем:

- 1) накопление и предоставление финансовой информации юридическими лицами;
- 2) накопление и предоставление финансовой информации гражданами, осуществляющими предпринимательскую деятельность без образования юридического лица, а также иными лицами, приравненными к ним в отношении порядка ведения хозяйственных операций;
- 3) накопление и предоставление финансовой информации главными распорядителями, распо-

рядителями, получателями бюджетных средств.

Отношения в данной сфере регулируются преимущественно нормами административного права и родственного ему по методу финансового права.

Накопление и структурирование вышеуказанной информации осуществляется на основе бухгалтерского учета, который является источником для формирования двух постоянных информационных потоков, исходящих от любого субъекта хозяйственной деятельности:

- 1) о наличии (в денежном выражении) определенного имущества, обязательств гражданско-правового характера, осуществленных и осуществляемых хозяйственных операциях;

2) о возникновении обязательств перед органами государства по уплате налогов и иных обязательных платежей.

Постоянство этой информационной деятельности подчеркивается и определением бухгалтерского учета, данным в Федеральном законе от 21.11.1996 № 129-ФЗ «О бухгалтерском учете» (далее — Закон)¹, где под ним понимается «упорядоченная система сбора, регистрации и обобщения информации об имуществе, обязательствах организации и их движении путем сплошного, непрерывного и документального учета всех хозяйственных операций».

Из этого определения следует, что бухгалтерский учет имеет дуалистическую информационно-правовую природу: он одновременно выступает в качестве информационной системы и информационного ресурса.

Как информационная система он прежде всего характеризуется тем, что на основе разнородных документов сведений по определенным правилам образуется их упорядоченная совокупность, служащая источником сведений более интегрированного уровня — бухгалтерской отчетности.

Как информационный ресурс бухгалтерский учет — это упорядоченная совокупность определенной информации, объем которой можно измерить в любой момент.

В качестве основных задач бухгалтерского учета рассматриваемый Закон выделяет:

- формирование полной и достоверной информации о деятельности организации и ее имущественном положении;

- обеспечение информацией, необходимой внутренним и внешним пользователям бухгалтерской отчетности для контроля за соблюдением законодательства Российской Федерации при осуществлении организацией хозяйственных операций и их целесообразностью, наличием и движением имущества и обязательств, использованием материальных, трудовых и

финансовых ресурсов в соответствии с утвержденными нормами, нормативами и сметами;

- предотвращение отрицательных результатов хозяйственной деятельности организации и выявление внутрихозяйственных резервов обеспечения ее финансовой устойчивости.

При анализе данных положений необходимо обратить внимание на два момента:

1) бухгалтерский учет как информационный ресурс является основой для бухгалтерской отчетности, определяемой рассматриваемым Законом как единая система данных об имущественном и финансовом положении субъекта и о результатах его хозяйственной деятельности, составляемой на его основе по установленным формам;

2) в качестве потребителей бухгалтерской отчетности прежде всего выделяются вну-

тренние пользователи (руководители, учредители, участники, собственники имущества), а затем — внешние, круг которых не определен.

Автор полагает, что бухгалтерский учет и бухгалтерская отчетность организаций выполняют важную публичную задачу — они являются источниками статистической информации, на основе которой принимается целый ряд существенных государственных решений.

Среди этих решений можно выделить, например, установление масштабов денежной эмиссии и количества денег, находящихся в обороте. Указанные количественные параметры денежной массы должны иметь определенное товарное обеспечение, а также соответствовать по своему объему потребностям экономики. Это одна из существенных причин, по которой государство так скрупулезно и жестко обеспечивает единство правил бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности, а также формализацию содержащейся в них информации.

Между тем политические и экономические интересы требуют наличия исключений из данного общего порядка. И государство по-

Бухгалтерский учет и бухгалтерская отчетность организаций выполняют важную публичную задачу — они являются источниками статистической информации, на основе которой принимается целый ряд существенных государственных решений

¹ СЗ РФ. 1996. № 48. Ст. 5369.

шло на этот шаг, введя два специальных режима, освобождающих субъектов экономической деятельности от ведения бухгалтерского учета по общим правилам. Это касается граждан, осуществляющих предпринимательскую деятельность без образования юридического лица (они в соответствии с нормами ст. 4 Закона «О бухгалтерском учете» ведут только учет доходов и расходов, преследующий сугубо фискальные цели), а также введения режима упрощенного налогообложения (при его реализации ведется учет основных средств и нематериальных активов).

Помимо указанных режимов, в 2010 году появился и эксклюзивный режим для участников проекта по осуществлению исследований, разработок и коммерциализации их результатов в инновационном центре «Сколково»².

Однако эти политико-экономические стимулирующие меры не могут существенно изменить общую информационную картину в экономике, на основании которой принимаются вышеуказанные государственные решения.

Кроме того, необходимо отметить, что Закон «О бухгалтерском учете» и фискальная направленность исключений из общего порядка ведения этого учета несколько занижают публичное значение ведения бухгалтерского учета и важность той задачи, которую он решает для экономики в целом.

Обратимся теперь к анализу положений Закона, регулирующих отношения в сфере бухгалтерской отчетности. Бухгалтерская отчетность основного числа организаций включает следующие документы:

- бухгалтерский баланс;
- отчет о прибылях и убытках;
- приложения к ним, предусмотренные нормативными правовыми актами;
- пояснительную записку.

Состав бухгалтерской отчетности государственных и муниципальных учреждений определяется Министерством финансов Российской Федерации.

Бухгалтерский баланс отражает актив и пассив имущества и нематериальных ценностей, а

также обязательств.

Отчет о прибылях и убытках отражает качественные показатели экономической деятельности организации, в том числе такие показатели, как валовая прибыль, коммерческие и управленческие расходы, прибыль (убыток) от продаж и т. п.

Все организации, за исключением бюджетных, казенных учреждений, представляют годовую бухгалтерскую отчетность органам государственной статистики по месту своей регистрации. Государственные и муниципальные предприятия представляют бухгалтерскую отчетность органам, уполномоченным управлять государственным имуществом.

Открытые акционерные общества, банки и другие кредитные организации, страховые организации, инвестиционные и иные фонды обязаны публиковать бухгалтерскую отчетность ежегодно; государственные внебюджетные фонды — ежеквартально.

Таким образом, существуют два *основных* административных субъекта, накапливающих бухгалтерскую информацию, — это органы государственной статистики и органы по управлению государственным имуществом.

Помимо указанных субъектов, *специальными* получателями бухгалтерской отчетности являются налоговые органы (для индивидуальных предпринимателей и лиц, приравненных к ним, на основании ст. 23 НК РФ); органы страхового надзора (для субъектов страхового дела, на основании ст. 28 Закона РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации»³); Центральный банк РФ (для кредитных организаций, на основании ст. 43 Федерального закона «О банках и банковской деятельности»⁴). Цель накопления информации специальными получателями — осуществление контроля и надзора в установленной сфере деятельности.

И все же главным информационным каналом, по которому движется основанная на бухгалтерском учете информация, является *фискальный*. В данном случае она облекается в форму налоговой декларации — письменного заявления налогоплательщика или заявления, составленного в электронном виде и передан-

² См.: Федеральный закон от 28.09.2010 № 224-ФЗ «Об инновационном центре «Сколково»». СЗ РФ. 2010. № 40. Ст. 4970.

³ Ведомости СНД и ВС РФ. 1993. № 2. Ст. 56.

⁴ СЗ РФ. 1996. № 6. Ст. 492.

ного по телекоммуникационным каналам связи с применением электронной цифровой подписи, об объектах налогообложения, о полученных доходах и произведенных расходах, об источниках доходов, о налоговой базе и о других данных, служащих основанием для исчисления и уплаты налога. Помимо собственно налогоплательщиков в этих информационных отношениях участвуют налоговые агенты (лица, на которых в соответствии с НК РФ возложены обязанности по исчислению, удержанию налогов у налогоплательщика и перечислению их в бюджетную систему Российской Федерации).

Одной из характерных особенностей рассматриваемых отношений является унифицированность форм отчетности. Подавляющее большинство из них, в том числе и налоговые декларации, утверждаются Министерством финансов Российской Федерации. В связи с этим целесообразно рассмотреть административное влияние, которое оказывает данное ведомство на указанные отношения.

Учитывая, что финансовое ведомство (как бы оно не именовалось) является одним из тех органов государства, без которого данная система существовать не может, и что во всех странах на него возложены примерно сходные функции, имеет смысл ограничиться рассмотрением современного статуса Минфина России.

Действующее «Положение о Министерстве финансов Российской Федерации» утверждено Постановлением Правительства РФ от 30.06.2004 № 329⁵. В п. 1 данного акта устанавливается, что Минфин России является органом, осуществляющим, в том числе, функции по выработке государственной политики и нормативно-правовому регулированию в сфере бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности, а также налоговой деятельности.

Во исполнение данной основной задачи Минфин России принимает нормативные правовые акты, определяющие формы налоговых деклараций, расчетов по налогам и порядок заполнения налоговых деклараций; порядок ведения бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности.

Как мы видим, Минфин России осуществляет основные регулирующие функции в области накопления информации в финансовой сфере.

И в конечном итоге весьма значительная часть финансовой информации концентрируется в данном административном ведомстве, так как оно составляет федеральный бюджет — акт, основанный на всех государственных доходах.

Основным ведомством, осуществляющим сбор информации в виде документов об исчислении, уплате, удержании и перечислении налогов и сборов, является Федеральная налоговая служба, представляющая собой централизованную информационную систему, производящую накопление и обработку финансовой информации на административных началах, для чего она наделена рядом существенных полномочий. Так, в частности, в соответствии с нормами ст. 31 НК РФ Федеральная налоговая служба в лице территориальных налоговых органов вправе:

- требовать от налогоплательщика, плательщика сбора или налогового агента документы по формам или форматам в электронном виде, служащие основанием для исчисления и уплаты налогов, сборов, а также документы, подтверждающие правильность исчисления и своевременность уплаты налогов и сборов;
- проводить налоговые проверки;
- производить выемку документов у налогоплательщика, плательщика сбора или налогового агента при проведении налоговых проверок в случаях, когда есть достаточные основания полагать, что эти документы будут уничтожены, сокрыты, изменены или заменены;
- приостанавливать операции по счетам налогоплательщика, плательщика сбора или налогового агента и налагать арест на его имущество;
- определять суммы налогов, подлежащих уплате налогоплательщиками в бюджетную систему Российской Федерации, расчетным путем на основании имеющейся у них информации о налогоплательщике, а также данных об иных аналогичных налогоплательщиках в случаях: отказа допустить должностных лиц налогового органа к осмотру производственных, складских, торговых и иных помещений и территорий, используемых налогоплательщиком для извлечения дохода; непредставления в течение более двух месяцев налоговому органу необходимых для расчета налогов документов; отсутствия

⁵ СЗ РФ. 2004. № 31. Ст. 3258.

учета доходов и расходов или ведения учета с нарушением установленного порядка, приведшего к невозможности исчислить налоги.

Помимо налоговых органов, обязанности и права по получению финансовой информации о налогах и сборах имеют также таможенные органы, которые осуществляют взимание налогов при перемещении товаров через таможенную границу Таможенного союза.

Как уже было упомянуто, бухгалтерский учет в организации является первичным источником информации о ее хозяйственной деятельности. Через призму этой информации можно во многих аспектах представить себе деятельность этой организации в целом. Данные бухгалтерского учета находят отражение в совокупности сведений, подаваемых в налоговые органы. Информацию, подаваемую компаниями в налоговые органы, можно в определенной степени считать *социальной информацией*, поскольку хозяйствующие субъекты осуществляют свою деятельность в социальной среде и являются участниками многих социальных отношений.

Применительно к информации, связанной с налогообложением доходов физических лиц, вышеуказанный вывод можно представить более широко: данная информация является отражением всей финансовой деятельности гражданина за определенный период, а его финансовая деятельность, в свою очередь, является отражением его социальной деятельности в целом.

Как следует из норм ст. 210 НК РФ, при определении налоговой базы по налогу на доходы физических лиц учитываются все доходы налогоплательщика, полученные им как в денежной, так и в натуральной форме, или право на распоряжение которыми у него возникло, а также доходы в виде материальной выгоды.

Анализ такой информации может дать весьма объективную (основанную на документально подтвержденных сведениях) картину жизни человека в его трудоспособном возрасте. При-

чем, подчеркнем еще раз: эта информация подлежит сообщению гражданином под угрозой применения существенных административных и финансовых санкций.

Формирование указанной информации осуществляется через описание доходов физического лица. К таковым доходам налоговое законодательство Российской Федерации относит:

- доходы, полученные налогоплательщиком от организаций и индивидуальных предпринимателей в натуральной форме в виде товаров, работ и услуг, в том числе оплата, полностью или частично, коммунальных услуг, питания, отдыха, обучения в интересах налогоплательщика;

- материальную выгоду, полученную от экономии на процентах за пользование налогоплательщиком кредитными средствами;

- материальную выгоду, полученную от экономии на процентах за пользование кредитными средствами, предоставленными на новое строительство либо на приобретение на территории Российской Федерации жилого дома, квартиры, земельных участков, предоставленных для индивидуального жилищного строительства и т. п.;

- материальную выгоду, полученную от приобретения товаров (работ, услуг) в соответствии с гражданско-правовым договором, являющимся взаимозависимым по отношению к налогоплательщику;

- материальную выгоду, полученную от приобретения ценных бумаг, финансовых инструментов срочных сделок;

- доходы, получаемые налогоплательщиком в виде страховых выплат;

- доходы, получаемые налогоплательщиком в виде дивидендов от долевого участия в организации;

- материальную выгоду, полученную по вкладам в банках, за использование денежных средств кредитного потребительского кооператива, по сделкам РЕПО и т. д.

Как мы видим, фактически вся деятельность физического лица, являющегося налогоплатель-

Информация, связанная с налогообложением доходов физических лиц, является отражением всей финансовой деятельности гражданина за определенный период, а его финансовая деятельность, в свою очередь, является отражением его социальной деятельности в целом

щиком, которая имеет материальную подоплеку, находится в поле зрения налоговых органов, то есть фактически в распоряжении государства.

Современное государство стремится установить налоговые отношения с гражданином как *индивидуальные*, так как целью в данном случае является не получение информации о социальной деятельности физического лица для последующего обобщения и распространения в отрыве от персоналия (как это происходит при осуществлении статистической деятельности), а изъятие у гражданина установленной государством части полученных им денежных средств в доход государства для осуществления последним публичных функций.

Степень доверия между гражданином и государством, способствующая правильному исчислению и уплате налогов, в определенной мере зависит от того, каким образом государство в дальнейшем распорядится сведениями, полученными в связи с осуществлением налогообложения.

Отсюда возникает (либо должна возникнуть) система правового регулирования обеспечения сохранности полученной информации от противоправного распространения — с указанием точного числа государственных субъектов, которые вправе использовать ее в своей деятельности, а также пределов такого использования.

Данная система в настоящий период сконцентрирована в основном в нормах, объединенных в ст. 102 НК РФ, получившей название «Налоговая тайна».

Объем сведений, относимых к налоговой тайне, определен законодателем методом исключения:

«Налоговую тайну составляют любые полученные налоговым органом, органами внутренних дел, органом государственного внебюджетного фонда и таможенным органом сведения о налогоплательщике, за исключением:

- 1) разглашенных налогоплательщиком самостоятельно или с его согласия;
- 2) об идентификационном номере налогоплательщика;
- 3) о нарушениях законодательства о налогах и сборах и мерах ответственности за эти

нарушения;

4) предоставляемых налоговым (таможенным) или правоохранительным органам других государств в соответствии с международными договорами (соглашениями);

5) предоставляемых избирательным комиссиям в соответствии с законодательством о выборах по результатам проверок налоговым органом сведений о размере и источниках доходов кандидата и его супруги(а), а также об имуществе, принадлежащем кандидату и его супруге(у) на праве собственности».

Исходя из приведенных положений, можно сделать следующие выводы:

1. Объем сведений, относимых к налоговой тайне, изначально не является точно определенным, что порождает множественность подходов к толкованию его содержания.

2. Законодатель конкретизировал ряд субъектов, имеющих право на получение такого рода информации, в единственном числе, а ряд — во множественном. Это означает, что в системе «обладатель информации – получатель информации» некоторых субъектов можно конкретизировать (налоговый орган и орган государственного внебюджетного фонда — по территориальности нахождения налогоплательщика, таможенный орган — по существу сделки или виду транспорта, перевезившего товар), а ряд субъектов (органы внутренних дел, а с 15 января 2011 года также следственные органы⁶) являются неопределенными, поэтому требуется специальный порядок для их конкретизации.

Данный перечень не является исчерпывающим. Так, в частности, в письме Федеральной налоговой службы от 11.06.2009 № МН-22-6/469@ «О предоставлении информации» указывается буквально следующее: «Хотя согласно части 2 статьи 102 Налогового кодекса Российской Федерации сведения о наименовании банков и иных кредитных организаций с указанием расчетных счетов должника, запрашиваемые судебными приставами-исполнителями и взыскателями, отнесены к конфиденциальной информации, они должны им предоставляться с учетом правовой позиции,

⁶ См.: Федеральный закон «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с совершенствованием деятельности органов предварительного следствия». СЗ РФ. 2011. № 1. Ст. 16.

изложенной в Постановлении Конституционного Суда Российской Федерации от 14.05.2003 № 8-П. Суть ее в том, что судебный пристав-исполнитель вправе получать в банках, иных кредитных организациях необходимые сведения о вкладах физических лиц в размере и пределах, которые определены судом и необходимы для исполнения исполнительного документа».

Отсюда следует, что и органы юстиции в лице судебных приставов-исполнителей являются получателями данной информации. Правда, последние — только по конкретным делам.

Поскольку субъектов-получателей неопределенно много и они имеют различную ведомственную принадлежность, *необходим акт правительственного уровня, который конкретизировал бы общую норму (ч. 3 ст. 102 НК*

РФ), согласно которой поступившие в налоговые органы, органы внутренних дел, органы государственных внебюджетных фондов или таможенные органы сведения, составляющие налоговую тайну, имеют специальный режим хранения и доступа. Такого акта до сего времени нет, хотя данная норма действует с 1998 года.

Обозначенная автором неопределенность неизбежно приводит к злоупотреблениям со стороны отдельных должностных лиц, утечке информации, наносящей ущерб налогоплательщикам, и в целом свидетельствует о том, что государство пока не проявляет должной заботы об обеспечении информационной безопасности лиц, у которых оно в административном порядке истребует значительные объемы частной информации.

ЮРИДИЧЕСКАЯ КОНСУЛЬТАЦИЯ

С 1 января 2013 года вступает в силу Федеральный закон от 06.12.2011 № 402-ФЗ «О бухгалтерском учете»

Со дня вступления Закона в силу его применение станет обязательным, в частности, для коммерческих и некоммерческих организаций, государственных органов и органов местного самоуправления, органов управления государственных и территориальных внебюджетных фондов, индивидуальных предпринимателей и лиц, занимающихся частной практикой, филиалов и представительств иностранных и международных организаций, а также Центрального банка РФ.

От ведения бухгалтерского учета освобождены индивидуальные предприниматели и лица, занимающиеся частной практикой, а также филиалы и представительства иностранных организаций, при условии, если они ведут учет доходов и расходов в соответствии с законодательством о налогах и сборах.

Для участников проекта «Сколково» предусмотрена возможность применения упрощенных способов ведения бухгалтерского учета.

Законом устанавливаются требования к организации ведения бухгалтерского учета, определяется правовой механизм его регулирования, основанный на сочетании деятельности органов государственной власти (к которым отнесены уполномоченный федеральный орган и Центральный банк РФ) и негосударственных организаций.

Введены более жесткие требования к лицам, занимающимся ведением бухгалтерского учета в организациях, с учетом сферы их деятельности.

Формы первичных учетных документов и регистров бухгалтерского учета должны утверждаться руководителями экономических субъектов по представлению должностного лица, на которое возложено ведение бухгалтерского учета. Формы учета для организаций государственного сектора будут устанавливаться в соответствии с бюджетным законодательством.

*Источник: СПС «Консультант Плюс»
<http://www.consultant.ru/law/hotdocs/15967.html>
(дата обращения: 02.08.2012)*



УДК 316.354.2

Ю. В. МОРОЗЮК
С. Н. МОРОЗЮК

YU. V. MOROZYUK
S. N. MOROZYUK

САНОГЕННАЯ РЕФЛЕКСИЯ КАК ФАКТОР СТРЕССОУСТОЙЧИВОСТИ ПЕРСОНАЛА ОРГАНИЗАЦИИ

SANOGENNYKH REFLECTION AS A STAFF STRESS FACTOR

Аннотация. В статье рассмотрена структура ресурсности и отсутствие в ней такого показателя, как «эмоциональная компетентность», под которой подразумевается способность понимать свои собственные чувства, эмоциональные состояния других, правильно оценивать их, а также контролировать свои эмоции и конструктивно их выражать.

Ключевые слова: личность; саногенное мышление; саногенная рефлексия; эмоциональная компетентность; эмоциональная устойчивость; напряженность психическая; персонал; профессиональная работоспособность (ресурсность).

Abstract. This article discusses the resource structure and the lack of «emotional competence» in it by which is meant the ability to understand own feelings and emotional states of others, correctly assess them and control emotions and express them constructively.

Key words: personality; sanogennykh thinking; sanogennykh reflection; emotional competence; emotional stability; mental strength; personnel; professional performance (durability).

Ресурсность персонала мы понимаем не только как эффективность профессиональной деятельности работников, но и как их потенциальную возможность быть более результативными. В нашем понимании ресурсность представлена показателями здоровья, профессиональной и эмоциональной компетентностью, способностями, талантом. Отсутствие даже одного из показателей ресурсности значительно снижает возможность быть эффективным в профессиональной деятельности.

В данной статье мы рассмотрим отсутствие в структуре ресурсности такого показателя, как «эмоциональная компетентность», под которой мы, вслед за М. Райнольдсом, подразумеваем способность понимать свои собственные чувства, эмоциональные состояния других, пра-

вильно оценивать их, а также контролировать свои эмоции и конструктивно их выражать, используя их для того, чтобы управлять своим поведением¹. Для персонала организаций любых организационно-правовых форм одним из критериев «профессиональной нормы» является профессиональная эмоционально-волевая надежность, которая проявляется в психологической устойчивости, его способности к самоконтролю и эмоционально-психологической саморегуляции. Стресс является существенным фактором снижения ресурсности сотрудников.

Ганс Селье под стрессом понимал неспецифическую адаптационную реакцию организма на стрессогенный фактор. По его мнению, есть полезный стресс (эустресс) и неполезный (дистресс)².

¹ См.: Райнольдс М. Коучинг: эмоциональная компетентность / Пер. с англ. Центра поддержки корпоративного управления и бизнеса, 2003. 112 с.

² См.: Selye H. Stress, cancer and the mind. Cancer, stress and death, NY-L, 1981, pp. 11–21.

Открытие отечественными учеными Л. Х. Гаркави, Е. Б. Квакиной, Т. С. Кузьменко, И. А. Шихляровой новых антистрессорных реакций тренировки и реакций спокойной и повышенной активации существенно изменило понимание сущности стресса. Ученые доказали периодическую зависимость адаптационной реакции от силы и дозы действующего фактора. Организм человека на действие раздражителей (физических, психических и т. д.) отвечает одной из адаптационных реакций: на раздражители большой силы — стрессом, на раздражители слабой силы (дозы) — реакцией тренировки, на раздражители средней силы (дозы) — реакцией спокойной и повышенной активации³.

Источником стресса являются различные факторы, как внешние (условия труда, социальная и бытовая неустроенность, взаимоотношения с коллегами и близкими и т. п.), так и внутренние (жизненная философия, система личностных ценностей, стиль мышления).

Почему мышление может быть источником стресса?

Мышление, в соответствии с концепцией Ю. М. Орлова, рассматривается с позиций его влияния на качество жизни человека, в том числе и качество эмоциональной сферы. Основная функция мышления — обеспечение поведения и выживания, и от того, насколько хорошо мышление выполняет свою функцию, зависит благополучие человека. Если результатом мышления является поведение, переживание, приводящее к страданию и болезни, то такое мышление автор называет патогенным; если мышление направлено на достижение эмоционального благополучия — саногенным, то есть оздоравливающим.

В настоящее время существует ряд экспериментальных исследований, доказывающих позитивное влияние саногенного мышления на личность человека, результативность его деятельности, а также снижение тревожности, оптимизацию акцентуации характера, социально-психологической адаптации, повы-

шение академической успеваемости, развитии эмоциональной компетентности (В. А. Иванов, М. С. Козловская, В. В. Лысенко, С. Ф. Марчукова, С. Н. Морозюк, Н. В. Павлюченкова, А. В. Рассохин, Н. Ю. Стоюхина, Ю. А. Тотанов и др.).

В основе теории Ю. М. Орлова лежат психофизиологические исследования И. П. Павлова (условно-рефлекторная деятельность, теория классического научения), П. К. Анохина (обратная афферентация), Д. Н. Узнадзе (установка) и др.⁴

Согласно теории Ю. М. Орлова когнитивная структура эмоций выглядит следующим образом:

1. Мои ожидания относительно поведения другого;
2. Мое восприятие поведения другого;
3. Моя эмоциональная реакция, вызванная восприятием рассогласования моих ожиданий и реального поведения близкого мне или значимого для меня человека.

В когнитивной структуре эмоций заложены внутренние причины стресса. Чем больше рассогласование между моими ожиданиями относительно поведения другого и его реальным поведением, тем сильнее эмоция. В системе межличностных отношений всегда есть повод для переживаний, если ожидания относительно поведения партнера по общению не осознаются, если не отрефлексированы источники собственных ожиданий. Объектом размышлений, как правило, становится поведение другого, его личные качества, которые рассматриваются в качестве причины переживаний. Привычка приписывать другому человеку поведение, которое ему не свойственно, выстраивать нереалистичные ожидания — «ахиллесова пята» межличностных отношений.

Даже в современном менеджменте организаций именно этот аспект управленческой деятельности хотя и является проблемным, однако плохо поддается анализу и не поддерживается адекватными управленческими действиями.

Повышение рефлексивной культуры менеджера, его эмоциональной компетентности — ключ к решению данной проблемы.

³ См.: Гаркави Л. Х. Антистрессорные реакции и активационная терапия. Реакция активации как путь к здоровью через процессы самоорганизации / Л. Х. Гаркави, Е. Б. Квакина, Т. С. Кузьменко, А. И. Шихлярова. Екатеринбург: Филантроп, 2003. 336 с.

⁴ Орлов Ю. М. Саногенное (оздоравливающее мышление) / Серия: Управление поведением. Кн. 1. 2-е изд., исправ. М.: Слайдинг, 2006. 96 с.

Являясь когнитивным механизмом развития личности, рефлексия помогает осознавать не только собственные действия и поведение, но и изменять средства и основания деятельности с целью управления состоянием, его оптимизации. Следовательно, рефлексия следует рассматривать как способность субъекта осознавать, как он в действительности воспринимается и оценивается окружающими, что является важнейшим фактором адаптации. В исследованиях Л. И. Адамян, Ю. Н. Крайновой, В. В. Лысенко, С. Ф. Марчуковой, С. Н. Морозюк, Н. В. Павлюченковой, А. Л. Рудакова установлено, что саногенная рефлексия способствует снижению тревожности, повышению эффективности в деятельности, устойчивости личности к неблагоприятным внутренним и внешним факторам, стрессоустойчивости.

Рефлексия позволяет личности выйти за пределы собственного стереотипного мышления, осознать свою профессиональную позицию и эффективно выстраивать пространство конструктивного гуманистического взаимодействия

с субъектами профессиональной деятельности.

Освоение рефлексивной культуры предполагает освоение технологии саногенного (оздоравливающего) мышления в специальном обучении.

Суть метода по Ю. М. Орлову заключается в уместном применении умственных автоматизмов, изменении стереотипов мышления, ставших патогенными, изменении философии обыденной жизни, что, несомненно, приводит к конструктивному изменению поведения и отношений.

В этой связи можно сказать что стрессоустойчивость и устойчивость личности к неблагоприятным внутренним и внешним факторам — это способность контролировать свой ум, производящий образы и мысли.

Таким образом, ключом к повышению стрессоустойчивости персонала, достижению душевного равновесия, физического благополучия является осознание источника возникновения своих мыслей, чувств, эмоций, изменение этих мыслей и управление эмоциями, что непременно приводит к повышению ресурсности персонала, эффективности всей организации.

ЧИТАТЕЛЮ НА ЗАМЕТКУ

Изначально термин «саногенное мышление» вошел в психологию благодаря представителям когнитивной психотерапии Эллису и Беку. Теория саногенного мышления Ю. М. Орлова и когнитивная психотерапия сходны в том, что в обоих направлениях суть терапии заключается в смене стиля мышления. Однако саногенное мышление в отличие от когнитивной психотерапии предполагает не простую замену (аффермацию) одних патогенных установок на другие — саногенные, а обучение уместному использованию автоматизмов умственного поведения. Поэтому теорию Ю. М. Орлова можно рассматривать как более гуманистическую, так как она предлагает путь совершенствования не через отказ от себя (поскольку замена установок — отказ от индивидуальности), а через поиск ресурсов более адекватного функционирования в себе, гармонизацию интраперсональных и интерперсональных отношений посредством адекватности и уместности за счет гибкости мышления.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Гаркави Л. Х.* Антистрессорные реакции и активационная терапия. Реакция активации как путь к здоровью через процессы самоорганизации / Л. Х. Гаркави, Е. Б. Квакина, Т. С. Кузьменко, А. И. Шихлярова. – Екатеринбург : Филантроп, 2003. – 336 с.
2. *Орлов Ю. М.* Саногенное (оздоравливающее мышление) / Ю. М. Орлов. – Сер. : Управление поведением. – Кн. 1. – 2-е изд., исправ. – М. : Слайдинг, 2006. – 96 с.
3. *Райнольдс М.* Коучинг: эмоциональная компетентность. Пер. с англ. Центра поддержки корпоративного управления и бизнеса. – 2003. – 112 с.
4. *Selye H.* Stress, cancer and the mind. Cancer, stress and death, NY-L, 1981, pp. 11–21.

УДК 657.6

Е. Н. ВАРЛАМОВА
E. N. VARLAMOVA

СЕГМЕНТИРОВАНИЕ БУХГАЛТЕРСКОЙ ИНФОРМАЦИИ: ПРОБЛЕМЫ И ПУТИ РЕШЕНИЯ

SEGMENTATION OF ACCOUNTING INFORMATION: PROBLEMS AND SOLUTIONS

Аннотация. В статье рассмотрены наиболее часто изучаемые подходы к сегментированию бухгалтерской информации. Результаты анализа достоинств и недостатков исследуемых подходов позволили автору разработать и обосновать метод, представляющий собой синтез пообъектного и циклического подходов, который лежит в основе формирования программы аудита. Также предложены критерии, которым должен отвечать подход к сегментированию бухгалтерской (финансовой) отчетности.

Ключевые слова: аудит; сегменты информации; пообъектный подход; циклический подход; операционно-аналитический подход; критерии сегментирования.

Abstract. The article deals with the most examined approaches to segmentation of accounting information. Analysis of benefits and drawbacks of the examined approaches has allowed the author to develop and to justify a method which represents synthesis of per-object and cyclical approaches and underlying the audit program formation. There have been proposed criteria which an approach to segmentation of accounting (financial) information should meet.

Key words: audit; segments of information; item-by-item approach; cyclical approach; operational and analytic approach; segmentation criteria.

Вопрос о сегментах бухгалтерской информации затронут в бухгалтерском учете, где дано определение понятия «информация по сегменту». В соответствии с Положением по бухгалтерскому учету «Информация по сегментам» (ПБУ 12/2010) для целей бухгалтерского учета выделение сегмента заключается в обособлении информации о части деятельности организации, которая способна приносить экономические выгоды, результаты которой систематически анализируются и по которой могут быть сформированы финансовые показатели¹.

В ПБУ 12/2010 возможные сегменты разделены на четыре группы в зависимости от организационной и управленческой структуры компании, что представлено на рис. 1. В рамках

каждого сегмента возможно раскрытие следующей информации²:

- финансовый результат (прибыль или убыток) за отчетный период;
- общая величина активов на отчетную дату;
- общая величина обязательств на отчетную дату и прочие показатели.

Таким образом, информация о сегментах для целей бухгалтерского учета закреплена нормативным актом по бухгалтерскому учету (ПБУ 12/2010). Для целей аудита бухгалтерской (финансовой) отчетности данный вопрос не урегулирован на законодательном уровне, что сопровождается возникновением вопросов и служит основанием для дальнейшего изучения и исследования данной проблемы.

¹ См.: Приказ Минфина России от 08.11.2010 № 143н «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Информация по сегментам» (ПБУ 12/2010)». Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

² См.: Там же.

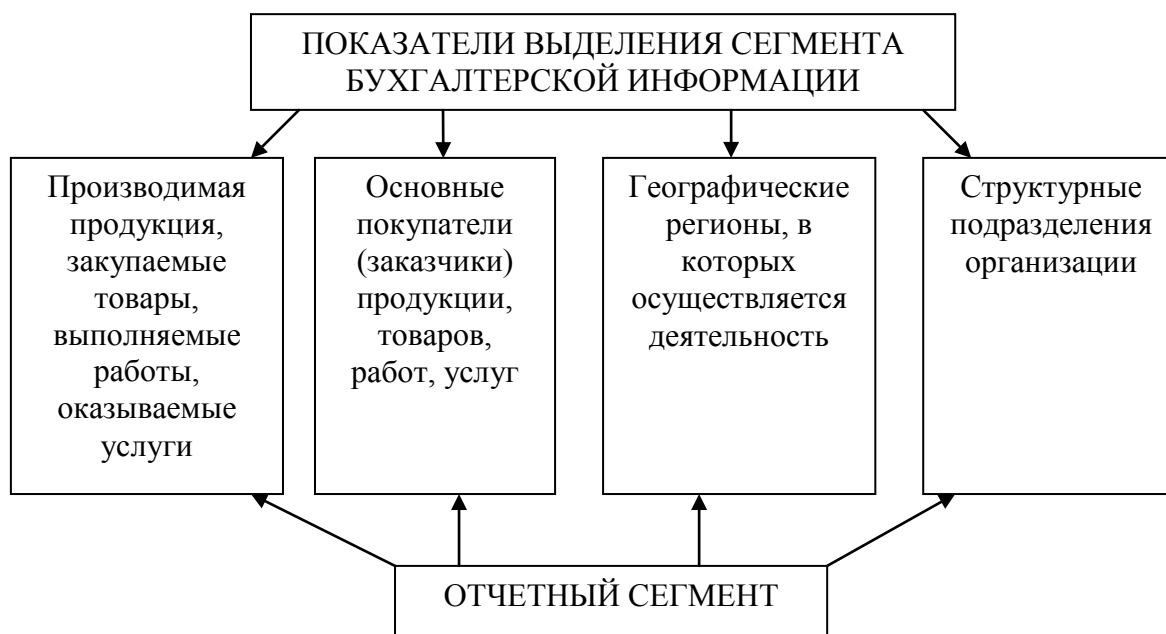


Рис. 1. Показатели выделения сегмента бухгалтерской информации согласно ПБУ 12/2010

Термин «сегменты информации» в аудиторской деятельности следует понимать как отдельные элементы бухгалтерского учета. В свою очередь, элементы бухгалтерского учета представляют собой отдельные хозяйственные операции с определением тех из них, которые будут подвергаться тестированию на соответствие предпосылкам подготовки бухгалтерской (финансовой) отчетности. Отобранные элементы обозначаются как сегменты аудита³. Для целей аудита выделение отдельных элементов бухгалтерской (финансовой) информации изучается в более узком смысле (более детализированный подход), чем для целей бухгалтерского учета. В ходе обзора литературы выделены два основных подхода к сегментированию информации, отвечающие указанным критериям, — пообъектный и циклический.

Суть пообъектного подхода заключается в том, что выделяемые сегменты аудита совпадают с объектами бухгалтерского учета. При пообъектном подходе бухгалтерская документация распределяется (сегментируется) между участниками проверки в соответствии с Планом счетов⁴: каждый сегмент состоит из одного или

нескольких счетов бухгалтерского учета, а все хозяйственные операции тестируются аудитором с точки зрения обособленного получения доказательств в отношении отдельных счетов или разделов бухгалтерского учета, например:

- аудит операций по учету основных средств (счет 01 «Основные средства»);
- аудит операций по учету материально-производственных запасов (счет 10 «Материалы») и т. д.

Следует отметить, что структура бухгалтерской (финансовой) отчетности также сформирована на основе пообъектного подхода.

Можно предложить следующее определение пообъектного подхода — метод в аудите, основанный на сегментировании бухгалтерской информации путем выделения отдельных элементов учета, соответствующих отдельным разделам учета или статьям бухгалтерской (финансовой) отчетности.

Применение данного подхода предполагает, что аудиторская проверка каждой хозяйственной операции проводится путем сбора доказательств, подтверждающих соответствие установленным критериям отдельных счетов бухгалтерского учета без выявления взаимосвязи между ними.

³ См.: Шеремет А. Д. Аудит: Учебник / А. Д. Шеремет, В. П. Суйц, 5-е изд., перераб. и доп. М.: ИНФРА-М, 2009. С. 340.

⁴ Приказ Минфина России от 31.10.2000 № 94н (в ред. от 08.11.2010) «Об утверждении Плана счетов бухгалтерского учета финансово-хозяйственной деятельности организаций и Инструкции по его применению». Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

При циклическом подходе происходит выделение в качестве сегментов аудита взаимосвязи между объектами учета, которые образуются при осуществлении хозяйственных операций. Каждый сегмент состоит из совокупности оборотов по счетам, связанным между собой содержанием хозяйственных операций и документооборотом. При этом циклы хозяйственных операций в качестве сегментов аудита выделяются с учетом масштабов и содержания основной и прочей деятельности аудируемого лица, применяемой системы бухгалтерского учета и документооборота. Таким образом, циклический подход — это метод в аудите, направленный на сегментирование бухгалтерской информации посредством установления взаимосвязи между счетами бухгалтерского учета и создания обособленных сегментов в виде циклов хозяйственных операций, формирование которых предопределено их содержанием.

Из приведенного можно сделать вывод, что основное различие исследуемых подходов заключается в объекте аудита: для пообъектного — это разделы и участки бухгалтерского учета, а для циклического — выделение отдельных циклов, сформированных на основе взаимосвязи между счетами бухгалтерского учета.

Цель проведения аудита, которая состоит в выражении мнения о достоверности бухгалтерской (финансовой) отчетности, будет выполнена при применении как пообъектного, так и циклического подходов. Однако перед аудиторской организацией встает вопрос выбора метода сегментирования бухгалтерской информации, способного обеспечить равновесие между должным выполнением требований закона⁵ и стандартами аудиторской деятельности⁶, условиями, предусмотренными договором и трудовыми затратами членов аудиторской группы.

Распределение участков аудита между чле-

нами аудиторской группы требует детального анализа и систематизации достоинств и недостатков исследуемых подходов (пообъектного и циклического), что в дальнейшем позволит разработать метод сегментирования бухгалтерской информации аудируемого лица, лежащий в основе формирования программы аудита.

Основные достоинства и недостатки пообъектного и циклического подходов к сегментированию бухгалтерской информации представлены в *табл. 1*.

Анализ информации, содержащейся в *табл. 1*, позволяет сделать вывод о том, что основной недостаток пообъектного подхода — это дублирование действий сотрудников аудиторской группы, что приводит к неоправданным затратам труда и времени. Именно эта проблема требует поиска альтернативных путей решения. Однако иной порядок формирования сегментов должен сохранить достоинства, характерные для пообъектного подхода.

При выборе циклического подхода сложность заключается в формировании циклов (позволяющих охватить

все хозяйственные операции организации), на основании которых возможна разработка унифицированной программы аудита, поскольку на стадии планирования для конкретной организации это потребует дополнительных затрат. Но тогда будет сведено к минимуму достоинство данного подхода, заключающееся в рациональном использовании труда и времени членов аудиторской группы.

Формирование циклов хозяйственной деятельности и содержание хозяйственных операций, которые входят в состав каждого из них, создают дополнительные проблемы для внедрения данного подхода в практику. Это связано с тем, что масштабы, специфика деятельности, а главное виды продаваемых товаров (выполня-

Основное различие исследуемых подходов заключается в объекте аудита: для пообъектного — это разделы и участки бухгалтерского учета, а для циклического — выделение отдельных циклов, сформированных на основе взаимосвязи между счетами бухгалтерского учета

⁵ См.: Федеральный закон от 30.12.2008 № 307-ФЗ «Об аудиторской деятельности». Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

⁶ Постановление Правительства РФ от 23.09.2002 № 696 (ред. от 27.01.2011) «Об утверждении Федеральных правил (стандартов) аудиторской деятельности». Доступ из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс».

Основные достоинства и недостатки пообъектного и циклического подходов

ДОСТОИНСТВА		НЕДОСТАТКИ	
Пообъектный подход	Циклический подход	Пообъектный подход	Циклический подход
1	2	3	4
<p>Позволяет более подробно и детально исследовать отдельные операции или группы хозяйственных операций, снизить риск обнаружения тех или иных ошибок в бухгалтерском учете и усиливает внутренний контроль над членами аудиторской группы</p> <p>Методически более удобно изложение материала с точки зрения анализа пообъектного подхода. Кроме того, практически все сложные вопросы бухгалтерского и налогового законодательства определены применительно к объектам бухгалтерского учета (достаточно обратиться к п. 25 НК РФ «Налог на прибыль организаций», положениям по бухгалтерскому учету и иным нормативным правовым актам)</p> <p>Простота и понятность для исполнителей (членов рабочей группы). При использовании пообъектного подхода также достаточно легко сформировать программу проверки, нет опасности игнорирования тех объектов учета, которые непосредственно не отражаются в отчетности</p>	<p>За счет исключения дублирующих процедур позволяет снизить затраты труда и времени, необходимые членам аудиторской группы для проведения аудиторской проверки. При циклическом подходе упрощается и отслеживание влияния отдельных ошибок на отчетность в целом: завышения или занижения оборотов, последовательно переносимых со счета на счет, можно просто суммировать</p> <p>Позволяет значительно сократить объемы внутреннего обмена информацией и с большей эффективностью выявлять искажения, так как ориентирован не на остатки, а на обороты по счетам. Искажения финансовой отчетности обычно появляются при совершении каких-либо хозяйственных операций (из-за их неверного отражения или неотражения в учете), поэтому аудитору целесообразно уделять больше внимания именно оборотам по счетам</p> <p>Минимизирует трудозатраты на стадии проведения аудиторской проверки в ходе сбора аудиторских доказательств</p> <p>Позволяет рационально распределять обязанности внутри аудиторской группы, избегая дублирования их действий</p>	<p>В основном изложение метода является более обезличенным и не учитывает специфику хозяйственной деятельности организаций</p> <p>Нерациональный метод, так как одни и те же финансово-хозяйственные операции и, соответственно, одни и те же документы, обеспечивающие образование взаимосвязей (корреспонденция счетов), могут проверяться различными членами группы аудиторов неоднократно с точки зрения разных сегментов аудита. Дублирование действий сотрудников аудиторской группы, кроме того, приводит к неоправданным затратам труда и времени</p>	<p>Осложняет возможность использования работы помощников аудитора на определенных участках бухгалтерского учета. Требуется более высокой квалификации членов аудиторской группы</p> <p>Необходимы большие трудозатраты на этапе планирования аудита, поскольку выделение циклов для отдельного хозяйствующего субъекта требует досконального изучения и понимания его деятельности</p> <p>Менее глубокое исследование отдельных хозяйственных операций или группы хозяйственных операций. Для выявления ожидаемой ошибки в сальдо на счетах необходимо обобщать результаты работы аудиторов, проверяющих различные циклы</p> <p>Сложность подхода и его затрудненное восприятие аудиторами, сформировавшиеся в условиях повсеместного применения (в учете, законодательстве, аудите) пообъектного подхода, практическая сложность выделения циклов второго и третьего уровней (подциклов)</p> <p>Отсутствие возможности разработки унифицированной программы аудита в виду сложности формирования циклов без учета специфики деятельности организаций и особенностей их учета</p>

емых работ, оказываемых услуг) ведут к варьированию аудиторских процедур, выполняемых в рамках каждого цикла, и должны быть приняты во внимание при разработке программы аудита, поскольку циклический подход требует учитывать специфику деятельности организации, даже в пределах одной отрасли хозяйства. В связи с этим вызывает сложность процесс формирования унифицированных циклов (с типовым перечнем аудиторских процедур), которые можно было бы применить для любой коммерческой организации.

Наличие хозяйственных операций в рамках цикла создаёт необходимость учитывать их вариативность при различных особенностях деятельности организации. Стадия планирования потребует тщательного изучения специфики, масштабов деятельности потенциального клиента и только после этого разработки на основе полученной информации циклов хозяйственной деятельности, что приведет к значительным затратам времени, которого, как правило, нет в распоряжении аудиторской организации. В итоге основное достоинство данного подхода, связанное со снижением длительности проведения проверки, будет сведено к нулю.

Стандарт аудиторской деятельности № 3 «Планирование аудита»⁷ требует разработки плана, на основании которого составляется программа аудита, представляющая собой набор инструкций для аудитора, а также выступает средством контроля и проверки надлежащего выполнения работы. В ходе аудита определяются участки учета, которые являются существенными для проверяемой организации и подлежат тщательному изучению. В результате программа аудита, в том числе процедуры проверки по существу и тесты средств контроля, должны быть заранее разработаны и утверждены аудиторской организацией. Исходя из рассчитанного уровня существенности по статьям бухгалтерской (финансовой) отчетности и профессионального мнения, принимается решение о проведении проверки тех или иных объектов учета. Проверка объектов учета подразумевает использование пообъектного подхода. Именно поэтому циклический подход

не получил широкого распространения среди аудиторских методик, связанных с сегментированием бухгалтерской информации.

Результаты изучения вопроса о выборе вариантов сегментирования бухгалтерской информации позволили разработать и обосновать метод, включающий в себя сильные стороны исследуемых ранее подходов. Кроме того, дальнейшие исследования дали возможность предложить новый подход к сегментированию бухгалтерской информации, который следует принять за основу создания типовой формы рабочих документов, составляющих стандартную структуру аудиторского файла и используемых в ходе аудиторской проверки. Таким образом, можно заключить, что **операционно-аналитический подход** — это аудиторский подход к сегментированию бухгалтерской информации, основанный на выделении отдельных разделов бухгалтерского учета посредством анализа хозяйственных операций аудируемого лица с целью исключения дублирования аудиторских процедур в рамках выделенных сегментов, что достигается через изучение взаимосвязи между счетами бухгалтерского учета и выделение в качестве отдельных сегментов разделов бухгалтерского учета. Соответственно, суть операционно-аналитического подхода заключается в исключении из сегментов информации дублирующих процедур посредством изучения и анализа взаимосвязи между счетами бухгалтерского учета, что позволит обеспечить решение задач, поставленных в ходе проверки. Данный подход основан на анализе существенных счетов бухгалтерского учета и изучении содержания хозяйственных операций с целью дальнейшего применения шаблона аудиторских процедур при проведении проверки по существу. Таким образом, операционно-аналитический подход будет включать несколько этапов:

1) на стадии планирования предлагается выполнить аналитические процедуры в соответствии со Стандартом аудиторской деятельности № 20 «Аналитические процедуры»⁸, которые будут включать в себя выделение существенных счетов, их анализ на предмет выявления

⁷ См.: Постановление Правительства РФ от 23.09.2002 г. № 696 (ред. от 27.01.2011). Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

⁸ См.: Там же. Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

нетипичных хозяйственных операций, взаимосвязи между счетами бухгалтерского учета через двойную запись. Выявление и анализ новых нетипичных операций, которые должны быть подвергнуты проверке обособленно, независимо от выделенных сегментов учета;

2) на втором этапе предлагается осуществлять аналитические процедуры по обнаружению и исключению из рабочих документов дублирующих процедур по взаимосвязанным счетам бухгалтерского учета с целью сокращения объема заполняемой рабочей документации и снижения нагрузки, связанной с дополнительной работой. Блочная структура счетов в разрезе хозяйственных операций позволяет исследовать отдельные операции, одновременно подвергая тестированию дебет и кредит разных счетов. При этом следует учитывать, что основное содержание того или иного процесса указывает на то, какие дебетовые или кредитовые обороты тех или иных счетов следует проверять в качестве основных, а какие подтверждаются косвенно. Так, например, хозяйственная операция по приобретению товара в качестве основного предполагает дебетовые обороты по счету 41 «Товары», в качестве косвенных — кредитовые обороты счетов расчетов. В процессе отражения хозяйственной операции получения дохода и формирования финансовых результатов основными являются кредитовые обороты счетов реализации, счетов расчетов по налогам, косвенными — дебетовые и кредитовые обороты счетов расчетов, дебетовые обороты счетов денежных средств, дебетовые обороты счетов реализации;

3) на следующем этапе производится оценка рисков существенного искажения бухгалтерской (финансовой) отчетности и формирование аудиторских процедур в ответ на оцененные риски;

4) далее следует этап построения плана и программы аудита с учетом проведенных ранее корректировок;

5) следующий этап предполагает проведение тестов средств внутреннего контроля. Изучение и анализ циклического подхода показали, что применение тестов средств внутреннего контроля по выделенным циклам, исходя из особенностей деятельности организации, является наиболее приемлемым методом тестирования;

б) завершающим этапом является проведение процедур проверки по существу. Процесс формирования процедур проверки по существу в рамках отдельных сегментов бухгалтерской информации позволит в дальнейшем применить его при сегментировании бухгалтерской информации и самостоятельно разработать и сформировать программу аудита по выделенному участку, а также избежать дублирования действий между членами аудиторской группы.

Следует также отметить, что в практической деятельности подлежат разработке рабочие документы по каждому сегменту в рамках операционно-аналитического подхода и их дальнейшему утверждению во внутреннем стандарте аудиторской организации.

Дальнейшее внедрение в практику деятельности аудиторских организаций операционно-аналитического подхода позволит достичь определенных результатов, связанных с сегментированием бухгалтерской информации, а именно:

1. Ряд счетов бухгалтерского учета подвергается косвенному тестированию через взаимосвязанные счета. В качестве косвенных дебетовых и кредитовых оборотов (с учетом специфики деятельности проверяемой организации) возможно подвергнуть проверке следующие счета:

- 60 «Расчеты с поставщиками и подрядчиками»;
- 62 «Расчеты с покупателями и заказчиками»;
- 76 «Прочие дебиторы и кредиторы»;
- 91 «Прочие доходы и расходы».

В связи с этим такие разделы бухгалтерского учета, исследуемые в качестве сегментов информации при применении пообъектного подхода, как учет расчетов с дебиторами, с кредиторами, прочие доходы, прочие расходы, будут исследованы при операционно-аналитическом подходе через взаимосвязанные счета, что представлено на *рис. 2*. Процедуры по данным сегментам рекомендуется прописать наиболее тщательно во избежание поверхностного изучения данных счетов.

2. Исключение дублирования действий членов аудиторской группы посредством предварительной корректировки состава аудиторских процедур в рамках каждого сегмента. Например: аудит поступления товаров не предполага-

ет проверку отражения в бухгалтерском учете операций по списанию товаров в результате их продажи или иного выбытия. Данные аудиторские процедуры проводятся при проверке сегмента «Операции по формированию выручки, затрат и финансового результата».

3. Создание базы для разработки унифицированного подхода и, как следствие, отсутствие привязки к виду деятельности организации (в рамках общего аудита).

4. Доступность в разработке типовых рабочих документов, на основании которых формируются программы аудита.

5. Основа для дальнейшей разработки типовой программы аудита.

Изложенное дает основания заключить, что операционно-аналитический подход позволит разработать рабочую документацию, определяющую последовательность действий аудиторов, и является наиболее приемлемым при осуществлении сегментирования бухгалтерской информации в ходе проведения аудита коммерческих организаций. Предложенный вариант может стать основой разработки аудиторской организацией собственных внутренних стандартов по аудиторской проверке бухгалтерской (финансовой) отчетности и стандартизации пакета рабочих документов, определяющих перечень аудиторских процедур для проведения аудита.

Дополнительным обоснованием актуальности внедрения операционно-аналитического подхода в практику аудиторской деятельности является тот факт, что для аудита одним из наиболее существенных аспектов является вопрос о том, как провести аудит качественно и своевременно, то есть получить и собрать достаточное количество аудиторских доказательств для выражения мнения о достоверности бухгалтерской (финансовой) отчетности за минимальное время. Таким образом, цель аудита заключается в одновременном решении трех взаимосвязанных задач, которые в то же время выступают ее

основными критериями:

- собрать достаточное количество надлежащих доказательств о достоверности бухгалтерской (финансовой) отчетности во всех существенных отношениях для формирования аудиторского мнения, затратив при этом минимальное количество времени;

- обеспечить проведение аудита за разумную цену;

- заработать прибыль аудиторской организации.

В данном случае основную цель предпринимательской деятельности, связанную с извлечением прибыли, можно скорректировать на специфику аудита, что будет заключаться в дополнительной цели, направленной на получение достаточного количества аудиторских

доказательств за разумное время и цену. В соответствии с требованиями Стандарта аудиторской деятельности № 3 «Планирование аудита»⁹ работа аудитора должна быть выполнена с оптимальными затратами, качественно и своевременно, тем самым устанавливаются три критерия рабо-

ты аудитора: оптимальные затраты, качество, своевременность. Технология проведения аудиторской проверки требует расчета затрат, определяющих критерий оптимизации для аудиторской организации. Теоретически определение затрат не представляет особой сложности, однако практическая оценка составляющих затрат может быть весьма затруднена.

Исходя из специфики аудиторской проверки, показателем измерения затрат может служить время (дни и часы) работы аудиторов, затраченное на проведение проверки. Однако на практике возникают затраты, не связанные с показателем времени. Например, если аудитор рассматривает вопрос о проведении за свой счет рассылки запросов, то дополнительные расходы, не связанные с оплатой труда членов рабочей группы, могут сравниться с

Операционно-аналитический подход позволит разработать рабочую документацию, определяющую последовательность действий аудиторов, и является наиболее приемлемым при осуществлении сегментирования бухгалтерской информации в ходе проведения аудита коммерческих организаций

⁹ См.: Постановление Правительства РФ от 23.09.2002 № 696 (ред. от 27.01.2011). Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

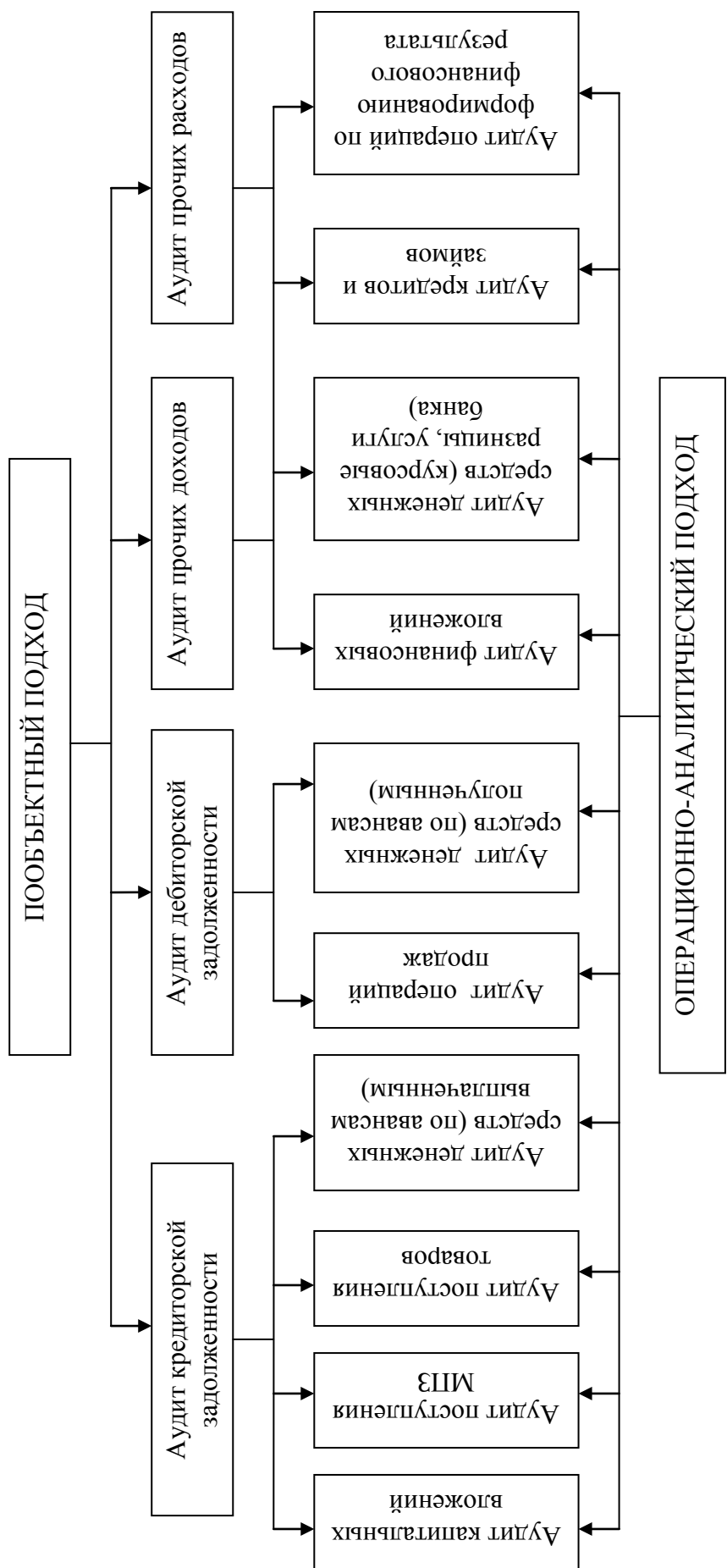


Рис. 2. Взаимосвязь между пообъектным и операционно-аналитическим подходами через сегменты аудита

временным наймом дополнительных сотрудников. Следовательно, прочие затраты можно привести к временному показателю путем сопоставления с альтернативными процедурами, требующими лишь затрат времени, и с часовой ставкой оплаты труда аудитора. Трудность измерения вмененных издержек обуславливает важность учета и минимизации всех прямых затрат рабочего времени. Затраты времени аудиторов нужно рассматривать и с точки зрения упущенной выгоды, так как такой подход учитывает альтернативные (вмененные) издержки, связанные с потерей заказов (например, более высокооплачиваемых). Поэтому аудитору необходимо учитывать затраты времени на проверку, даже если договором установлена почасовая оплата труда.

Таким образом, одним из наиболее важных показателей измерения затрат времени на проведение аудиторской проверки, по нашему мнению, следует считать коэффициент проверки, показывающий объем информации, который будет подвергнут проверке за один человеко-час. Воспользуемся математическим аппаратом формализации данного определения, что выразим в виде следующей формулы:

$$K = \frac{Q_1 + Q_2 + Q_3 + \dots + Q_n}{N_1 + N_2 + N_3 + \dots + N_n} \quad (1)$$

где K — коэффициент проверки;

$(Q_1, Q_2, Q_3 \dots Q_n)$ — объем информации (выборка) по каждому сегменту аудита;

$(N_1, N_2, N_3 \dots N_n)$ — количество человеко-часов по каждому сегменту аудита.

С помощью преобразований формулы (1) получим аддитивную модель коэффициента проверки, которой можно воспользоваться при выборе подхода к сегментированию бухгалтерской информации:

$$P = \frac{\sum_{i=1}^n Q_i}{\sum_{i=1}^n N_i} \quad (2)$$

где n — число сегментов аудита.

Таким образом, внедрение операционно-аналитического подхода позволит, с одной стороны, не менять сложившуюся практику применения пообъектного подхода, но с другой — повысит производительность работы

членов аудиторской группы за счет снижения затрат времени на проведение проверки (за счет исключения дублирующих процедур) при прочих равных условиях.

Теоретические исследования возможных вариантов выбора подхода при постановке определенных задач, как правило, на практике сталкиваются с проблемой, связанной с разработанной и применяемой аудиторской организацией типовой программой аудита. Наиболее часто организации используют типовую программу, в основе которой лежит применение пообъектного подхода. В случае если постановка задач определяет наиболее удобным использование циклического подхода, это приведет к необходимости разработки программы аудита, направленной на выделение циклов деятельности, что потребует значительных затрат труда и времени высококвалифицированных специалистов и тем самым сведет к минимуму пользу от применения циклического подхода. В связи с этим на практике наиболее приемлемым окажется тот метод, который уже разработан в аудиторской организации, закреплен во внутренних стандартах, оформлен и утвержден в качестве рабочей документации и успешно применяется в аудиторской деятельности.

Таким образом, основной целью разработки подхода к сегментированию бухгалтерской информации является выбор варианта, при котором аудиторская организация сможет сформировать перечень аудиторских процедур, разработать рабочие документы и наиболее успешно применить в работе. Если основная цель — исследование на практике внедрения операционно-аналитического подхода, который представляет собой синтез и взаимосвязь достоинств пообъектного и циклического подходов и является некой модификацией комбинированного подхода, то необходимо проанализировать влияние его разработки и апробации на критерии, которые определяют применение данного подхода.

На наш взгляд, подход к сегментированию бухгалтерской информации должен, по возможности, отвечать следующим критериям:

- единообразия;
- учет многообразия условий хозяйственных экономических субъектов;
- простота и ясность;

- непротиворечивость и возможность последовательного применения;

- рациональность и эффективность с позиции трудоемкости.

Суть первого критерия заключается в том, что подход к сегментированию, будучи использованным аудиторами с разными профессиональными оценками и опытом, должен давать приблизительно одинаковый результат.

С другой стороны, всякое единообразие предполагает исключение из рассмотрения специфических особенностей экономических субъектов, что является важным условием для разработки и формирования подхода.

Критерии простоты, ясности и непротиворечивости обусловлены как требованиями формального характера, так и необходимостью сохранения экономического смысла выводов, лежащих в основе решений пользователей бухгалтерской (финансовой) отчетности.

Критерий рациональности связан в первую очередь с тем обстоятельством, что от подхо-

да к сегментированию бухгалтерской информации будут зависеть характер и виды аудиторских процедур, а значит, и трудоемкость проверки. Поэтому применяемый подход к сегментированию бухгалтерской информации должен, с одной стороны, обеспечить правильную основу для принятия решений пользователей бухгалтерской (финансовой) отчетности, а с другой стороны, не увеличивать трудоемкости проверки. В противном случае при резком увеличении трудоемкости проверки аудитор будет вынужден манипулировать видами аудиторских процедур или игнорировать установленную программу аудита по каждому разделу, тогда применение выбранного подхода к сегментированию информации в ходе проверки окажется малоэффективным.

Как нам представляется, обозначенные критерии должны стать основой разработки внутреннего стандарта, определяющего порядок сегментирования бухгалтерской информации при аудите организаций оптовой торговли.

ЛИТЕРАТУРА

1. Шеремет А. Д. Аудит: Учебник / А. Д. Шеремет, В. П. Суйц. – Изд. 5-е, перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2009. – 448 с.

**АНАЛИЗ ОСОБЕННОСТЕЙ УПРАВЛЕНИЯ ОБМЕНОМ ЗНАНИЯМИ
МЕЖДУ ПРОЕКТНЫМИ ГРУППАМИ****ANALYSIS OF PROCESS SPECIFICS IN KNOWLEDGE SHARING
BETWEEN PROJECT GROUPS**

***Аннотация.** Статья посвящена анализу особенностей управления обменом знаниями между проектными группами. Автор рассмотрел сущность обмена знаниями в проектной деятельности, их роль на каждом этапе проекта и связь с процессами управления проектами. В статье также отражено сравнение проектных групп с социальными сетями и профессиональными сообществами. В рамках данной статьи были показаны особенности обмена знаниями в проектной деятельности.*

***Ключевые слова:** управление знаниями; управление проектами; распространение знаний; профессиональные сообщества.*

***Abstract:** The article is dedicated to analysis distinctive points of the sharing knowledge between project teams. The author has explored the nature of knowledge sharing in project management, its role at each stage of the project, and relationship with the processes of project management. This article also shows comparing the project teams with social networks and professional communities. In the context of this article was showed distinctive points of the sharing knowledge in project activities.*

***Key words:** knowledge management; project management; sharing knowledge; communities of practices.*

Обмен знаниями в современных условиях способен существенно повысить эффективность и качество создаваемого экономического блага как в организации в целом, так и в отдельном проекте этой организации. Необходимо также отметить, что обмен знаниями является одним из основных факторов успешного инновационного процесса. Множество компаний используют проектные группы не только при предоставлении консалтинговых или аутсорсинговых услуг своим клиентам, но также для временной концентрации квалифицированных кадров с целью создания инновационных продуктов. Наличие множества проектных групп в организации обуславливает возможность построения между ними общей коммуникации, а также создания единой информационной платформы для эффективного обмена знаниями. В то же время необходимость в более глубоком изучении особенностей процессов распространения, передачи и обмена знаниями становится

все более актуальной.

Сферы применения проектного подхода разнообразны и многочисленны. Быстро меняющиеся рыночные условия, особенно в период кризиса национальных и мировых экономик, «жесткая» конкуренция, сокращение срока выхода на рынок являются предпосылками к частичному или полному использованию методологии управления проектами. Она находит в современных экономических системах с экономикой, основанной на знаниях, широкое применение для решения как комплексных, так и для сравнительно простых специфических задач.

Сущность обмена знаниями в проектной деятельности. Рассматривая сущность проектной деятельности, ее можно сформулировать как планомерную, систематическую и построенную на методических правилах деятельность в определенных организационных рамках с целью получения уникальных знаний, идей и ре-

зультатов. Основываясь на этом, а также признаках проекта¹, мы можем определить цель обмена знаниями в проектной деятельности как обеспечение создания уникального целевого результата в ограниченном промежутке времени с использованием максимально возможного количества выделенного и привлеченного интеллектуального ресурса. Несмотря на ограничения, которые свойственны проектной деятельности, достижение поставленной цели проекта возможно только при условии грамотного управления, а именно «приложения знаний, опыта, методов и средств к работам проекта для удовлетворения требований, предъявляемых к проекту, и ожиданий его участников»².

Проектная деятельность не может существовать без организации каких-либо взаимодействий индивидуумов, группы, то есть без субъектов коммуникации. Поэтому мы можем в качестве участников обмена знаниями определить: членов команд, заинтересованных лиц проекта, а также привлечённых экспертов. Основным инструментом обмена знаниями является коммуникация, которая осуществляется как с помощью информационно-коммуникационных технологий, так и через неформальную,

«живую» форму. С помощью коммуникации происходит трансформация знаний³ посредством социального взаимодействия (обмена знаниями), в котором явное знание переходит в неявное и обратно, увеличиваясь при этом как качественно, так и количественно. Однако на каждом этапе проекта соотношение этих характеристик будет различным.

Роль обмена знаниями в рамках проекта.

В рамках методологии проектного управления PMBoK (Project Management Body of Knowledge), разрабатываемой американским институтом PMI (Project Management Institute), существуют 5 ключевых групп, которые содержат основные процессы (макропроцессы) для управления проектами: процессы инициирования проекта, планирования, исполнения, мониторинга и контроля, завершения. В совокупности эти группы обеспечивают управление всем жизненным циклом проекта. Для каждого этапа обмен знаниями будет иметь свое значение, требующее внимательного изучения. В таблице представлены этапы жизненного цикла проекта и роль обмена знаниями на каждом из них.

Роль обмена знаниями может быть пред-

Таблица

Описание роли обмена знаниями в жизненном цикле проекта

Жизненный цикл проекта	Группы процессов управления проектами	Роль обмена знаниями в проекте	Примечание
Инициирование	Инициирования	Коммуникационная	Коммуникативная функция
Концепция	Планирования	Социализированная	Поиск необходимых знаний в информационных хранилищах компании
Планирование		Техническая	Перенос формализованных знаний в проект
Реализация	Исполнения	Креативная	Наполнение информационного потока
	Мониторинга, контроля		Отслеживание информационного шума, оценка информационного потока
Завершение	Завершения	Аналитическая	Обработка информационного потока и удаление ненужной информации, консолидация и формализация полученных знаний.

¹ См.: Фунтов В. Управление проектами развития фирмы. Теория и практика. СПб.: Питер, 2009. С. 96–100.

² См.: Руководство к своду знаний по управлению проектами (руководство PMBoK). Четвертое издание / Пер. с англ. М.: PMI, 2008. С. 13.

³ См.: Нонака И. Компания — создатель знания. Зарождение и развитие инновации в японских фирмах / И. Нонака, Х. Такеучи / Пер. с англ. М.: Олимп-бизнес, 2003. С. 90–102.

ставлена как аналитическая (помогает консолидировать и сохранить знания), коммуникационная (предоставляется в виде обмена мнениями), креативная (помогает создать знания), социализированная («мозговая атака»), и как только техническая (в виде поиска в хранилищах знаний). В *таблице 1* показано, что в различных группах макропроцессов по управлению проектом значимость обмена знаниями различна. Каждая группа имеет свою особенность и интенсивность в использовании ресурсов:

- *Процессы инициирования проекта* — принятие решения о проекте, идентификация заинтересованных лиц. Процесс обмена знаниями обеспечивает обмен опытом между управленческой командой, экспертами и лицом, принимающим решение. Процесс в основном происходит в рамках взаимодействия посредством совещания, видеоконференции. Интенсивность обмена знаниями в основном минимальна. Роль коммуникационная.

- *Процессы планирования* — определение основных бизнес-целей, содержания, действий для достижения этих целей. В рамках разработки концепции проекта используются методы мозгового штурма, творческие группы, экспертные системы, поиск и использование формализованных знаний, хранящихся в информационных системах. Интенсивность обмена знаниями высокая. Роль техническая и социализированная.

- *Процессы исполнения* — реализация проекта. Взаимодействия между участниками проекта и заинтересованными лицами происходят наиболее часто, в связи с этим можно заключить, что в данной части проекта обмен знаниями наиболее интенсивен. Участники в ежедневной своей деятельности создают информационное поле, которое и является предметом обмена знаниями между ними. Роль креативная.

- *Процессы мониторинга и контроля* — регулярная оценка развития проекта и мониторинг отклонений от плана проекта. Исследование и мониторинг информационного потока, выделение ключевых знаний из большого количества информации и удаление информационного шума являются целью управления обменом знаниями в ходе этих процессов. Например, обработка и извлечение знаний из их носителей (по

Луману) осуществляется с помощью трех видов селекции: селекции информации, селекции сообщения этой информации, селективное понимание (осознание или неосознание) этого сообщения и его информации⁴. Роль креативная.

- *Процессы завершения проекта* — формализация продукта, услуги или результата. На стадии завершения проекта управления обменом знаниями осуществляется выделение ключевых кусков информации из информационного потока, консолидация информации и полученных знаний, созданных в ходе проекта, и представление их в формализованном виде. Оценка значимости созданного знания для организации с целью его дальнейшего хранения и использования определяется также на этой стадии. Интенсивность обмена знаниями в ходе этих процессов небольшая. Роль аналитическая.

Резюмируя вышесказанное, можно отметить, что каждый этап проекта имеет разную интенсивность в процессе обмена знаниями и разное предназначение. Процесс обмена знаниями происходит не только в рамках одного проекта, но и между ними. Временное ограничение, которое свойственно проектной деятельности, играет даже положительную роль. При завершении каждого проекта происходит консолидация и формализация знаний, что способствует обновлению и оценке знаний, хранившихся в организации. Жизненный цикл проекта с его ограничениями придает некоторую особенность процессу управления обменом знаниями между проектными группами и внешними заинтересованными лицами.

Проектные группы и проектный офис. Отслеживать поток знаний между проектами должны руководители проектов вместе с единым центром управления проектной деятельностью. В методологии управления проектами такой центр представлен как офис управления проектами. Основной ролью проектного офиса является централизованное руководство проектами, планирование ресурсов, формирование приоритетов между проектами и оказание влияния на основные контрольные точки проекта. Проектный офис как подразделение организации можно рассматривать в трех аспектах в рамках обмена знаниями между проектными

⁴ См.: Луман Н. Социальные системы. Очерк общей теории. СПб.: Наука, 2007. С. 195–202.

группами: организационном, техническом и социальном. При организационном аспекте проявляется его функциональная роль: создание единой среды взаимодействия участников различных групп, в которой проектный офис осуществляет распространение единой методологической базы, стандартов, документов, а также производит анализ сложных задач и ведет архив проектов, где хранятся полученные знания в формализованном виде. В техническом плане проектный офис обеспечивает единую информационную платформу, в которой происходит взаимодействие участников проектных групп, а также содержит инструменты поиска и извлечения знаний в базе знаний проектов и средства обработки информационных потоков. Социальный аспект проявляется в создании открытой и свободной атмосферы взаимодействия, мотивировании членов команд к распространению и передаче собственных знаний, улучшении психологического фона сотрудников.

Проектные группы и социальные сети. Кроме проектных групп во многих крупных компаниях существуют определенные неформальные образования, выделенные многими авторами как «тематические группы» (thematic groups), «корпоративные социальные сети» (social network), «сообщества профессионалов» (communities of practices), образующиеся для обсуждения общих проблем, задач или интересов⁵. Социальную сеть можно определить как социальную структуру, состоящую из группы узлов (в теории графов именуемых вершинами), которые являются социальными объектами (люди или компании), и связей между ними. Специализированные социальные сети, к которым некоторые авторы⁶ относят как раз профессиональные сообщества, обеспечивают взаимодействия индивидов с едиными интересами из разных организаций, преследуя практические цели. Организациями, которые одними из первых стали развивать такие сообщества, являются IBM, Microsoft, HP. В компаниях с децентрализованной структурой сообщества способствуют объединению экспертов, работающих в разных странах, для выработки общей терминологии, понятий, идей. Проект-

ные группы среди них являются более формализованными, но в тоже время их уже трудно адекватно описать в рамках классической теории, так как они приобретают все больше черт от сетей. Размытие групповых границ происходит не только благодаря информационным технологиям и удаленному взаимодействию участников проекта: временные или удаленные формы работы, когда участники имеют рабочее место в других компаниях (особенно часто это используется в консалтинговых компаниях), электронные средства коммуникации, — но и из-за растущей роли внешних связей. Размытость приводит к необходимости пересмотра традиционного представления о проектных группах и выделения ключевых особенностей:

1) участники проектов больше не являются отдельными изолированными группами с четкими границами взаимодействия. К примеру, реальная картина совместной работы в проекте простирается намного дальше, чем это было зафиксировано в проектной документации;

2) представление о рабочей группе, как о едином и сплоченном коллективе, в котором все его участники подчиняются одним и тем же нормам, должно уступить место признанию неоднородности групп, которая в связи с временными ограничителями проекта не может быть преодолена в рамках его деятельности, что делает групповую идентичность неустойчивой, постоянно трансформируемой участниками;

3) представление о группах только со стороны чисто социально-организационного взаимодействия становится некорректным. Глубокое проникновение информационных технологий, новых средств коммуникации и влияние внешних экономических факторов требуют разработки новой комплексной модели.

Классические модели формирования группы предполагают, что при ее планировании состав участников собирается на основе единых целей проекта, после чего формируется ролевая модель на основе их взаимодействия. Рассматривая особенность взаимодействия в сетях, можно увидеть коренное их отличие: все участники преследуют свои собственные цели при обмене знаниями, опытом и оказании помощи

⁵ См.: *Adamic L., Adar E.* How to search a social network. *Social Networks*, no. 27 (3), 2005, pp. 187–203.

⁶ См., напр.: *Nickols F.* Communities of practice: Definition, indicators & identifying Characteristics. URL: <http://www.nickols.us/CoPOverview.pdf> (дата обращения: 25.12.2011).

друг другу для решения задач. Продолжительность взаимодействия при этом имеет долгосрочный характер, вне рамок конкретной темы, цели, проекта, что позволяет им участвовать во многих дискуссиях, не снижая при этом свою эффективность, в отличие от классического взаимодействия участников проекта, предполагающего временный характер, после которого участники распадаются при достижении единой цели. Развивая сетевые особенности в проектной деятельности можно повысить эффективность совместного взаимодействия, используя весь потенциал организации и внешних экспертов в интересах проекта, то есть способность командных групп использовать знания, опыт и связи их знакомых для достижения целей проекта. Руководитель проекта при таком взаимодействии должен стать, во-первых, арбитром, оценивающим ценность полученных знаний для проекта, во-вторых, «предпринимателем», обеспечивающим взаимовыгодную совместную деятельность заинтересованных лиц, в-третьих, активным звеном, которое бы находило, знакомило и связывало между собой участников различных групп, сотрудников организации и экспертов, которые имеют необходимые знания, опыт и возможности. В управлении знаниями такую роль играют брокеры знаний⁷, которые находят и устанавливают связь между различными сообществами и неформальными группами, с помощью которой распространяются и передаются знания.

Следует назвать еще одну особенность проектных групп, отличающую их от социальных сетей и профессиональных сообществ, — это мотивационная составляющая. Основываясь на утвержденных правилах, руководитель может оказывать легитимное влияние на участников взаимодействия, используя принуждающие и вознаграждающие подходы в управлении. При этом возникает необходимость в выборе

эффективного руководителя, способного формировать доверие к себе, создавать свободную среду обмена знаниями, поощряя взаимодействие групп. Его цель — создание условий для участников, при которых мотивировалось бы формирование и использование личных связей для выполнения задач проекта.

Здесь полагаем необходимым отметить, что на получение участниками проекта быстрого доступа к необходимой информации влияют три основных фактора: структурные характеристики, содержательные характеристики информационных систем организации, личные характеристики участника и его окружение. Чем большее количество сотрудников организации знает участник, тем большую информацию, представляющую различный спектр мнений, он сможет получить.

Рассматривая историю развития проектной деятельности в мире, стоит отметить, что проекты были успешными в основном потому, что в них царил атмосфера доверия и интенсивного обмена знаниями

Эффективность сотрудников, сталкивающихся с новыми для них задачами, тесно связана с наличием большого количества связей, через которые они могут получить помощь и поддержку. Формирование личных связей является основной, которая присуща социальным сетям и которую

можно использовать в проектах. Эта особенность, вместе с явной мотивирующей поддержкой со стороны руководства проекта, повышает эффективность в процессе управления обменом знаниями между проектными командами. Чем больше диверсифицированы будут личные связи участников проекта, тем более разнородную информацию они смогут обработать.

Кроме интенсивности встреч, на эффективность также влияет доверие членов команд друг к другу. Фактор доверия позволяет по-новому взглянуть на процесс распространения и обмена знаниями в пределах организации. Многие люди, как из внутренней, так и внешней конъюнктуры, не желают делиться своими знаниями, особенно если к этому не располагает атмосфера в проектной группе. Для повышения уровня доверия необходимым является прове-

⁷ См. об этом: Verona G., Prandelli E., Sawhney M. Innovation and virtual environments: Towards virtual knowledge brokers. Organization Studies, 2006, no. 27 (6), pp. 765–788.

дение различных мероприятий, например, тренингов, создание свободной и открытой среды передачи знаний. Рассматривая историю развития проектной деятельности в мире, стоит отметить, что проекты были успешными в основном потому, что в них царил атмосфера доверия и интенсивного обмена знаниями, то есть была высокая степень гласности. Определенная формальная зависимость участников проекта, тесное взаимодействие из-за временного ограничения способствуют быстрому росту их взаимопонимания, а также «расширению» сфер их компетенции, что приводит к принятию более взвешенных управленческих решений. Доверительные и налаженные внешние связи проекта играют важную роль в достижении целей и решении групповых задач. Так, результаты проведенных исследований свидетельствуют, что наибольшей производительности добивались те проектные группы, которые смогли определить, в каких знаниях они нуждаются, что позволило быстро построить доверительную сеть контактов с другими группами.

Проектные группы и профессиональные сообщества. Профессиональные сообщества являются своего рода тоже командой, возникшей с помощью людей, работающих в одной области или имеющих общие ценности и опыт в определенных областях. Как было отмечено ранее, проектные структуры ограничены во времени, поэтому у них нет времени для формирования общих ценностей и представлений, которые свойственны сообществам профессионалов, и это отличает их от проектов. К тому же участники проекта могут даже не иметь предшествующего опыта совместной деятельности и принадлежать различным организациям. В таких группах распространение и обмен знаниями происходит на основе минимальных общих представлений и правил. Если представить этот процесс, то он будет выглядеть как синергия разнообразных мнений и неоднородных интерпретаций. Взаимодействие будет происходить не на основе профессиональных традиций и стандартов, а методом проб и ошибок для быстрого решения комплекса задач проекта. Поэтому для обмена и распространения знаний требуется общая информационная платформа, позволяющая производить интенсивные взаимодействия, быть понятной для

всех ее участников и обеспечивать высокую доступность членов команд друг с другом.

Проектные группы и профессиональные сообщества имеют много общего, в то же время суть управления обменом знаниями у них значительно отличается. Целью любого проекта является достижение поставленных задач, поэтому интересы проектных групп будут обусловлены скорейшим решением задач и созданием продукта в обозначенный срок. К примеру, для быстрого поиска необходимой информации участник, исследуя разнообразные форумы, сообщества, анализируя информационный поток, не будет вступать в практические или научные обсуждения, даже если предметом сообщения является его сфера деятельности: главное найти нужную информацию и применить ее в работе. Ключевым фактором интеграции знания в проекте будет являться доступность и скорость его передачи, в отличие от профессиональных сообществ, в которых основным фактором будет определяться схожесть знаний с их предметной областью. Членов сообщества интересует только сфера их схожей или смежной деятельности и интересов, поэтому необходимость в добавлении ценного знания, которое не применимо к предметной области, отсутствует. Обучение в сообществе практики рассматривается как совместная деятельность, которая обязательно требует заинтересованного участия других людей, работающих в данной области или близких областях. Профессиональные сообщества можно представить в виде улья, в котором пчелы собирают мед. Также поступают и члены сообщества, собирая в единое целое свой практический опыт в области общего интереса, в этом как раз и заключается коренное отличие от деятельности проектных групп.

* * *

Подводя итоги, хотелось бы отметить, что определение особенностей обмена знаниями в проектных группах позволяет качественно улучшить процесс выбора подходящего инструментария для его обеспечения. Автором были выделены и представлены как внутренние особенности обмена знаниями в проекте, так и отличия проектных групп от других форм взаимодействия в области обмена знаниями. Определение роли обмена знаниями в каждой

группе макропроцессов управления проектами позволяет построить более точную модель взаимодействия заинтересованных лиц, систему стимулирования сотрудников. Ключевой особенностью обмена знаниями между проектными группами является систематизация процессов распространения, передачи и использо-

вания знаний, поддержка жизненных циклов знаний. Проведенный анализ особенностей обмена знаниями в проектной деятельности имеет большую практическую значимость для организаций, которые стремятся повысить эффективность проектной деятельности и качество создаваемых благ.

ЛИТЕРАТУРА

1. Луман Н. Социальные системы. Очерк общей теории – СПб.: Наука, 2007. – С. 195–202.
2. Нонака И. Компания - создатель знания. Зарождение и развитие инновации в японских фирмах / И. Нонака, Х. Такеучи // Пер. с англ. – М.: Олимп-бизнес, 2003. – 384 с.
3. Фунтов В. Управление проектами развития фирмы. Теория и практика – СПб.: Питер, 2009. – 496 с.
4. Adamic L., Adar E. How to search a social network. *Social Networks*, 2005, no. 27 (3), pp. 187–203.
5. Nickols F. Communities of practice: Definition, indicators & identifying Characteristics. URL: <http://www.nickols.us/CoPOverview.pdf> (дата обращения: 25.12.2011).
6. Verona G., Prandelli E., Sawhney M. Innovation and virtual environments: Towards virtual knowledge brokers. *Organization Studies*, 2006, no. 27 (6), pp. 765–788.

**ФАКТОРЫ И УСЛОВИЯ ФОРМИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РИСКА
В КОММЕРЧЕСКОМ БАНКЕ****FACTORS AND CONDITIONS OF STOCK RISK CREATION
IN COMMERCIAL BANK**

***Аннотация.** В статье рассмотрены случаи возникновения фондового риска под воздействием различных внутренних и внешних факторов; дано определение фондового риска, а также предложены способы прогнозирования значений факторов фондового риска и их волатильности.*

***Ключевые слова:** случаи возникновения фондового риска; факторы фондового риска; собственные средства (капитал) банка; обязательные нормативы банка; стресс-тестирование; сценарный анализ; стоимостная мера фондового риска.*

***Abstract.** In article viewed the cases of arising of stock risk under the influence of the different internal and external factors. Author gives the definition of stock risk and proposes the ways of forecasting the factors of stock risk ant their volatility.*

***Keywords:** cases of arising of stock risk; stock risk factors; own capital of the bank; obligatory standards of the bank; stress-testing; scenario analysis; value at risk.*

Актуальность настоящего исследования обусловлена финансовой глобализацией в условиях неэффективного управления фондовым риском в коммерческих банках, а также необходимостью приведения внутренних стандартов организации, функционирования и регулирования деятельности банков в области управления фондовым риском в соответствие с требованиями современной мировой экономики.

Научная ценность исследования заключается в выработке рекомендаций по применению комплексной оценки фондового риска в коммерческом банке с целью определения параметров и методов страхования капитала банка.

Новизной анализа является рассмотрение фондового риска, возникающего не только при изменении справедливой стоимости инструментов фондового рынка, составляющих портфель ценных бумаг банка, но и при ухудшении финансового состояния эмитентов ценных бумаг, входящих в банковский портфель, и обусловленное

этим формирование резервов на возможные потери по указанным инструментам. Как результат отрицательной переоценки и создания резервов на возможные потери по финансовым инструментам, составляющим портфель ценных бумаг банка, происходит сокращение собственного капитала банка, что может иметь для него крайне негативные последствия.

Фондовый риск обусловлен неопределенностью на финансовых рынках и формируется в условиях глобальных дисбалансов. В общем смысле глобальные дисбалансы характеризуются несоответствием между распределением экономических ресурсов при существующих ограничениях на их перемещение между странами. Как правило, глобальные дисбалансы основываются на показателях величины чистых иностранных инвестиций и разницы между сбережениями и накоплениями. При этом существует общепринятая доктрина¹ коррекции глобальных дисбалансов, построенная на тео-

¹ Rato R. de Correcting Global Imbalances - Avoiding the Blame Game // Remarks at. the Foreign Policy Association Financial Services Dinner at NY. IMF, 2005, P 18

рии общего равновесия, где глобальные дисбалансы представляются явлением, возникающим в результате совокупности макроэкономических факторов в разных странах. В условиях коррекции глобальных дисбалансов инвестиционные возможности значительно сокращаются, обуславливая реализацию фондового риска.

Фондовый риск характеризуется волатильностью индикаторов финансовых рынков и чувствительностью к этой волатильности. Несмотря на то, что банки практически не имеют возможности контролировать волатильность индикаторов финансовых рынков, они могут приспособить свою чувствительность к фондовому риску. Для адекватной оценки чувствительности к волатильности индикаторов финансовых рынков банковский риск-менеджмент должен анализировать возможные изменения различных факторов фондового риска, влияющих на деятельность банка.

Раскрывая сущность фондового риска, следует подчеркнуть, что, даже несмотря на проведение комплексного анализа факторов фондового риска, сделать точную оценку фондового риска достаточно сложно, поскольку большое количество факторов, влияющих на его оценку, носят случайный характер. При этом, очень велика вероятность понесения банком сверхоценочных потерь и, следовательно, сокращения собственного капитала банка, как посредством отрицательной переоценки финансовых инструментов, составляющих портфель банка, так и в случае создания резервов на возможные потери по указанным инструментам.

Итак, фондовый риск возникает в следующих случаях:

- при отрицательной переоценке инструментов фондового рынка, входящих в портфель банка;
- при увеличении резервов на возможные потери по инструментам фондового рынка, входящим в портфель банка.

Отрицательная переоценка формируется в

сфере операций банка на фондовом рынке при неблагоприятном изменении котировок инструментов фондового рынка, составляющих портфель банка.

Резервы на возможные потери создаются под инструменты фондового рынка, входящие в портфель банка, при одновременном выполнении следующих условий:

- текущая (справедливая) стоимость рассматриваемых инструментов не может быть надежно определена²;

- финансовое состояние эмитента, инструменты фондового рынка которого входят в портфель банка, не может рассматриваться как «хорошее» в соответствии с Положением Банка России № 283-П³, то есть имеет место наличие признаков обесценения указанных инструментов.

В настоящее время в экономической литературе⁴ отмечается, что фондовому риску подвержены операции банка с портфелем рыночных ценных бумаг, стоимость которых зависит от колебания рыночных цен на ценные бумаги. Однако, рассматривая фондовый риск, целесообразно принимать во внимание и то, что финансовые инструменты, составляющие портфель ценных бумаг банка, могут не иметь рыночной оценки, но при этом потенциально обуславливать реализацию фондового риска.

В то же время в законодательстве России⁵ оценка фондового риска, который составляет совокупный рыночный риск, производится в отношении долевых ценных бумаг, чувствительных к изменению их справедливой стоимости, а «фондовый», по сути, риск в отношении долговых ценных бумаг позиционируется как «процентный» в составе рыночного риска. При этом в случаях, когда портфель банк состоит в том числе и из некотируемых на бирже финансовых инструментов, рыночный риск в соответствии с Положением № 313-П не оценивается. Среди случаев некотируемости финансовых инструментов целесообразно выде-

² См.: Письмо Центрального Банка России от 29.12.2009 № 186-Т «О Методических рекомендациях «Об оценке финансовых инструментов по текущей (справедливой) стоимости». Доступ из СПС «Консультант Плюс».

³ См.: Положение Центрального Банка России от 20.03.2006 № 283-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери». Доступ из СПС «Консультант Плюс».

⁴ Хмелевская И. А. Система управления совокупным риском коммерческого банка: дис ... канд. экон. наук: 08.00.10. Санкт-Петербург, 2006. С. 118.

⁵ См.: Положение Центрального Банка Российской Федерации от 14.11.2007 № 313-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска». Доступ из СПС «Консультант Плюс».

лить, например, следующие:

- для *долевых ценных бумаг* — учетной политикой банка установлено, что справедливая стоимость финансового инструмента может быть надежно определена при наличии котировок только на определенной торговой площадке и др.;

- для *долговых ценных бумаг* — учет финансовых инструментов, составляющих портфель банка, осуществляется на счетах бухгалтерского баланса банка, предназначенных для учета ценных бумаг, купленных и удерживаемых банком до погашения;

Таким образом, в настоящее время в соответствии с действующим законодательством не производится оценка фондового риска в коммерческих банках с учетом комплексного подхода, поскольку по долевым финансовым инструментам фондовый риск рассматривается только при наличии справедливой стоимости, а по долговым финансовым инструментам, учтенным на балансовых счетах банка, которые предназначены для учета удерживаемых до погашения ценных бумаг, фондовый риск не рассчитывается.

Как было сказано выше, в случаях реализации фондового риска, как посредством отрицательной переоценки, так и при увеличении резервов на возможные потери по инструментам фондового рынка, составляющим портфель банка, происходит сокращение величины капитала банка и связанное с этим ухудшение его обязательных нормативов⁶. В этой связи целесообразно определять параметры и методы страхования капитала банка.

Отрицательная переоценка и резервы на возможные потери по инструментам фондового риска формируются под воздействием различных факторов фондового риска.

Факторы фондового риска, влияющие на изменение котировок инструментов фондового рынка, могут быть связаны как с общей неблагоприятной динамикой фондовых рынков, так и с неэффективной деятельностью эмитентов, чьи инструменты обращаются на фондовых рынках. По финансовым вложениям банка, которые изменяют величину его капитала через резервы на возможные потери, факторы фон-

дового риска непосредственно связаны с осуществлением субъектом финансовых вложений в его деятельности.

В целом факторы фондового риска, влияющие на динамику финансовых рынков и на деятельность эмитентов, чьи инструменты обращаются на фондовых рынках, можно условно разделить на две группы: внешние — определяемые средой функционирования финансовых институтов и субъектов финансовых вложений, и внутренние — непосредственно связанные с осуществлением субъектом финансовых вложений его деятельности.

К **внешним факторам** фондового риска, с нашей точки зрения, целесообразно отнести следующие: меры государственного регулирования в сфере банковской деятельности, налогообложения, использования природных ресурсов, экспорта и импорта и пр. С позиции возможного влияния на процесс инвестирования важным является изменение *политической ситуации*, что может обусловить значительные изменения в экономике, повлечь за собой политическую нестабильность, вызвать кризисные явления отраслевого и макроэкономического масштаба, что, несомненно, отразится на состоянии фондового рынка. Среди факторов, не зависящих от непосредственной деятельности субъекта финансовых вложений, следует отметить *криминогенную обстановку* на территории деятельности субъекта инвестиций, которая может привести к негативным явлениям в его деятельности.

Целесообразно остановиться на таком существенном внешнем факторе фондового риска, связанном с динамикой финансовых рынков, как *денежно-кредитная политика*, проводимая государством. Денежно-кредитная политика — это совокупность конкретных мер центрального банка, направленная на изменение денежной массы в обращении, объема кредитов, уровня процентных ставок и других показателей денежного обращения и рынка ссудных капиталов. Указанные выше меры, в той или иной степени, способны оказывать влияние на динамику фондового рынка. К основным инструментам денежно-кредитной политики относятся:

⁶ См.: Инструкция Банка России от 16.01.2004 № 110-И «Об обязательных нормативах банков». Доступ из СПС «Консультант Плюс»

- изменение учетной ставки⁷, взимаемой центральным банком за ссуды, предоставленные банкам. С понижением учетной ставки банки получают возможность привлечь более «дешевые деньги», в результате чего образуются премии в виде разницы между стоимостью кредита до и после изменения учетной ставки. За счет премии увеличивается инвестиционная активность банков, что обуславливает положительную динамику фондового рынка, и, наоборот, в результате увеличения платы за кредиты центрального банка инвестиционная активность банков снижается, что приводит к неблагоприятной динамике на фондовом рынке. Стоит отметить, что в Российской Федерации, в отличие от стран с развитой экономикой, изменение учетной ставки практически не влияет на динамику фондового рынка;

- изменение нормативов обязательных резервов. Нормативы обязательных резервов — это отчисления по счетам физических и юридических лиц в рублях и иностранной валюте, которые осуществляют все банки путем депонирования денежных средств в Банке России. При увеличении размера отчислений в фонд обязательных резервов уровень ликвидности банковской системы сокращается, что обуславливает отрицательную динамику на фондовом рынке;

- операции на открытом рынке, в результате которых центральные банки изменяют спрос и предложение на инструменты фондового рынка;

- валютные интервенции, служащие для поддержания стабильности национальных валют. Когда центральные банки продают/покупают иностранную валюту, то, как правило, используются официальные валютные резервы. Продажа центральным банком иностранной валюты в целях поддержания стабильности национальной валюты может привести к существенному истощению валютных резервов, при этом уровень доверия к национальной валюте снижается. На ожиданиях падения курса национальной валюты инвесторы будут уходить из активов, номинированных в этой валюте, что может привести к существенной волатильности на фондовом рынке.

В условиях финансовой глобализации банку следует выбирать стратегию формирования

портфеля ценных бумаг исходя из того, какую политику в данное время проводят центральные банки. При этом следует ориентироваться на общеэкономическую ситуацию и макроэкономические показатели.

Учитывая, что среди ценных бумаг, которые обращаются на финансовых рынках, существенную роль составляют «сырьевые» бумаги, важным внешним фактором фондового риска, который связан с динамикой финансовых рынков, является *обстановка на Ближнем Востоке*. Обострение ситуации в этом регионе уменьшает предложение сырья, что обуславливает рост рыночной стоимости на него за счет увеличения спроса. В ситуации, когда стоимость на сырье поддерживается дефицитом предложения, выигрывают сырьевые компании и страны-экспортеры сырья. При этом возникает конфликт интересов со странами-импортерами сырья, что может спровоцировать непредвиденные обстоятельства на финансовых рынках.

Немаловажную роль при формировании портфеля финансовых инструментов играет *сезонный фактор*. В качестве примера можно привести «Атлантический сезон ураганов», который проходит в период с 1 июня по 30 ноября. Основной вектор движения ураганов направлен в акваторию Мексиканского залива, на шельфе которого сосредоточены значительные запасы нефти и природного газа. Так как добыча этих полезных ископаемых ведется в основном с помощью нефтяных платформ и нефтяных вышек, значительно повышается вероятность возникновения дефицита нефтяного сырья в сезон ураганов, что также может привести к конфликту интересов между странами-экспортерами и странами-импортерами нефти. Рассматриваемый сезонный фактор имеет место также при наступлении автомобильного сезона, в результате которого наблюдается повышенный спрос на производное от нефти сырье. Как при «Атлантическом сезоне ураганов», так и при наступлении автомобильного сезона, движение на финансовых рынках происходит с учетом изменения ситуации под воздействием рассматриваемых внешних факторов фондового риска. Поскольку дефицит или профицит нефти и производной от нее оказывает влияние

⁷ В российской практике применяется термин «ставка рефинансирования».

на экономические показатели, как отдельной страны, так и мировой экономики, то в результате воздействия указанных сезонных факторов может происходить изменение оценочной стоимости финансовых инструментов, составляющих портфель ценных бумаг банка.

При определении стоимостной меры фондового риска («Value at Risk» или «VaR») в качестве внешних факторов фондового риска следует рассматривать некие случайные *величины*, отражающие динамику финансовых рынков. Для разных портфелей ценных бумаг банка могут использоваться различные случайные величины, в зависимости от предпочтений риск-менеджера. В качестве примера можно привести следующие случайные величины, которые целесообразно принимать во внимание для портфеля облигаций банка: индекс RUX-Cbonds, отражающий рыночную конъюнктуру и позволяющий осуществлять мониторинг прибыльности вложений в российские облигации; индикатор EMBI+Russia spread, отражающий привлекательность экономики и приток капитала (значение индикатора свыше 200 пунктов свидетельствует о неблагоприятной тенденции в экономике страны и оттоке капитала); рыночные процентные ставки (LIBOR, MIBOR и др.), показывающие стоимость фондирования, ликвидность и прочее. В связи с этим рекомендуется осуществлять прогнозирование случайных величин на основании статистической обработки ретроспективных значений факторов фондового риска с последующим определением максимально допустимой величины сокращения капитала банка, которая не может быть превышена для заданного временного горизонта с заданной доверительной вероятностью.

Одним из основных аналитических инструментов для оценки потенциальных потерь является стресс-тестирование финансового результата портфеля ценных бумаг банка. Считаем целесообразным в целях проведения стресс-тестирования использовать сценарный анализ, который позволит оценить потенциальные последствия одновременного воздействия ряда факторов фондового риска на капитал банка. При этом подходе сценарии возможных одновременных изменений факторов риска формируются либо на основе уже произошедших в прошлом исторических событий, либо на основе гипоте-

тических событий, которые вероятно могут произойти в будущем. При оценке максимальных потерь определяются возможные комбинации значений нескольких факторов риска, негативные направления их динамики, потенциально способные принести максимальные убытки банку. С другой стороны, сценарный анализ позволит оценить не только максимально возможные потери, но и провести анализ чувствительности финансового результата банковского портфеля ценных бумаг к изменению значений факторов риска и их волатильности. Одним из недостатков является краткосрочный характер полученных результатов, при этом стресс-тестирование позволит «проиграть» последствия гипотетических событий, вероятность появления которых хоть и невелика, но в то же время последствия таких событий могут быть катастрофическими для кредитной организации.

К **внутренним факторам** фондового риска, которые связаны с деятельностью субъектов финансовых вложений, можно отнести следующие: неэффективное управление, которое выражается в недостаточной квалификации менеджмента, осуществляющего текущее и стратегическое управление; неконкурентоспособная продукция; ограниченный производственный потенциал; невыполнение контрактов, судебные процессы и прочее. По нашему мнению, важнейшим фактором при принятии решения о вложении инвестиций является наличие у банка реальной картины об экономическом положении и состоянии системы управления предприятием. Причем данная картина должна отражать не только текущее состояние, но и давать прогноз развития на ближайшее время.

При вынесении профессионального суждения в целях определения величины резерва на возможные потери по инструментам фондового рынка, составляющим портфель ценных бумаг банка, проводится финансовый анализ динамики абсолютных и относительных показателей, рассчитанных на основе имеющейся у банка финансовой отчетности субъекта финансовых вложений. Как правило, для целей финансового анализа выполняется следующая программа анализа факторов финансово-хозяйственной деятельности: анализ динамики показателей баланса и его структуры; оценка финансового положения (оценка финансовой

устойчивости, анализ ликвидности и платежеспособности, определение степени платежеспособности, расчет стоимости чистых активов и др.); оценка и анализ деловой активности и рентабельности финансово-хозяйственной деятельности и др. Кроме того, при проведении финансового анализа следует учитывать следующие факторы: наличие у субъекта финансовых вложений скрытых потерь (например, неликвидных запасов готовой продукции или требований, безнадежных к взысканию), убыточной деятельности, существенного сокращения величины чистых активов и пр. Рекомендуются также оценивать фундаментальную стоимость инструментов фондового рынка, составляющих портфель банка. Оценка фундаментальной стоимости может быть проведена несколькими способами: методом чистых активов, методом исторических котировок, методом мультипликаторов и методом дисконтированных денежных потоков.

Следует отметить, что в настоящее время в соответствии с Положением Банка России № 313-П к факторам фондового риска относятся следующие: 1) качество эмитента ценных бумаг; 2) страновая оценка⁸ эмитента ценных бумаг; 3) валюта номинирования ценных бумаг; 4) наличие гарантий и поручительств по выпуску ценных бумаг, а также качество гаранта или поручителя; 5) наличие рейтингов⁹ у эмитента или у выпусков его ценных бумаг; 6) срок до погашения выпуска (части выпуска) ценных бумаг. О надежности инструментов фондового рынка может также свидетельствовать факт их включения в Ломбардный список Банка России, который официально публикуется на сайте Банка России¹⁰, а также весовой коэффициент, который имеют финансовые инструменты в фондовых индексах.

Таким образом, применительно к банковскому риск-менеджменту фондовый риск представляет собой вероятность возникновения у банка убытков, ведущих к снижению собственных средств (капитала) банка через

сокращение финансового результата его деятельности как вследствие неблагоприятного изменения рыночных цен на инструменты фондового рынка, составляющие портфель банка, так и в случае увеличения резервов на возможные потери по инструментам фондового рынка, входящим в портфель банка при невозможности надежного определения их текущей (справедливой) стоимости и наличия признаков их обесценения. Для определения параметров и методов страхования капитала банка в случаях реализации фондового риска, необходимо рассматривать в совокупности перечисленные выше внутренние и внешние факторы фондового риска. В целях оценки чувствительности к волатильности индикаторов фондового рынка в рамках эффективной системы управления необходимо разработать модель прогнозирования значений факторов фондового риска и их волатильности на основе сценарного анализа, который позволит оценить потенциальные последствия одновременного воздействия ряда факторов фондового риска на капитал банка.

С точки зрения апробирования изложенных выше положений, представляется целесообразным провести комплексную оценку фондового риска на примере портфеля финансовых инструментов АКБ «Первый Капитал»¹¹ (см. табл.) по состоянию на 25 апреля 2008 года (далее — отчетная дата), исходя из следующих предположений:

по капиталу банка

- по состоянию на отчетную дату капитал банка составил 215 млн. рублей;
- по состоянию на 1 января 2007 года размер капитала банка был более чем 180 млн. рублей.
- максимальная величина капитала, достигнутая за последние 12 месяцев, составила 225 млн. рублей.

по долевым ценным бумагам

- учетной политикой банка определено, что текущая справедливая стоимость финансового инструмента может быть надежно определена

⁸ [Электронный ресурс] URL: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/29/3782900.pdf> (дата обращения: 25.02.2012).

⁹ [Электронный ресурс] URL: <http://www.standardandpoors.com/home/en/eu> (дата обращения: 25.02.2012).

¹⁰ [Электронный ресурс] URL: www.cbr.ru (дата обращения: 21.03.2012).

¹¹ Лицензия у АКБ «Первый Капитал» (ЗАО) отозвана приказом Банка России от 12.08.2010 № ОД-395.

при наличии средневзвешенной цены в котировках на ОАО ММВБ-РТС¹²;

- мерой риска по котируемым финансовым инструментам является Value at Risk (VaR). Оценка VaR основана на использовании аналитической аппроксимации функции расчета значений факторов риска — котировок финансового инструмента;

- по некотируемым финансовым инструментам фактором фондового риска, воздействующим на капитал банка, является оценка фундаментальной стоимости финансового инструмента, произведенная методом дисконтируемых денежных потоков;

- капитал под риском оценивается исходя из максимального возможного убытка с учетом потенциально возможного перехода котируемых финансовых инструментов в категорию некотируемых.

по долговым ценным бумагам

- мерой риска по котируемым финансовым инструментам является Value at Risk (VaR). Оценка VaR основана на использовании аналитической аппроксимации функции расчета значений факторов риска — котировок финансового инструмента;

- по некотируемым финансовым инструментам фактором фондового риска является оценка финансового положения эмитента финансового инструмента, входящего в портфель ценных бумаг банка;

- капитал под риском оценивается исходя из максимального допустимого убытка с учетом потенциально возможного перехода некотируемых финансовых инструментов в категорию котируемых на определенной выше бирже ценных бумаг.

При проведении стресс-тестирования финансового результата портфеля финансовых инструментов банка с целью оценки потенциальных последствий одновременного воздействия факторов фондового риска на капитал банка были использованы следующие допущения:

- основанием для перехода финансового инструмента в более высокую категорию ка-

чества и досоздание резервов на возможные потери по некотируемым долговым финансовым инструментам является прогнозное ухудшение финансовых результатов деятельности компаний-эмитентов ценных бумаг и сокращение их чистых активов более чем на 25 %;

- прогнозное существенное сокращение инвестиций, цен на нефть, а также ухудшение макроэкономических показателей, приводит к уменьшению фундаментальной стоимости финансового инструмента;

- при расчете 10-ти дневного VaR используется дельта-нормальный подход, доверительный уровень равен 99 %.

По результатам проведенного анализа можно сделать следующие выводы:

- по обыкновенным акциям ОАО «Лукойл», ОАО «Газпром», ОАО «Норникель» капитал под риском АКБ «Первый капитал» (ЗАО) равен потенциалу снижения текущей стоимости указанных инструментов фондового рынка на 14 %, 20 % и 24 % соответственно. Абсолютная величина капитала под риском составила 33,2 млн рублей;

- по обыкновенным акциям ОАО «Татнефть» размер капитала банка под риском, равный 10-ти дневному VaR, составил 1,5 млн рублей;

- по облигациям ГТ-ТЭЦ Энерго и Промтрактор-финанс капитал под риском составил 6 млн. рублей и 3 млн рублей соответственно, исходя из предположения, что фундаментальная стоимость компаний-эмитентов облигация на основании проведенного финансового анализа, сократится более чем на 25 %;

- по состоянию на отчетную дату совокупный капитал под риском указанного банка составил 44 млн рублей. В случае реализации фондового риска капитал банка составит 171 млн рублей, при допустимом минимальном значении капитала банка 180 млн рублей. Как известно, в случае снижения капитала банка ниже установленного уровня¹³ Банк России обязан отозвать лицензию на осуществление банковских операций¹⁴.

¹² См.: Официальный сайт Московской межбанковской валютной биржи. URL: <http://rts.micex.ru> (дата обращения: 01.03.2012).

¹³ См.: Федеральный закон от 02.12.1990 № 395-1 «О банках и банковской деятельности». Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

¹⁴ В настоящее время в соответствии с Федеральным законом от 03.12.2011 № 391-ФЗ Банк России обязан отозвать лицензию на осуществление банковских операций в случае, если величина капитала банка не достигнет на 1 января 2015 года 300 миллионов рублей.

Комплексная оценка фондового риска портфеля ценных бумаг АКБ «Первый Капитал

Эмитент	Вид инстр.	копир./некопир. инстр.	кол-во, тыс. шт.	текущ. ст-ть, руб.	ст-ть портф. млн. руб.	10-D VaR, млн. руб.	кат. кач.	Фунд. ст-ть инстр., руб.	потенц. роста/сниж. инстр., %	потенц. роста/сниж. инстр., млн. руб.	Изм. размера чистых активов, %	изм. резерва на возможные потери, млн. руб. (+/- сокр.)	Капитал под риском, млн. руб.
ОАО Лукойл	а.о.	копир.	20	2 098	42	3.9	-	1 800	-14%	-5.9	-	-	5.9
ОАО Татнефть	а.о.	копир.	40	153	6,1	1.5	-	180	17%	0.9	-	-	1.5
ОАО Газпром	а.о.	копир.	200	313	62.6	5.3	-	250	-20%	-8.8	-	-	8.8
ОАО Норникель	а.о.	копир.	20	6 611	132.2	14.3	-	5 000	-24%	-18.5	-	-	18.5
ГТ-ТЭЦ Энерго	обл.	некопир.	30	99	29.7	3	2	-	-	-	-26.2	6	6
Промтрактор-финанс	обл.	некопир.	30	100	30	2.4	1	-	-	-	-25.4	3	3
ИТОГО					302.6								

Кроме того, в случае реализации фондового риска капитал банка сократится на 24 % по сравнению с максимальной величиной капитала, достигнутой за последние 12 месяцев, что обусловит возникновение основания у Банка России для осуществления мер по предупреждению банкротства банка¹⁵.

В связи с вышеизложенным, руководству АКБ «Первый Капитал» можно было бы рекомендовать сократить открытые позиции по обыкновенным акциям ОАО «Норникель», ОАО «Газпром»; облигации ГТ-ТЭЦ Энерго перевести со счетов, предназначенных для учета ценных бумаг, удерживаемых до погашения на торговые счета с последующим сокращением открытых позиций по бумагам.

Таким образом, исходя из определения фондового риска, приведенного в настоящем исследовании, оценка потенциальных убытков, ведущих к сокращению капитала банка, основывалась на прогнозировании значений факторов фондового риска на примере портфеля ценных бумаг АКБ «Первый Капитал». Для прогнозирования значений факторов фондового риска использовался сценарный анализ, что позволило дать количественную оценку максимально возможных потерь капитала банка с горизонтом прогнозирования в десять дней. По результатам исследования были сделаны выводы и даны рекомендации для руководства банка по минимизации последствий реализации фондового риска.

ЛИТЕРАТУРА

1. Саввина О. В. О системных рисках мировых финансов и угрозах кризиса суверенных долгов // Вестник РЭУ им Г.В. Плеханова. – 2011. – № 5 – С. 31–40.
2. Удалов В. В. Влияние мировых нефтяных цен на экономическое развитие России // Вестник РЭУ им. Г.В. Плеханова. – 2011. – № 1. – С. 50–57.
3. Лукас А. Тестирование бэкстестинга: оценка нормативов Базеля для бэкстестинга внутренних моделей управления риском в банках, Исследовательский меморандум 1998-I. Амстердамский свободный университет, 1998. URL: <ftp://zappa.ubvu.vu.nl/19980001.pdf> (дата обращения: 18.05.2011).
4. Даниэльсон Дж. П. Хартман, С. Дж. Де Фриза. Цена консерватизма: предельная отдача, VAR (оценка риска) и Базельский «Фактор мультипликатора»//РИСК, 1998, Январь. URL: <http://www2.lse.ac.uk/fmg/documents/specialPapers/1990s/sp100.pdf> (дата обращения: 21.03.2010).

УВАЖАЕМЫЕ АВТОРЫ!

С сентября 2012 г. журнал «Вестник Финансового университета» переходит на стандарт оформления статьей, принятый ведущими изданиями и международной базой данных *Scopus*.

Подготовлены новые требования для авторов, которые скоро будут опубликованы на нашем сайте.

С образцом оформления статьи вы можете ознакомиться уже сейчас (см. стр. 128).

Редакция журнала

¹⁵ См.: Федеральный закон от 25.02.1999 № 40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций». Доступ из СПС «КонсультантПлюс».

**РЕАЛЬНЫЕ ОПЦИОНЫ: АНАЛИТИЧЕСКАЯ ХИМЕРА ИЛИ КЛЮЧ
К РЕАЛЬНЫМ СДЕЛКАМ?****REAL OPTIONS: ANALYTICAL CHIMERA OR THE KEY TO ACTUAL DEALS?****АННОТАЦИЯ**

Актуальность. В настоящее время в мировом финансовом сообществе протекает сразу несколько процессов, оказывающих непосредственное влияние как на предмет, так и на объект финансового анализа:

- изменение как социальных, так и технологических тенденций: технология и основные параметры финансовой модели более не являются детерминированными и гибко меняются от периода к периоду. В этой среде несколько теряется смысл стандартных финансовых прогнозов, ставок дисконтирования, периодов окупаемости и прочих классических критериев эффективности инвестиционных проектов. Технология становится живой, и потому требуются новые методы анализа, которые позволяют оценить ее как живой и непредсказуемый организм.
- по мере появления инновационных финансовых решений, например проектов государственно-частного партнерства, растет потребность в новых аналитических инструментах, которые позволят в условиях неопределенности провести анализ как стоимости самого пакета услуг, так и состояния и размера потенциальных рынков данных услуг.
- использование традиционных методов анализа в большинстве случаев становится либо излишне трудоемким, либо приводит к неэффективным решениям.

Вопросам разработки нового инструментария и посвящена данная работа.

Методы. Работа является результатом исследований, которые проводил автором в 2011–2012 годах на практических материалах стратегических инвестиционных проектов российских и зарубежных компаний. Работа включает как классические методы финансового анализа (DCF анализ, сравнительный и факторный методы), так и некоторые инструменты стохастической математики.

Результаты. В статье предложен и исследован на практике способ эффективного встраивания элементов метода реальных опционов в процесс принятия инвестиционных и стратегических решений. Доказывается, что применение разумных упрощений и поиск наиболее последовательных аналитических инструментов делает вполне возможным внедрение элементов теории реальных опционов в повседневную аналитическую практику и без использования дорогостоящего программного обеспечения и услуг внешних консультантов.

Перспективы. Методика, предложенная в работе, может быть использована как крупными корпорациями и аналитическими, консалтинговыми компаниями, так и малым бизнесом и индивидуальными предпринимателями, ввиду ее концептуальной простоты, прозрачности и экономичности.

Использование элементов предложенной методики особенно важно для аналитической работы со сложными, многостадийными инвестиционными проектами, start-up бизнесами и проектами венчурного финансирования, проектами, реализуемыми в среде с высокими параметрами неопределенности — кризисной ситуации, рынками с высокой волатильностью и т. д.

Ключевые слова: финансовый анализ; реальные опционы; сделки слияния и поглощения; анализ эффективности.

ABSTRACT

Introduction. At the current moment several processes take place in the global financial society that directly influence both the object and the subject matter of financial analysis:

- changes in social and technological processes: technology and main parameters of financial model are not determined anymore and change flexibly from one period to another. Here traditional financial forecasts, discount rates, payback periods and other classical efficiency criteria become senseless to a certain degree. Technology becomes "alive" — that is why some new methods of analysis are required that can evaluate the technology as "alive" and non-predictable organism.
- as new innovative financing solutions evolve (e. g. PPP) there raises a need in new analytical instruments enabling the analysis of value created with both products and their potential markets being highly uncertain.
- the use of traditional techniques in such cases either becomes too time-consuming or results in ineffective decisions being taken.

Methods. This article is based on the materials of the research studies performed by the author in 2011–2012 on the investment and strategic projects of foreign and Russian companies. This research uses both classical methodology of financial analysis (DCF techniques, comparative and factor analysis), and some elements of stochastic mathematics.

Results. This article describes the development and application of new analytical technique. The author suggests and develops the method of effective implementation of real options approach elements into the Russian reality of taking investments and strategic decisions. The article provides theoretical support for the fact that the application of reasonable simplifications and constant search of most consistent analytical techniques makes possible the widespread implementation of real options approach in the everyday analytical practice without the use of expensive software or the services of external consultants.

Discussion. Due to its conceptual simplicity and transparency the methodology developed in the article can be used by both the large corporations, consulting companies, and small businesses and individual entrepreneurs.

Application of our methodology is particularly important for analysis of complex multi-stage investment projects, start-up businesses, and financing, highly uncertain projects — crisis situations, highly volatile markets and others.

Keywords: financial analysis; real options; mergers and acquisitions; efficiency analysis.

Как принять инвестиционное или финансовое решение? Обычно ответ достаточно прост: проанализировать реальные рынки и рынки капитала, провести процедуру Due Diligence (в случае действующего бизнеса) или проанализировать технический план (в случае start-up проекта), построить разумные финансовые прогнозы и провести DCF анализ.

Однако стремительно врывающаяся в нашу жизнь гипертрофированная неопределенность экономики (sustainable development) очень часто разрывает эту длинную аналитическую цепочку со стандартной схемой. И аналитик, перед которым поставлена задача обоснования целесообразности инвестиционного или финансового решения, часто сталкивается со множеством проблем:

- чтобы оценить конкурентную силу новой

технологии, проанализировать возможности и сценарные варианты ее развития и коммерческого использования, необходимо очень много времени, в то время как анализ предполагает сжатые сроки;

- для приблизительной оценки возможностей новой технологии в большинстве случаев необходимо проведение первых этапов разработки и внедрения, в то время как финансовые решения необходимо принять перед началом проекта;

- в ситуации макроэкономической нестабильности и волатильности на рынках капитала сложно достоверно оценить ставку дисконтирования;

- быстро появляются новые технологии-вытеснители;

- методы FCFE и FCFF уместны только в

случае известной структуры леввериджа, а использование метода APV предполагает использование статистической базы, недоступной в российских условиях.

Следующей проблемной зоной для применения классических инструментов анализа является посткризисный рынок акций/долей в компаниях с острыми финансовыми и операционными проблемами. В этом случае при анализе целесообразности сделки перед аналитиком стоят следующие проблемы:

- построение разумных финансовых прогнозов в большинстве случаев затруднительно из-за туманности перспектив развития компании-цели;

- применение сравнительного стоимостного анализа осложняется большим количеством специфических рисков;

- использование в качестве допустимой цены балансовой стоимости капитала затруднено ее отрицательной величиной и недопустимостью подобного подхода для компаний многих отраслей;

- отсутствие подробной и достоверной финансовой информации (ограниченность сроков анализа, несовершенство учетных систем и невозможность провести процедуру Due Diligence из-за малой стоимости пакета).

Между тем существует эффективный инструментальный анализ проектов с высокой неопределенностью — метод реальных опционов. Обычно его считают достаточно сложным технически и поэтому очень редко используют в аналитической практике. Между тем, при ряде эффективных предпосылок и разумных способах встраивания в механизм классического финансового анализа, он может оказаться чрезвычайно полезным аналитическим инструментом в сложных ситуациях, подобных рассмотренным выше. В данной статье будут рассмотрены основные теоретические положения, условия и конкретные способы применения данного метода в повседневной аналитической практике.

Реальный опцион — опцион на активы и обязательства, доходы и расходы корпорации, который связан с принятием тех или

иных управленческих решений. Базовым активом опциона является инвестиция, капитал, определенный блок доходов и расходов проекта¹. Анализ проектов при помощи реальных опционов будет сочетать в себе стратегические (недетерминированная оценка оптимальной стратегии) и операционные элементы (возможности расширить, отложить, модифицировать проект или отказаться от него) (см. табл. 1).

Таблица 1

Параметры моделируемого опциона

Инвестиционная возможность	Переменная	Виртуальный опцион
Приведенная стоимость FCF проекта	S	Цена акции
Дисконтированная стоимость затрат по проекту	X	Цена исполнения
Период времени, в течение которого может быть принято решение	T	Срок исполнения
Временная стоимость денег	R_f	Безрисковая ставка
Среднеквадратическое отклонение доходности	σ^2	Риски проекта

В результате интенсивного развития новых технологических, экономических и культурных процессов в настоящее время сформировалась новая среда принятия решений (см. табл. 2). Если культура традиционного мира сосредоточена преимущественно на оптимизации операций, структуры и контроля², то корпорации нового типа (корпорации, основанные на знаниях) фокусируют свое внимание на поиске новых стратегических возможностей. Как следствие, иерархия становится более плоской, менеджеры обретают большую свободу, а формальные процессы планирования отходят на второй план. Таким образом, традиционная экономика — экономика денежных потоков, новая экономика — экономика стратегических возможностей.

¹ Sydsæter K., Hammond H. Essential Mathematics for Economic Analysis. Harlow, England, Prentice-Hall, 2006, p. 347.

² Hirsh S., Uhrhomburg M. Investment timing, liquidity, and agency costs of debt, Journal of Corporate Finance. 2011, no. 16, p. 186.

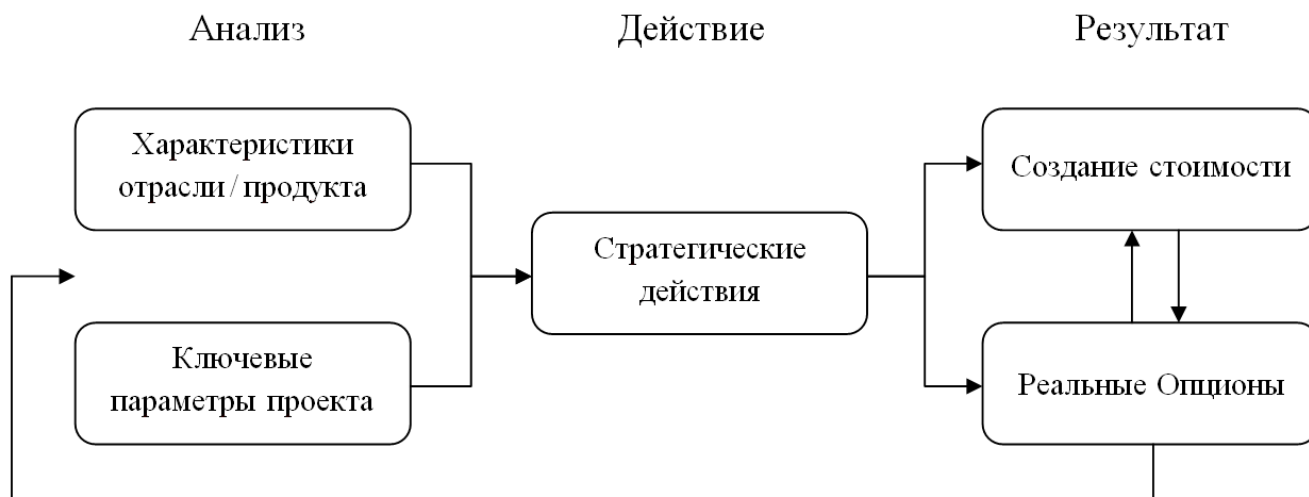


Рис. 1. Процесс принятия стратегических решений

Ключевые черты инновационного и классического подходов

Среда	Традиционная экономика	Новая экономика
Подход к бизнесу	Стратегическое планирование	Стратегическое мышление
Направление	Оптимизация	Адаптация
Тип анализа	DCF	Реальные опционы

Процесс принятия стратегических решений можно структурировать следующим образом. Корпорация начинает с анализа рынка и продуктовых характеристик (внешних переменных) наряду с ключевыми решениями по проекту. Вышесказанное выливается в стратегическое действие. Результатом стратегического процесса является формирование или размытие акционерной стоимости (см. рис. 1)³.

Для адекватного анализа стратегических проектов опционы нужно оценить и учесть при расчете показателей инвестиционных проектов, начиная цикл создания стоимости бизнеса и новых опционных возможностей.

Хотя реальные опционы существуют во многих бизнесах, их идентификация и квантификация является сложным процессом. Реальные опционы можно условно разделить на три основные группы: инвестирования/роста, времени/обучения, отказа/сжатия⁴. В свою очередь,

Таблица 2

данные группы подлежат дальнейшей кластеризации.

Инвестирования/Роста

- Масштаба

Инвестиции создают стратегические возможности. Эффект масштаба становится возможным, когда рынки инвестирования содержат в себе возможность быстрого стремительного роста.

- Переключения

Опцион переключения/гибкости заключается в возможности переключения между продуктами, процессами и производственными мощностями в ответ на изменение рыночных условий.

- Переноса

Данный опцион дает возможность переноса успеха в одной сфере на бизнес корпорации в смежной сфере. Например, компания — провайдер услуг связи может перенести бизнес-успех на сетевой бизнес или бизнес в сфере развлечений.

Времени/Обучения

- Анализ ошибок

Предполагается, что команда менеджеров проекта обладает достаточным интеллектом и опытом, чтобы избегать ошибок, сделанных на предыдущих стадиях проекта.

- Времени

³ Ефимова О. В. Финансовый анализ как инструментарий принятия экономических решений. М.: Омега-Л, 2009. С. 129.

⁴ Adkins R., Paxson D. Renewing Assets with Uncertain Revenues and Operating Costs. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, vol. 5, no 46, p. 306.

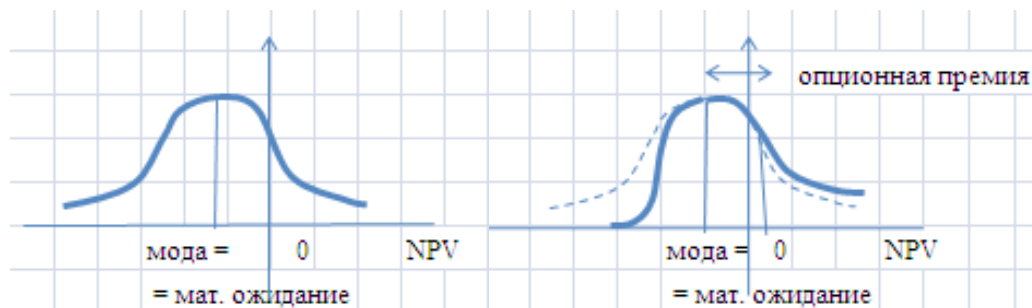


Рис. 2. Моделирование стоимости опциона

Данный опцион охватывает случай, когда у менеджмента есть возможность подождать некоторое время перед инвестициями в отдельный проект. Это время позволяет сократить неопределенность и поэтому имеет некоторую стоимость.

Отказа/Сжатия

- Сжатия.

У компании есть возможность модифицировать или сжать проект при появлении новой информации об убыточности некоторых блоков проекта.

- Переключения.

Возможность использовать более эффективные процессы, технологии и активы в процессе реализации проекта.

- Другие виды опционов

После идентификации реальных опционов, присущих проекту, необходимо принять решение, каким образом наиболее органично встроить их в методику финансового анализа.

Поскольку стоимость опциона изначально была определена для целей корректировки величины NPV, интуитивно привлекательно применить корректировку на опционные премии, в первую очередь, для целей анализа показателей NPV и барьерных ставок IRR.

Скорректированная величина NPV проекта будет рассчитываться следующим способом:

$$NPV^{Adj.} = NPV^{DCF} + \sum_{i=1}^j Option\ Premium^i, \quad (1)$$

где $NPV^{Adj.}$ – скорректированная величина NPV;

NPV^{DCF} – величина NPV, рассчитанная традиционным методом — через FCFF и WACC;

FCFF – свободный денежный поток фирмы;
WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

$Option\ Premium^i$ – стоимость i-го опциона в портфеле проекта.

Логически обоснуем сущность данного эффекта. Классический расчет NPV-показателя основан на предпосылке нормального вероятностного распределения денежных потоков проекта.

Данное распределение действительно достаточно хорошо аппроксимирует большинство природных и социальных процессов. Но, к сожалению, в обычном, симметричном виде оно не вполне применимо для анализа управляемых процессов, подразумевающих наличие интеллекта, способность обучения, гибкую реакцию на изменения внешней среды⁵.

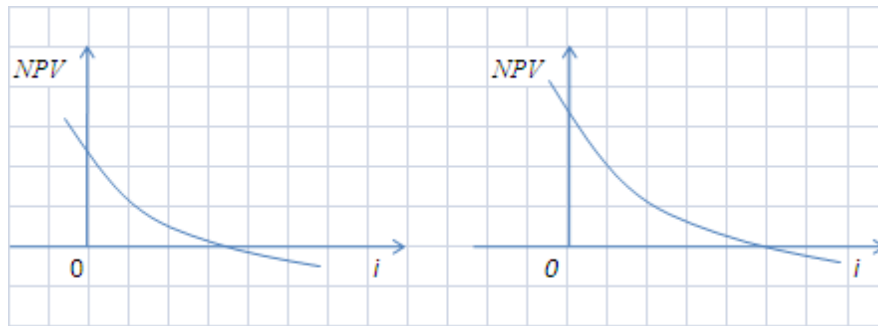
Наличие реального опциона повлияет на кривую распределения NPV, увеличив потенциальную прибыль и сократив расходы. Увеличение управленческой гибкости ведет к превышению фактических результатов деятельности над прогнозными. Таким образом, компания может увеличить свою стоимость, адаптируясь к неопределенности, получая и правильно используя новую информацию, увеличивая управленческую гибкость (см. рис. 2).

Таким образом, в результате корректировок некоторые проекты, которые раньше по критерию NPV должны были быть отвергнуты, получат стратегический NPV больше нуля и станут кандидатами на инвестирование.

Результаты парного анализа NPV – дисконтной ставки в результате корректировок на величину опционной премии также будут смещены в положительную сторону (см. рис. 3).

IRR-анализ проектов включает в себя предположение о том, что денежные потоки проекта

⁵ Sydsæter K., Hammond H. Essential Mathematics for Economic Analysis. Harlow, England. Prentice-Hall, 2006, p. 275.



До проведения корректировки После проведения корректировки

Рис. 3. Инвестиционный профиль проекта

могут быть незамедлительно реинвестированы в проект и генерировать ту же норму доходности, что и первоначально инвестированные средства⁶. Данная предпосылка не всегда является реалистичной. Поэтому при анализе эффективности инвестиционных проектов часто используют так называемый модифицированный показатель IRR — MIRR (modified internal rate of return). При его расчете делается предположение, что полученные на промежуточной стадии проекта денежные потоки могут быть инвестированы с доходностью, равной текущему значению средней стоимости капитала компании (WACC).

В том случае, если при анализе учитывается влияние стратегических возможностей (реальных опционов) на стоимость компании, необходимо внести определенные корректировки и в расчет данного показателя:

$$MIRR^{Unadj.} = -1 + \sqrt[n]{\frac{\text{Discounted Project Value}}{\text{Investments}}} \quad (2)$$

$$MIRR^{Adj.} = -1 + \sqrt[n]{(1 + MIRR^{Unadj.})^n + \frac{\text{Options Portfolio Value}}{\text{Investments}}}, \quad (3)$$

где $MIRR^{Unadj}$ – модифицированная внутренняя норма доходности без корректировки на стратегические возможности;

$MIRR^{Adj}$ – модифицированная внутренняя норма доходности с корректировкой на стратегические возможности;

Options Portfolio Value – стоимость портфеля реальных опционов проекта;

Investments – сумма начальных инвестиций либо дисконтированная сумма инвестиций за весь период проекта;

N – количество лет, на протяжении которых длится проект.

Данные корректировки кажутся достаточно простыми, логичными и понятными. Однако на практике проведение финансового анализа проектов с использованием инструментария реальных опционов является достаточно сложной процедурой.

Теоретически анализ можно провести вручную, при помощи теории вероятностей, стохастической математики и дифференциальных уравнений. Однако для увеличения достоверности практических результатов анализа сложных инвестиционных проектов часто будет требоваться использование специального программного обеспечения, симуляционных моделей и прочего технического инструментария⁷.

Общая схема процесса анализа проектов будет выглядеть следующим образом (см. рис. 4).

С точки зрения анализа стратегических возможностей самым сложным и трудно формализуемым шагом является шаг 4 «Идентификация и структурирование портфеля реальных опционов».

Существует ряд стандартных ситуаций и сопутствующих им реальных опционов (о них мы кратко писали в общей части). Однако на практике полезно провести анализ чувствительности (либо по DCF модели, либо по симуляции Монте-Карло) и выявить те факторы, которые:

- оказывают достаточно существенное влияние на традиционный показатель NPV;
- являются наиболее подверженными рискам, внешним и системным шокам.

⁶ Бочкарев А. Л. Финансовый анализ. СПб.: Питер, 2011. С. 384.

⁷ Ефимова О.В. Финансовый анализ как инструментальный принятию экономических решений. – М.: Омега-Л, 2009. – с. 178



Рис. 4. Инвестиционный профиль проекта

Следующей ступенью будет являться понимание механизма влияния данных факторов (переменных) на стоимость проекта и формулирование задачи в терминах теории реальных опционов.

Для упрощения задачи можно использовать

отраслевую информацию. Если анализу подлежат стратегические проекты по входу на рынок, полезно также учитывать форму реализации проекта. Приведем сводную таблицу для стандартных случаев (см. табл. 4):

Проводя финансовый анализ проектов с

Таблица 3

Параметры контрактных опционов

Тип опциона	Масштаб	Гибкость	Рост	Время	Выход	Обучение
Экспорт	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Прямые инвестиции через контролируемую компанию	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет
Венчурный бизнес на основе крупной прямой инвестиции	Да	Да	Да	Да	Нет	Да
Стратегический альянс	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Франчайзинговое соглашение	Да	Да	Да	Да	Нет	Да
Лицензионное соглашение	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Соглашение о передаче управления	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Подрядное производство	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Да
Контрактно-концессионные схемы	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Да
Интернет-бизнес	Да	Да	Да	Да	Да	Да

Коэффициентный анализ

Стандартная форма коэффициентного анализа		Расширение стандартной формы для элементов метода реальных опционов	
1. Стоимость	- NPV - APV - IRR - MIRR	6. Стоимость	- Скорректированный NPV - Скорректированная IRR - Скорректированная MIRR
2. Рост	- Выручки - Прибыли - Активов	7. Риск	- Волатильность денежных потоков - Симуляционная VaR (5%) - Симуляционная VaR (1%)
3. Рент-сть	- Валовая рентабельность - Рентабельность по EBITDA - Рентабельность по EBIT - Рентабельность по EBT - Чистая рентабельность	8. Доходность/Риск	- NPV/Волатильность - VaR/NPV
4. Показатели Дюпона	- NI/EBT - EBT/EBIT - EBIT/Продажи - Оборачиваемость активов - Леверидж - Рентабельность капитала	9. Специфические показатели , характеризующие вероятность исполнения каждого опциона в портфеле. Подбираются индивидуально для каждого типа опционов	
5. Ликвидность	- Текущая ликвидность - Мгновенная ликвидность		

использованием метода реальных опционов, нужно понимать важную особенность формируемых показателей.

Показатель NPV с учетом эффекта стратегических возможностей действительно более полно отражает факторы формирования стоимости компании. Однако на этапе коэффициентного анализа, выбора проектов и распределения капитала между проектами важно помнить, что данный показатель является неоднородным и состоит из:

1. «Первого эшелона» стоимости — по прогнозам денежных потоков;

2. «Второго эшелона» стоимости, которая не является детерминированной и является квантификацией потенциальных возможностей бизнеса.

Поэтому на этапе выбора проектов наряду с использованием традиционных коэффициентов рентабельности, окупаемости, деловой активности важно использовать показатели, характеризующие риски проекта (см. табл. 4).

В качестве 9-й группы показателей в табли-

це приведены коэффициенты, которые характеризовали бы вероятность исполнения того или иного опциона. Смысл введения данной группы коэффициентов состоит в том, что стоимость реальных опционов и заключенных в них стратегических возможностей является условной и всецело зависит от исхода неопределенности проекта. В том случае, если опцион не будет исполнен, сумма стоимости, которую он добавит компании, будет равна нулю. В этом смысле стоимость реальных опционов радикально отличается от DCF-стоимости, которая представляет собой безусловное математическое ожидание добавленной стоимости после реализации проекта.

Поскольку данные показатели весьма специфические, возможность их расчета определяется той информацией, которой владеет аналитик. Часто требуемая информация бывает закрытой или недоступной. Например, вероятность реализации опциона «гибкость и адаптивность» может частично характеризоваться историей успеха команды менеджеров (в том

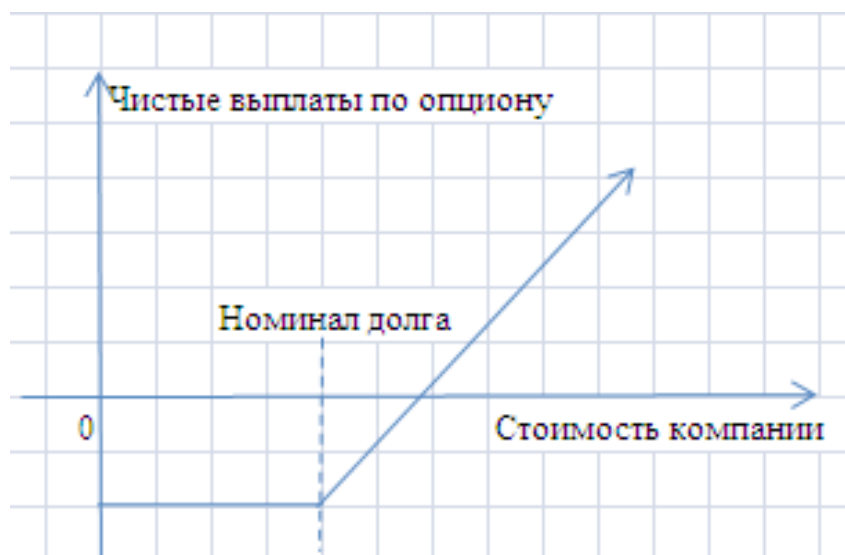


Рис. 5. Профиль опциона

случае, если у менеджеров был опыт реализации проектов в данной компании, можно сравнить прогнозную и фактическую доходность по данным проектам).

Сложно также переоценить перспективы применения метода реальных опционов для анализа и обоснования оптимальной структуры капитала компании. В этом случае реальные опционы также играют роль мостика между стратегическим и финансовым анализом.

Финансовые решения являются частью стратегии компании (существует целевая структура капитала).

Согласно сложившейся аналитической практике, выбор целевой структуры капитала осуществляется исходя из фундаментальных факторов компании, отрасли, рынка — балансовой стоимости собственного капитала, параметров доходности рынков долгового и акционерного капитала, системы налогообложения и прочих факторов.

Вместе с тем решение о выборе структуры финансирования подразумевает не меньше факторов неопределенности, чем, к примеру, анализ и выбор инвестиционного проекта.

Чаще всего при анализе и выборе оптимальной структуры источников финансирования фигурирует именно балансовая (сумма акционерного, добавочного капитала и резервов из прибыли) стоимость собственного капитала. Между тем у такого подхода существует целый ряд методологических противоречий. Первое из них — тот факт, что по своей экономической

и правовой природе (ограничение ответственности акционера по долгам акционерного общества суммой акций корпорации) стоимость капитала не может быть отрицательна. Более того, даже в достаточно трудной финансовой ситуации существует вероятность того, что до расчетного момента несостоятельности положение дел изменится и компания начнет генерировать чистую прибыль.

Попытаемся представить капитал корпорации в виде реального опциона. Для этого нужно сделать следующие допущения:

- 1) теорема Модильяни-Миллера эффективна;
- 2) существует детерминированная безрисковая ставка доходности;
- 3) существует некоторое понимание стохастического процесса изменения стоимости активов корпорации.

В этом случае капитал компании можно представить как реальный опцион со следующими параметрами:

- стоимость базового актива — оценка стоимости активов компании;
- цена страйк — балансовая стоимость долгового финансирования;
- срок исполнения опциона — средневзвешенная дюрация долгового финансирования;
- сигма — волатильность отраслевого рынка;
- безрисковая ставка — прогноз казначейской ставки на срок исполнения опциона.

Отрицательное значение собственного капи-

тала проблемных компаний часто затрудняет расчет и использование показателя левеиджа при анализе структуры капитала. Использование представления собственного капитала в качестве реального опциона значительно расширяет аналитические возможности. Это является особенно ценным с учетом посткризисной масштабности рынка пакетов акций (долей) в компаниях с серьезными финансовыми и операционными проблемами. Применение подобного подхода может существенно облегчить процесс сделки для инвестора в случае, когда острота проблем потенциальной цели затрудняет процесс построения классических финансовых прогнозов, а небольшая стоимость пакета ограничивает возможности процедуры Due Diligence для выявления специфических рисков.

* * *

Метод реальных опционов на практике позволяет решить проблему, которая однозначно не решается классическими методами, — измерить и проанализировать стоимость управленческой гибкости в случаях, когда менеджеры могут:

- отложить инвестиционное решение до появления лучшей информации о ситуации на рынке;
- увеличить или уменьшить масштаб проекта;
- принять решение о прекращении проекта;
- изменить состав используемых ресурсов или технологические решения;
- структурировать инвестиции в проект в виде последовательных шагов, реализация каждого из которых зависит от результатов на предыдущем.

Таким образом, управленческая гибкость обладает очевидными экономическими эффектами, проанализировать которые нам позволит метод реальных опционов. Принято считать, что в наибольшей степени метод реальных опционов применим к проектам по геологической разработке природных ресурсов, start-up проектам или проектам с элементами start-up.

Однако в условиях макроэкономической нестабильности и постоянного внедрения новых технологий даже, казалось бы, традиционные отрасли, такие как сельское хозяйство или химическая промышленность, обладают значительным потенциалом для внедрения метода

реальных опционов.

Ниже мы кратко охарактеризуем ключевые неопределенности и источники волатильности, которые делают возможным использование метода реальных опционов в соответствующих областях.

Биотехнологии, фармацевтика, новые технологии в телекоммуникациях и электронике имеют волатильные либо несформировавшиеся конечные рынки: часто продукт проекта является единственным, определяющим рынок в своей категории, и поэтому стоимость в значительной степени будет определяться гибкостью действий менеджмента.

Химическая, нефтяная промышленность и сельское хозяйство работают в commodity-сегментах, что подразумевает гиперзависимость от часто меняющейся ситуации на сырьевых рынках и рынках конечных товаров, которая является сложно прогнозируемой и зависит от множества экономических, политических, географических, социальных, психологических и других факторов.

Геологоразведочные проекты несут в себе как проектно-конструкторские риски сложных инвестиционных проектов, так и риски колебания спроса на добываемое сырье, которое в большинстве случаев принадлежит к commodity-сегменту.

Государственно-частные партнерства (далее — ГЧП) и любые формы финансового сотрудничества государства и бизнеса обычно подразумевают весь спектр неопределенностей реализации сложных инвестиционных проектов (обычно в рамках проектов ГЧП реализуются технически сложные и рискованные масштабные инфраструктурные проекты) и риски регуляторного характера — недостаточной определенности законодательства ГЧП (в России) или возможности неблагоприятных изменений в законодательстве.

Все экологически чувствительные отрасли в разных странах (химическая, металлургическая, нефтеперерабатывающая, транспортная и т. д.) подвержены дополнительным неопределенностям, связанным с дальнейшей проработкой специализированного экологического законодательства (Emission Trading Scheme, системы carbon taxes, ecological taxes и т. д.). Вместе с тем в данном примере становится осо-

бенно прозрачной амбивалентность данной неопределенности: с одной стороны, возможная необходимость дополнительных инвестиций и выплат, с другой (как в случае ETS) — в результате повсеместного внедрения данных экологических требований появляется новый рынок сертификатов эмиссии, и у компании появляется возможность получения дополнительного дохода в будущем.

Таким образом, использование теории реальных опционов таит в себе значительные возможности для адаптации и совершенствования существующих в современной практике финансового анализа методов оценки и анализа инвестиционных проектов. Разумное и творческое использование элементов теории реальных опционов особенно важно для аналитической работы со:

- сложными, многостадийными инвестиционными проектами;
- start-up бизнесами и проектами венчурного финансирования;
- проектами, реализуемыми в среде с высокими параметрами неопределенности — кризисной ситуации, рынками с высокой вола-

тильностью и пр.

- компаниями, находящимися в сложном финансовом положении.

Основная сложность широкого внедрения в финансовый анализ элементов теории реальных опционов заключается в использовании достаточно сложного математического инструментария и отсутствии формализованной методики идентификации и структурирования портфеля реальных опционов проекта.

Вместе с тем, как было показано в данной статье, применение разумных упрощений и поиск наиболее последовательных аналитических инструментов делает вполне возможным внедрение элементов теории реальных опционов в повседневную аналитическую практику и без использования дорогостоящего программного обеспечения и услуг внешних консультантов.

Встраивание анализа стратегических возможностей и условной стоимости в традиционную схему объединяет потенциал стратегического и финансового анализа и создает аналитический инструмент, адекватный экономике нового мира, построенной на риске и неопределенности.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Adkins R., Paxson D.* Renewing Assets with Uncertain Revenues and Operating Costs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2011, vol. 5, no 46, pp. 102–184.
2. *Sydsæter K., Hammond H.* Essential Mathematics for Economic Analysis. Harlow, England, Prentice-Hall, 2006, 658 p.
3. *Hirths S., Uhrhomburg M.* Investment timing, liquidity, and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 2011, no. 16, pp. 238–279.
4. *Ефимова О. В.* Финансовый анализ как инструментарий принятия экономических решений. – М.: Омега-Л, 2009. – 305 с.
5. *Бочкарев А. Л.* Финансовый анализ. – СПб.: Питер, 2011. – 583 с.

REFERENCES

1. *Adkins R., Paxson D.* Renewing Assets with Uncertain Revenues and Operating Costs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2011, vol. 5, no 46, pp. 102–184.
2. *Sydsæter K., Hammond H.* Essential Mathematics for Economic Analysis. Harlow, England, Prentice-Hall, 2006, 658 p.
3. *Hirths S., Uhrhomburg M.* Investment timing, liquidity, and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 2011, no. 16, pp. 238–279.
4. *Efimova O. V.* Financial analysis as a tool for economic decision-making. Moscow, Omega-L, 2009, 305 p. (in Russian).
5. *Bochkarev A. L.* Financial analysis. Saint Petersburg, Piter, 2011, 583 p. (in Russian).

НАШИ АВТОРЫ

*Авдийский
Владимир Иванович*

Д. э. н., проф.; зам. проректора по научным исследованиям и разработкам, зав. кафедрой «Анализ рисков и экономическая безопасность» Финансового университета

*Бельгибаева
Куралай Канашевна*

К. э. н., ассоциированный проф. каф. «Экономика и менеджмент» Казахстанско-Британского технического университета, г. Алматы, Республика Казахстан
E-mail: belgibaeva_k@mail.ru

*Брусов
Петр Николаевич*

Д. ф.-м. н., проф. каф. «Прикладная математика» Финансового университета
E-mail: pnb1983@yahoo.com

*Брусов
Павел Петрович*

К. ф.-м. н., ведущий научный сотрудник Южного федерального университета
E-mail: ppb@bmail.ru

*Брусова
Анастасия Петровна*

Начальник отдела финансовых расчетов и рисков компании МТС
E-mail: flowerik1@yandex.ru

*Бублик
Николай Дмитриевич*

Д. э. н., проф., проф. каф. «Экономико-математические методы и модели», Финансовый университет, г. Уфа
E-mail: mim.ufa@vzfei.ru

*Варламова
Елена Николаевна*

Асп. каф. «Аудит» Финансового университета
E-mail: Varlamova-Popova@yandex.ru

*Данилина
Марина Викторовна*

К. э. н., ст. преп. каф. «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг» Финансового университета
E-mail: marinadanilina@yandex.ru

*Егорова
Алла Вячеславовна*

Асп. РЭУ им. Г. В. Плеханова, начальник управления риск-менеджмента — контролер профессионального участника рынка ценных бумаг ЗАО «Дексия Банк»
E-mail: gorov1809931@rambler.ru

*Ерошкин
Сергей Юрьевич*

К. э. н., доц., доц. каф. «Анализ рисков и экономическая безопасность» Финансового университета

*Залесов
Дмитрий Викторович*

Асп. каф. «Управление знаниями и прикладной информатики в менеджменте» Московского государственного университета экономики, статистики и информатики
E-mail: Dmitry.zalesov@gmail.com

*Калмыков
Юрий Павлович*

К. э. н., проф., зам. директора Института краткосрочных программ Финансового университета
E-mail: Jkalmykov@fa.ru

*Кочкаров
Расул Ахматович*

К. э. н., доц. каф. «Математическое моделирование экономических процессов» Финансового университета
E-mail: rasul_kochkarov@mail.ru

<i>Красс Максим Семенович</i>	Д. ф.-м. н., проф., проф. каф. «Математическое моделирование экономических процессов» Финансового университета E-mail: vurga@mail.ru
<i>Лукина Ирина Николаевна</i>	К. э. н., доц. каф. «Финансы и кредит», Финансовый университет, г. Уфа E-mail: fik.ufa@vzfei.ru
<i>Матросов Сергей Викторович</i>	К. э. н., доц., доц. каф. «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения» Финансового университета E-mail: smatroso@list.ru
<i>Морозюк Юрий Витальевич</i>	Д. психол. н., проф. каф. «Менеджмент» Финансового университета E-mail: 7085963@mail.ru
<i>Морозюк Светлана Николаевна</i>	Д. психол. н., проф. каф. «Менеджмент» Финансового университета E-mail: 7085963@mail.ru
<i>Насриддинов Салимджон Амонбердиевич</i>	К. т. н., старший научный сотрудник Отдела проблем внешнеэкономических отношений Института экономики и демографии Академии наук Республики Таджикистан E-mail: salimjon2008@yandex.ru
<i>Орехова Наталья Петровна</i>	К. ф.-м. н., ведущий научный сотрудник, Финансовый университет E-mail: Natali_Orehova@bk.ru
<i>Платко Алла Юрьевна</i>	К. э. н., доц., доц. каф. «Экономическая теория» Московского государственного технического университета «МАМИ» E-mail: kafedra-ekonomika@yandex.ru
<i>Просолупова Ксения Сергеевна</i>	Асп. каф. «Экономический анализ» Финансового университета E-mail: ksenia.prosolupova@gmail.com
<i>Романов Анатолий Николаевич</i>	Д. э. н., проф.; научный руководитель Финансового университета E-mail: aromanov@fa.ru
<i>Рыжов Роман Сергеевич</i>	К. ю. н., зав. каф. «Гражданские и уголовно-правовые дисциплины» филиала Московского государственного университета технологий и управления им. К. Г. Разумовского» в г. Волоколамске Московской области; докторант кафедры «Административное право» Московской государственной юридической академии имени О. Е. Кутафина»
<i>Филатова Мария Анатольевна</i>	Ст. преп. кафедры «Финансовый менеджмент» E-mail: mfilatova@fa.ru
<i>Филатова Татьяна Васильевна</i>	К. э. н., проф. каф. «Финансовый менеджмент» E-mail: mfilatova@fa.ru
<i>Чувилин Денис Валерьевич</i>	Ст. преп. кафедры «Финансы и кредит» ЗФЭИ в г. Уфе, Финансовый университет E-mail: ufadenis@rambler.ru

OUR AUTHORS

- Vladimir I. Avdiyskiy* Doctor of Science (Law), Prof., Vice Prorector,
Head of the Chair “Risk Analysis and Economic Security”,
Financial University
- Kuralay K. Belgibaeva* Candidate of Science (Economics), Associated Professor of Chair
“Economy and management” of the Kazakh-British Technical
University, Almaty, Republic of Kazakhstan
E-mail: belgibaeva_k@mail.ru
- Petr N. Brusov* Professor of the Chair “Applied mathematics”,
Financial University
E-mail: pnb1983@yahoo.com
- Pavel P. Brusov* Leading scientist,
Southen Federal University
E-mail: ppb@bmail.ru
- Anastasiya P. Brusova* Head of the Department of
Financial Settlements and Risks of MTS
E-mail: flowerik1@yandex.ru
- Nikolay D. Bublik* Doctor of Science (Economics), Prof., Chair “Economics and
Mathematical Methods and Modeling”,
Financial University
E-mail: mim.ufa@vzfei.ru
- Elena N. Varlamora* Post-graduate student of the Chair “Audit”,
Financial University
E-mail: Varlamova-Popova@yandex.ru
- Marina Vc. Danilina* Candidate of Science (Economics), Associate Professor of the
Chair “Financial markets and financial engineering”,
Financial University
E-mail: marinadanilina@yandex.ru
- Alla V. Yegorova* Post-graduate student of Plekhanov Russian University
of Economics, Head of Risk-management – Controller of
Professional participant of financial markets in Dexia Bank.
E-mail: gorov1809931@rambler.ru
- Sergey Yu. Eroshkin* Candidate of Science (Economics), Associate Professor of the
Department of Risk Analysis and Economic Security,
Financial University
- Dmitry V. Zalesov* Post-graduate student, Moscow State University of Economics,
Statistics and Informatics, Chair “Knowledge Management and
Applied Informatics in Management”
E-mail: Dmitry.zalesov@gmail.com
- Yuriy P. Kalmykov* PhD, Professor, Deputy Director of the Short-term programs
Institute of the Finance University
E-mail: Jkalmykov@fa.ru
- Rasul A. Kochkarov* Candidate of Science (Economics), associate professor of the
Department of Mathematical modeling of economic processes,
Financial University
E-mail: rasul_kochkarov@mail.ru

- Maxim S. Krass** Doctor of Science (Phys and Math), Professor,
Professor of the Chair “Mathematical Modelling of Economy
Processes”, Finance University
E-mail: vurga@mail.
- Irina I. Lukina** Candidate of Science (Economics)
Associate Professor, Chair of Finance and Credit,
Finance University
E-mail: fik.ufa@vzfei.ru
- Sergey V. Matrosov** Candidate of Science (Economics), Associate Professor of the
Chair “International Currency, Credit and Financial Relations”,
Financial University
E-mail: smatroso@list.ru
- Yury. V. Morozyuk** Doctor of Science (Psychology), Professor of the Chair
“Management”, Financial University
E-mail: 7085963@mail.ru
- Svetlana N. Morozyuk** Doctor of Science (Psychology), Professor of the Chair
“Management”, Financial University
E-mail: 7085963@mail.ru
- Salimdzhon A. Nasriddinov** Candidate of Science (Technical), Competitor of the Voronezh
State University of Engineering Technologies
E-mail: salimjon2008@yandex.ru
- Natalia P. Orekhova** Leading scientist,
Financial University
E-mail: Natali_orehova@bk.ru
- Alla J. Platko** Candidate of Science (Economics), Assistant Professor,
Assistant Professor of the Chair “Economic Theory”,
Moscow State Technical University «MAMI»
E-mail: Kafedra-ekonomika@yandex.ru
- Ksenia S. Prosolupova** Post-graduate student of the Chair “Economic Analysis”,
Financial University
E-mail: ksenia.prosolupova@gmail.com
- Anatoly N. Romanov** Candidate of Science (Economics),
Professor, Academic Supervisor,
Financial University
E-mail: aromanov@fa.ru
- Roman S. Ryzhov** Candidate of Science (Law), Head of the Chair «Civil and
Criminal Law» of the Moscow State University of Technologies
and Management of K. G. Razumovsky in Volokolamsk, Moscow
Region. The Doctoral candidate of the Chair «Administrative
law», Moscow State Law Academy named after O. E. Kutafin
- Maria A. Filatova** Senior teacher of the Chair “Financial management”,
Financial University
E-mail: mfilatova@fa.ru
- Tatiana V. Filatova** Professor of the Chair “Financial management”,
Financial University
E-mail: mfilatova@fa.ru
- Denis V. Chuvilin** Senior teacher of the Chair “Finance and Credit”,
Financial University
E-mail: ufadenis@rambler.ru

№ 4 (70) 2012 год

ВЕСТНИК ФИНАНСОВОГО УНИВЕРСИТЕТА

Международный
теоретический и научно-практический журнал

Подписка в редакции
по тел./факс: (499) 943-94-82
Выпускающий редактор – В. В. Литвинова
Редактор – Л. Н. Власенко
Дизайн, верстка – С. В. Булычев
Адрес редакции:
125993, Москва, ГСП-3,
Ленинградский пр-т, 51, к. 604
Тел.: 8 (499) 943 9929
E-mail: fin.jurnaly@yandex.ru
<http://www.fa.ru>

Subscription in editorial office
tel./fax: (499) 943-94-82
Output editor – V. V. Litvinova
Editor – L. N. Vlasenko
Design, make up – S. V. Bulychev
Editorial address:
51, Leningradsky prospect, office 604
Moscow, 125993
tel.: +7 (499) 943 9929
E-mail: fin.jurnaly@yandex.ru
<http://www.fa.ru>

Подписано в печать 06.08.2012
Формат 60 x 84 1/8. Печать офсетная.
Гарнитура Times New Roman.
Объем 10,0 п. л.
Заказ № 593-ОД
Тираж: 250 экз.

Signed for press on 06.08.2012
Format — 60 x 84 1/8. Offset print.
Font — Times New Roman.
Size 10,0 printer sheets.
Order № 593-OD
Circulation: 250 copies

Отпечатано:
в Управлении полиграфии
Финансового университета
при Правительстве
Российской Федерации

Printed by Administration
of Printing House of Financial
University under the Government
of the Russian Federation

© Финансовый университет

© Financial University

№ 4 (70) 2012

BULLETIN of FINANCIAL UNIVERSITY

International
theoretical and applied sciences journal