

Учредители:

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Пермский государственный национальный исследовательский университет», некоммерческое партнерство «Клуб финансистов Пермского края»

Издатель:

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Пермский государственный национальный исследовательский университет»

Журнал издается кафедрой финансов, кредита и биржевого дела ПГНИУ с 2004 года. Предыдущее название «Актуальные проблемы формирования механизма функционирования финансового рынка Российской Федерации» (до 2014 г.)

Выходит 2 раза в год

Главный редактор: Молчанова Маргарита Юрьевна (к.э.н., Пермь, Россия)

Зам. гл. редактора: Голева Ольга Ивановна (к.э.н., Пермь, Россия)

Зам. гл. редактора (английский текст): Гуляева Светлана Юрьевна (Пермь, Россия)

Редакционная коллегия:

Белкин Владимир Алексеевич (д.э.н., г. Челябинск, Россия)
Гаджикурбанов Джабраил Магомедович (д.э.н., г. Ижевск, Россия)
Городилов Михаил Анатольевич (д.э.н., г. Пермь, Россия)
Елохова Ирина Владимировна (д.э.н., г. Пермь, Россия)
Ивлиев Сергей Владимирович (к.э.н., г. Пермь, Россия)
Кольцова Татьяна Александровна (к.э.н., г. Тюмень, Россия)
Кох Игорь Анатольевич (д.э.н., г. Казань, Россия)
Лившиц Вениамин Наумович (д.э.н., г. Москва, Россия)
Морозова Татьяна Юрьевна (к.э.н., г. Москва, Россия)
Толстолесова Людмила Анатольевна (д.э.н., г. Тюмень, Россия)
Ферова Ирина Сергеевна (д.э.н., г. Красноярск, Россия)
Яндиев Магомет Исаевич (к.э.н., г. Москва, Россия)

Редакционный совет:

Бутиков Игорь Леонидович (д.э.н., г. Ташкент, Узбекистан)
Засько Вадим Николаевич (д.э.н., г. Москва, Россия)
Мельник Маргарита Викторовна (д.э.н., г. Москва, Россия)
Миролюбова Татьяна Васильевна (д.э.н., г. Пермь, Россия)
Ролдугин Валерий Иванович (д.э.н., г. Рига, Латвия)
Фатхуллаева Хосият Хабибуллаевна (к.э.н., г. Душанбе, Таджикистан)

Верстка: Савченко О.Л.

Издание включено в национальную информационно-аналитическую систему «Российский индекс научного цитирования» (РИНЦ)

Адрес редакции:

614990, г. Пермь, ул. Букирева, 15,
Пермский государственный национальный исследовательский университет,
кафедра финансов, кредита и биржевого дела
Тел.: + 7 (342) 2 396 294,
E-mail: PermFinance@psu.ru

Founders:

Perm State University, Financial experts' community of Perm region

Editor in chief: Margarita Yu. Molchanova (Associate Professor, Perm, Russia)

Deputy Editor in Chief: Olga I. Goleva (Associate Professor, Perm, Russia)

Deputy Editor in Chief (English version): Svetlana Yu. Guliaeva (Perm, Russia)

Science journal is published by Finance, Credit and Exchange Business Department of Perm State University since 2004. Former name "Actual Issues of Russian Financial Market".

The journal is published twice a year.

Editorial Board

Vladimir A. Belkin (Professor, Chelyabinsk, Russia)

Dzhabrail M. Gadzhikurbanov (Professor, Izhevsk, Russia)

Mikhail A. Gorodilov (Professor, Perm, Russia)

Irina V. Elohova (Professor, Perm, Russia)

Sergey V. Ivliev (Associate Professor, Perm, Russia)

Tatyana A. Koltsova (Associate Professor, Tyumen, Russia)

Igor A. Koch (Professor, Kazan, Russia)

Veniamin N. Livshits (Professor, Moscow, Russia)

Tatyana Yu. Morozova (Associate Professor, Moscow, Russia)

Lyudmila A. Tolstolesova (Professor, Tyumen, Russia)

Irina S. Ferova (Professor, Krasnoyarsk, Russia)

Magomet I. Yandiev (Associate Professor, Moscow, Russia)

Editorial Council

Igor L. Butikov (Professor, Tashkent, Uzbekistan)

Vadim N. Zasko (Professor, Moscow, Russia)

Margarita V. Melnik (Professor, Moscow, Russia)

Tatyana V. Mirolyubova (Professor, Perm, Russia)

Valery I. Roldugin (Professor, Riga, Latvia)

Hosijat H. Fathullaeva (Associate Professor, Dushanbe, Tajikistan)

Page-proof: Olga L. Savchenko

Publication is included into the national informational analytical system "Russian Science Citation Index".

Address of Editorial Board:

Finance, Credit and Exchange Business Department of Perm State University

Perm State University,

Perm, Bukireva st, Building 15, Postcode 614990, Russia.

Tel. + 7 (342) 2 396 294

E-mail: PermFinance@psu.ru

СОДЕРЖАНИЕ	CONTENTS
Мнения практиков	Expert view
Пучнин В.М. Профессиональные сообщества финансистов: профориентационная функция (на примере НП «Клуб финансистов Пермского края») 4	<i>Puchnin V.M.</i> Professional Community of financial experts: career advice (by the example of «Financial experts' community of Perm region») 4
Чернов С.А. Финансовый рынок России – жизнь после санкций 16	<i>Chernov S.A.</i> Financial market of Russia, post – sanction period 16
Научные исследования	Academic researches
Львова Н.А., Абрамишвили Н.Р., Дарушин И.А., Воронова Н.С. Проблемы финансовой оценки и диагностики публичных компаний в условиях формирующегося рынка 34	<i>Lvova N.A., Abramishvili N.R., Darushin I.A., Voronova N.S.</i> Problems of financial evaluation and diagnostics of public companies in the emerging market 34
Осмоловец С.С. Инструменты обеспечения финансовой стабильности в региональных экономических союзах (на примере стран Латинской Америки) 47	<i>Osmolovets S.S.</i> Tools for ensuring financial stability in regional economic unions (on the example of Latin America) 47
Митюшкина Е.Н. Стоимостной анализ как ключевой этап оценки бизнеса 59	<i>Mityushkina E.N.</i> Value analysis as a key stage of business valuation 59
Шубин К.А. Преимущества международной диверсификации инвестиционного портфеля частного инвестора 75	<i>Shubin K.A.</i> Advantages of international diversification of investment portfolio of a private investor 75
Будникова О.Н. Межстрановой сравнительный анализ налоговой нагрузки в банковском секторе экономики (на примере Беларуси, России, Литвы и Франции) 99	<i>Budnikova O. N.</i> Intercountry comparative analysis of tax burden in the banking sector of economy (on the example of Belarus, Russia, Lithuania and France) 99
Дискуссии	Discussions
Черемисинова Д.В., Тарасенко С.В., Скороход А.А. Зарубежный опыт финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства и возможность его имплементации 115	<i>Cheremisinova D.V., Tarasenko S.V., Skorokhod A.A.</i> Foreign experience of financing infrastructure projects based on public-private partnership and the possibility of its implementation 115
Мельников А.Е. К статье Черемисинова Д. В., Тарасенко С.В., Скороход А.А. «Зарубежный опыт финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства и возможность его имплементации» 127	<i>Melnikov A.E.</i> To the article Cheremisinova D.V., Tarasenko S.V., Skorokhod A.A. “Foreign experience of financing infrastructure projects based on public-private partnership and the possibility of its implementation” 127
Статьи молодых ученых	Young scientist's articles
Чепкасов В.В. Налоговые риски как объект управления 130	<i>Chepkasov V.V.</i> Tax risk as an object of management 130

УДК 336

Пучнин Владимир Михайлович

*Заместитель генерального директора
по экономике и финансам АО «АльянсСетьСтрой»
г. Пермь, Россия*

Puchnin.v@mail.ru

Профессиональные сообщества финансистов: профориентационная функция (на примере НП «Клуб финансистов Пермского края»)

Аннотация. Все выпускники ВУЗов (и выпускники экономических и финансовых специальностей в том числе), как правило, обладают некоторой теоретической базой и остро нуждаются в получении практических навыков работы. Очень важно представлять процессы не только на примере учебников, но и из практической жизни. Одной из форм получения практических знаний является взаимодействие с профессиональными сообществами.

На примере деятельности некоммерческого партнерства «Клуб финансистов Пермского края» продемонстрированы опыт и возможности такого взаимодействия. В Клубе объединены знания, профессиональный опыт финансистов, наработанный десятилетиями в разных сферах экономики и финансов как Пермского края, так и России в целом. Это достаточно полезная информация, которую не найдешь в учебниках.

В предлагаемой статье описаны история создания Клуба финансистов и опыт взаимодействия с ВУЗами как отдельных его членов, так и партнерства в целом. Ключевым ежегодным событием в работе с будущими финансистами является открытый конкурс «Молодой финансист», проводимый клубом на протяжении двенадцати лет.

Членам клуба, профессиональным финансистам с многолетним стажем и внушительным багажом знаний и навыков, есть чем поделиться, и это не только профессиональный опыт, но и возможность трудоустройства и будущее членство в Клубе.

Ключевые слова: экономическое образование, финансовое образование, подготовка молодых специалистов, качество выпускников ВУЗов, профориентация, профессиональные сообщества, НП «Клуб финансистов Пермского края»

Молодой финансист: вчерашний студент – завтрашний специалист

Мнения работодателей о выпускниках - финансистах (по результатам экспресс-опроса членов НП «Клуб финансистов Пермского края») достаточно разнообразны в меру субъективных особенностей каждого, но есть ряд моментов, по которым опрашиваемые сходятся. Бесспорно, положительные стороны современных выпускников экономических и финансовых специальностей – это повышение уровня компьютерных знаний и навыков. Использование более широкого спектра технических средств и программных продуктов. Уровень теоретических знаний нельзя оценить как средний показатель по ВУЗу и объективно сделать заключение о его росте за последние годы или снижении.

Во-первых, усредненность очень часто сама по себе ошибочна.



Во-вторых, как и раньше, есть студенты с выдающимися знаниями, победители всевозможных конкурсов и олимпиад, есть «середнячки», есть и «извечная галерка».

В-третьих, речь не идет о сугубо теоретических, академических знаниях, более важно уметь применить эти знания на практике. Несмотря на то, что наша экономическая, финансовая и правовая среда становится более стабильной, (относительно тех же нулевых годов), мы по-прежнему живем в эпоху перемен. Вот последние статистические данные: «В 2017 г. было подписано 530 новых законов, это не считая писем Минфина, инструкций Центробанка. В 2018 г. (на начало декабря) подписано уже 250 новых законов». Чтобы проанализировать этот объем специалисту, в совершенстве владеющему базовыми знаниями, понадобится не один месяц. С этой точки зрения, мнения работодателей сходятся в том, что важно, чтобы студенты владели навыками работы с информацией, умением выделять основные тенденции и, главное, делать правильные выводы.

Конечно, без теории нет практики, но очень важно представлять процессы не только на примере учебников, но и из практической жизни. Идеальным считается сочетание теоретических и практических знаний. Одной из таких форм является возможность передачи этого опыта профессиональными сообществами. Примером может служить Клуб финансистов Пермского края.

В Клубе объединены знания, профессиональный опыт финансистов, наработанный десятилетиями в разных сферах экономики как нашего региона, так и в целом России. Это достаточно полезная информация, которую не найдешь в учебниках, охватывающая длинный временной период. Накопление этого опыта началось еще в условиях плановой, как ее сейчас называют административно-командной экономики СССР. В дальнейшем опыт впитал в себя все самое важное из лихих девяностых, череду государственных реформ, взлета ставок рефинансирования ЦБ до 210% и дальнейшее колебательное движение вниз, хаос законодательного творчества, в том числе в сфере налогов, да и многое другое. Все это не только любопытно, как уникальные исторические события на стыке веков и формаций, а важно, с точки зрения понимания процессов и контекстных событий, определяющих тенденции и тренды развития экономики. И этот опыт мы передаем в разных формах, начиная от классического преподавания, проведения мастер-классов, руководства курсовыми и дипломными работами, на ежегодных конкурсах «Молодой финансист», в таких публикациях и статьях как эта, в Пермском финансовом журнале. Об этом, о Клубе, совсем немного о нас будет сказано в этой статье.

НП «Клуб финансистов Пермского края»: история создания и цели деятельности

Некоммерческое Партнерство «Клуб финансистов Пермского края» - уникальная для региона организация, объединившая финансовых топ-менеджеров ведущих предприятий Прикамья. Это название клуб получил относительно недавно, всего 5 лет тому назад. До этого, с момента создания в 2005 г. мы именовали себя «Клуб финансовых директоров» как профессиональное объединение «фиников», так шутливо нас называют.

Основной целью деятельности клуба является укрепление деловых связей

между предприятиями региона, представителями финансовой инфраструктуры, органами власти, в том числе и на общероссийском уровне. Иначе говоря, клуб — это площадка для знакомства и обмена опытом с коллегами-финансистами, возможность неформально обсуждать деловые и общественные проблемы и события, развиваться профессионально, использовать в Пермском крае самые современные финансовые инструменты и лучшие экспертные силы. Эта цель и вытекающие из них задачи затрагивают профессиональные интересы не только финансовых директоров, но и банки, инвестиционные, оценочные, страховые, аудиторские компании. Именно поэтому, как я уже отмечал выше, пять лет назад, Клуб финансовых директоров, переименовался в Клуб финансистов.

Клуб был создан в 2005 г. по инициативе вице-губернатора Михаила Антонова, который предложил периодически организовывать встречи наиболее авторитетных финансовых руководителей предприятий реального сектора экономики Пермского края. Благодаря высокому профессионализму в сфере финансов, именно эти люди могли бы высказывать свое экспертное мнение, оказывая помощь в процессе формирования регионального финансового законодательства и экономической политики Пермского края.

Идею создания подобного объединения поддержала и Татьяна Попова, представитель Пермского края в Совете Федерации. По ее словам, «при реформировании налоговой системы России очень важно учитывать опыт тех, кто каждый день живет и работает в этой системе».

Первыми «заводилами» процесса стали Андрей Силинг, Анастасия Тюрина и Александр Синотов — бессменный исполнительный директор Клуба на протяжении многих лет. Для того, что бы не перечислять всех «внесших значительную лепту» в основание и становление Клуба, ограничусь лишь этими персонами, заложившими философию нашего движения.

Учредителями Клуба выступили финансовые директора (заместители генеральных директоров) крупнейших предприятий Прикамья, таких как АО «Пермская приборостроительная компания», ГК «Финансы», ГК «Камская долина», АО «Лысьвинский металлургический завод», ИК «Витус». Некоторое время спустя, к нам присоединились коллеги из АО «Редуктор ПМ», ГК «Пермский целлюлозно - бумажный комбинат», ГК «ЭКС».

Клуб участвует в профессиональной оценке проектов нормативно-правовых актов РФ и Пермского края, касающихся налогового и хозяйственного права, на предмет практического применения. Клубом финансистов подписан ряд соглашений с Правительством Пермского края. В рамках подписанных соглашений или по прямой инициативе, Клуб взаимодействует с органами власти, Торгово-промышленной палатой, средствами массовой информации, другими организациями и сообществами. Представители Клуба традиционно входят в Общественные советы при министерствах Правительства Пермского края, в том числе в Общественный совет при Министерстве финансов Пермского края.

В 2014 г. Клуб финансистов Пермского края подписал соглашение о сотрудничестве с Российским клубом финансовых директоров. В рамках этого сотрудничества члены нашего Клуба участвуют в мероприятиях федерального уровня, получая новый опыт и делясь своим. Длительное сотрудничество



связывает Клуб и с издательством ИД «Финансовый директор». Результатом этого сотрудничества стали публикации с профессиональной финансовой тематикой, участие и победы в ежегодных номинациях «Лучший финансовый директор года». Общаясь с финансистами из других регионов, стоит отметить, что многие с «белой» завистью высказываются о деятельности нашего Клуба.

С целью развития профессионального уровня финансовых руководителей предприятий Пермского края за счет распространения лучшего мирового опыта управления экономикой и финансами Клуб финансистов совместно с партнерами организует и проводит тематические мероприятия (круглые столы, семинары, конференции, презентации). Постоянными партнерами таких мероприятий стали ВУЗы города, КПИГ, Женский клуб «Я деловая», ГК «Налоги и право», Пермская торгово-промышленная палата, Пермский Технопарк, «Разведка боем» и «Большая разведка», аудиторская компания «Актив» и многие другие.

Ставшие уже традиционными, налоговые форумы «Налогообложение: актуальные тенденции в области налоговых споров и новые аспекты налогового контроля» проводятся каждый год и всегда собирают многочисленную аудиторию. Как правило, это финансовые директора, директора по экономике и финансам, главные бухгалтера, руководители и собственники крупных и средних предприятий города, ведущие аудиторы и налоговые консультанты, эксперты и практики Пермской ТПП и Вузы г. Перми. Целью данного мероприятия является создание дискуссионной площадки по обсуждению нововведений в налоговом законодательстве, актуальных тенденций в области налоговых споров и налогового контроля, а также влиянию этих изменений на финансово-хозяйственную деятельность компаний Пермского края. Это хорошая возможность услышать экспертные мнения от ведущих налоговых консультантов России и Пермского края. Это и информационная сессия по актуальным тенденциям в области налоговых споров и новым аспектам налогового контроля, а также открытая площадка для дискуссий, новых знакомств, контактов и возможностей эффективного сотрудничества.

Более пяти лет представители Клуба входили в оргкомитет, являлись соорганизаторами и ведущими отдельных секций «Камского форума профессионалов рынка недвижимости». Форум сопровождался «международной выставкой объектов недвижимости, операций с недвижимостью, услуг по обустройству недвижимости, ипотечного кредитования и страхования недвижимости», на которой представлены стенды компаний-застройщиков, предлагаются варианты покупки доступного и комфортного жилья с информацией о динамике цен и бесплатными юридическими консультациями по вопросам недвижимости. В рамках форума обсуждались наиболее острые вопросы сложившейся экономической ситуации. Особое внимание привлекли такие секции и мероприятия, как межрегиональная аналитическая бизнес-конференция «Актуальный взгляд на развитие российского рынка в сфере финансов, недвижимости и строительства», практическая конференция «Рынок жилищного строительства. Стратегии застройщиков в условиях меняющегося рынка», круглый стол «Развитие рынка недвижимости в территориях Пермского края» и другие. Участие в форуме приняли эксперты из Москвы, Санкт-Петербурга, Челябинска, Владивостока, Омска, Тюмени, Екатеринбурга, Ижевска и других городов.

Еще одно крупное краевое мероприятие, в котором Клуб финансистов выступал в качестве соорганизатора, это «Форум развития территорий» проводимый Правительством Пермского края при поддержке регионального отделения «Деловой России» и Совета муниципальных образований края. Цель форума – повышение экономической активности и формирование условий для создания благоприятного инвестиционного климата в муниципальных образованиях региона. В программе Форума прошло обсуждение лучших практик муниципальных образований регионов России в улучшении делового климата и продвижении потенциала территории, а также презентации наиболее эффективных моделей муниципального и частного партнерства, межмуниципального сотрудничества. В рамках Форума работала экспозиция инвестиционных проектов муниципальных образований и предприятий, заинтересованных в развитии бизнеса в территориях края. Участниками форума были представители муниципальных и региональных органов власти; эксперты и специалисты в вопросах пространственного развития и экономического стимулирования, бизнес, заинтересованный в инвестициях, владельцы земельных участков, структуры, занимающиеся привлечением инвестиций и кредитно-финансовые учреждения, организации проектного финансирования, частные инвесторы.

Каждый год, в канун уходящего финансового года и в преддверие нового планового периода Клубом финансистов проводится круглый стол «Что год грядущий нам готовит?». Для подведения финансово-экономических итогов, анализа сложившихся тенденций и прогнозов на новый год приглашаются авторитетные Пермские и российские аналитики. Состояние и перспективы фондового рынка, прогноз макроэкономических показателей, таких как уровень инфляции, ставки рефинансирования (ключевой ставки) ЦБ РФ, стоимости кредитных ресурсов, стоимости валют по отношению к рублю, динамика цен на полезные ископаемые, нефть и драгоценные металлы. В опыте Клуба наиболее интересными обсуждениями были те, когда с прогнозами выступали два или более аналитика с разными вариантами развития событий. В таком случае участники разбивались на две или несколько дискуссионных групп и начиналась азартная полемика. Но и при наличии только одного спикера участники круглого стола не молчат, а чаще всего не соглашаются с позицией аналитика, или наоборот, поддерживают его прогноз. Конечно же эмоциональные дебаты не самоцель. Спор нужен для того, чтобы в его результате родилась истина, был выбран тот прогноз, который ляжет в основу плановых показателей бизнеса, за которые отвечают финансовые директора.

По уже сложившейся традиции члены клуба постоянно посещают предприятия региона для ознакомления с организацией финансово-экономической деятельности. И это не просто экскурсии, а, как правило, на выездных заседаниях Клуба обсуждаются актуальные вопросы экономики и финансов приглашающего предприятия. Мы обсуждаем вопросы современных технологий (финансовых, экономических, правовых и информационных) в научной, социальной и деловой сферах. При этом мы не ограничиваемся только предприятиями, где работают члены Клуба. Как правило, география выездов расширяется за счет партнеров Клуба. К таким примерам можно отнести посещение ПАО «Уралкалий», ГК «АВТ Спорт», АО «Пермалко», АО «ПЗСП», АО «Сибур» и многие другие.



Одной из целей Клуба является «создание сети эффективной коммуникации и среды неформального общения финансовых профессионалов». Это, конечно же, наша неурочная жизнь. Загородные выезды, велопробеги, сплавы, походы в театры и на всевозможные культурные мероприятия, экскурсии, праздники, клубные корпоративы сплотили и сдружили нас так, что порой мы сомневаемся, что нас больше связывает, профессиональные или дружеские отношения. И этим мы так же готовы не только поделиться, но и принять в наши дружные ряды молодых финансистов.

Сотрудничество с ВУЗами

Кроме ежегодных конкурсов «Молодой финансист» нас многое связывает с ВУЗами города, и конечно, с Пермским государственным национальным исследовательским университетом. В первую очередь, для меня, это не просто ПГНИУ, а родной университет, Альма Матер, с которым связаны уже 34 года моей жизни. Начиная со студенчества еще в восьмидесятых, совмещенное с председательством университетского профсоюза, первым преподавательским опытом в качестве ассистента кафедры Бухгалтерского учета и анализа хозяйственной деятельности и до настоящего времени. Правда был перерыв (почти десять лет), с начала девяностых до начала двухтысячных. К этому времени я уже приобрел банковский опыт и был приглашен на кафедру финансов, кредита и биржевого дела читать курс «Банковское дело». В дальнейшем, когда я завершил банковскую деятельность и стал формировать опыт финансового директора, начал преподавать «Планирование финансовой деятельности». И я не одинок, многие из членов Клуба с удовольствием и удовлетворением передают свой опыт в качестве преподавателей. Например, действующий председатель Клуба финансистов – Усманов М.Р. также является преподавателем кафедры финансов, кредита и биржевого дела ПГНИУ. Практически все члены Клуба финансистов уже неоднократно выходили на студенческую аудиторию с лекциями в формате мастер-классов. Эти формы передачи опыта и знаний, повторюсь, уникальны и являются великолепной возможностью и преимуществом университета и кафедры финансов в повышении качества образования и адаптации его к реальному бизнесу.

Хорошим дополнением преподавательской деятельности является научное руководство членами Клуба финансистов практик, курсовых, дипломных работ и диссертаций магистров. Являясь уже несколько лет членом и председателем Государственной экзаменационной комиссии, я и мои коллеги неоднократно отмечали повышение качества работы, написанной на примере конкретного бизнеса. В процессе прохождения практики студент «примеряет» свои теоретические знания к условиям производства, строительства, торговли и т.д. Вдвойне значимо, если при прохождении практики, студент не только знакомится с спецификой бизнеса, но и применяет свои знания в предложениях по оптимизации бизнеса, анализирует финансово-экономические показатели деятельности предприятия, находит сильные и слабые стороны, делает технико-экономическое обоснование или бизнес-план бизнес-процессам, новым перспективным направлениям бизнеса или рекомендации по сокращению затрат или закрытию нерентабельных направлений. Тем у бизнеса всегда бесконечное количество. Главное здесь – правильно организовать наставничество, тогда прямая выгода будет и для студента, и для предприятия.

Еще одной формой сотрудничества с ВУЗами является отбор и трудоустройство специалистов. У каждого из моих коллег свои любимые методы выявления перспективных кадров. И среди участников и победителей конкурса «Молодой финансист», и через участие в ГЭЖе, в процессе преподавательской и лекторской деятельности. Лично для меня, наиболее приемлемым является знакомство во время прохождения практик и руководства курсовыми и дипломными работами по актуальным для нашего бизнеса темам. За период практики студент проявляет свои качества и профессиональную пригодность. В свою очередь студент знакомится с предприятием, персоналом и сам определяется в желании строить свою карьеру в конкретном коллективе конкретного предприятия.

Конкурс «Молодой финансист»

На протяжении двенадцати лет среди студентов экономических и финансовых специальностей ВУЗов г. Перми ежегодно проводится конкурс «Молодой финансист». Это одно из основных мероприятий, организуемых Клубом.

За этот период конкурс приобрел популярность не только среди пермских студентов, но и студентов соседних регионов. Каждый год мы стараемся разнообразить тематику конкурса, учитывая актуальные тенденции экономики. На протяжении первых лет проведения конкурсов популярной темой была подготовка инвестиционных проектов в разных сферах экономики. Жюри оценивало умение студентов правильно провести маркетинговые исследования, технико-экономические расчеты, оценить риски проекта, а также умение убедить в привлекательности проекта. В дальнейшем, кроме конкурсного отбора по базовым экономическим и финансовым знаниям на отборочном этапе, в финале командам ставилась задача анализа и оптимизации конкретного бизнеса, решение вопросов, связанных с налогообложением, проведение анализа инструментов фондового рынка, формирования оптимального портфеля ценных бумаг. С целью повышения профессионального мастерства конкурсантов, ежегодно перед финалом проводились обучающие семинары и мастер-классы по тематике конкурса и вопросам коммуникации, умению презентовать проекты и убеждать партнеров.

С 2011 г. конкурс начали проводить в два этапа: первый отборочный, второй финальный. Так, в первом этапе конкурса в 2011 г. приняли участие 17 команд из четырех пермских вузов - ПГУ, ПГТУ, ПФ ГУ ВШЭ и ПИЭФ, а в финал вышли только 8. Работы финалистов оценивало жюри, состоящее из участников Клуба финансовых директоров и представителей краевой и муниципальной власти. Заместитель председателя Правительства Пермского края Е.Е. Гилязова тогда, на открытии отметила, что вся жизнь — это конкуренция, которая начинается уже со школьной и студенческой скамьи.

Командам-участникам конкурса для работы было предложено два кейса. Первый касался открытия магазина продуктового ритейла «Семья», а второй связан с концепцией развития управляющей компании «Служба эксплуатации зданий», входящей в группу «Камская долина». При этом членами жюри оценивалось не только содержание работы, но и ее презентация и ответы на вопросы.



В 2012 г. финальный конкурс был проведен совместно с Клубом юристов Пермского края в рамках Пермского экономического форума. Экономический форум в те годы был самым значимым и крупным мероприятием Пермского края, организуемый экс-губернатором О.А. Чиркуновым. В нем принимали участие известные российские ученые и бизнесмены, члены Государственной думы и федерального правительства. Как правило, в форуме были активно задействованы почти все руководители Правительства Пермского края, администрации города Перми и муниципальных образований, участвовали представители большинства крупных и средних предприятий и организаций Пермского региона. Учитывая то, что вопросы, связанные с финансами, постоянно пересекаются с вопросами юриспруденции, темой конкурса стали особенности налогообложения в сфере международных финансов. В жюри конкурса вошли авторы многих учебников по Международным финансам и праву, ученые, политики и законодатели. Ведущим конкурса выступил российский государственный деятель, экономист, министр по налогам и сборам (1999—2000), министр труда и социального развития (2000 – 2004) Починок А.П.

В 2013 г. конкурс проводился совместно с Главным управлением Центрального банка по Пермскому краю, его тематикой было банковское дело. Кейсы связаны с разработкой и анализом эффективности банковских продуктов, определением рисков и оценкой качества заемщика. Членами жюри были руководители банковских учреждений края, которые могли не только присмотреть для себя потенциальные кадры, но и оценить качество обучения, что также является важным для ВУЗов. Возглавлял жюри, как и положено, начальник ГУ ЦБ по Пермскому краю Моночков А.А.

В 2014 г. темой VII регионального межвузовского конкурса «Молодой финансист-2014» стало бюджетное планирование в сфере государственных и муниципальных финансов. Тема актуальна всегда, она пронизывает все сферы финансово-экономических отношений, и в том или ином объеме преподается на профильных специальностях высших учебных заведений. Проведение этого конкурса в очередной раз было полезно для всех участников: студентов, администрации учебных заведений, государственных органов власти, и, конечно, для населения Пермского края – в вопросах повышения финансовой грамотности и информированности о бюджетных процессах. Статус мероприятия повысился благодаря поддержке в организации конкурса со стороны администрации города Перми и Пермского края. В частности, в качестве членов жюри выступили Министр финансов Пермского края Антипина О.В., заместитель главы администрации г. Перми Агеева В.Г., заместитель председателя ЗС Пермского края Папков И.В., председатель Комитета по бюджету ЗС Пермского края Зырянова Е.В., заместитель председателя Пермской городской Думы Уткин Ю.А.

В 2015 г. темой регионального межвузовского конкурса «Молодой финансист» стало «Управление проектами в сфере сельского хозяйства». Соорганизаторами Конкурса выступили Министерство сельского хозяйства Пермского края и Пермская государственная сельскохозяйственная академия. Несмотря на то, что кейсы не были связаны сугубо с сельским хозяйством (как мы шутили называли их «про коров»), активное и непосредственное участие в подготовке и проведении конкурса приняли Министр сельского хозяйства Огородов И.П. и ректор ПГСХА Зубарев Ю.Н.

В 2016 г. конкурс «Молодой финансист» проводился с партнерами клуба – международной аудиторской компанией KPMG, компанией «Формула Zero» – оператором, полюбившихся многим, и испытывавшей в тот период пик популярности квест-румов LOST. Тема конкурса «Анализ инновационного бизнеса и возможностей масштабирования». Главной особенностью этого конкурса стало участие команд, представляющих не только Пермские ВУЗы, но и команды из Челябинска, Нижнего Новгорода, Санкт-Петербурга. На конкурс зарегистрировалась 21 команда общей численностью около 100 человек.

В 2017 г. темой конкурса стала реализация стартапов. Главным партнером конкурса стал «Фонд содействия развитию венчурных инвестиций в субъекты малого и среднего предпринимательства в научно-технической сфере Пермского края». В конкурсе приняли участие 20 команд, почти 90 студентов из Перми, Екатеринбурга и Челябинска. Прошедшим в финал студентам были предложены в качестве конкурсных работ проекты Пермского венчурного фонда. Основной отличительной чертой этих проектов является их инновационная тематика. На проработку проектов командам было дано не более 3 недель. В финале приняли участие 5 команд, две из Челябинска и 3 команды из Пермских ВУЗов. Членам жюри были представлены 5 уникальных, высокотехнологичных и инновационных проектов. Студенты мастерски справились с заданием и доказали необходимость и эффективность привлечения инвестиций именно в их проекты.

В текущем 2018 г. темой конкурса «Молодой финансист» стали инвестиции в ценные бумаги. Правила проведения описаны в Положении конкурса, с полным текстом которого можно ознакомиться на сайте НП «Клуб финансистов Пермского края» <http://finclub.perm.ru> или https://vk.com/young_financier, www.facebook.com/groups/756151044412069?refid=27&_rdr.

С учетом того, что тема Конкурса «Инвестиции в ценные бумаги», кроме традиционной «статусной поддержки» Администрации губернатора Пермского края, Правительства Пермского края, Администрации города Перми, организаторами конкурса выступили ООО УК «Парма менеджмент» и Экзаменационный центр для специалистов финансового рынка. В состав оргкомитета также вошли представители: руководители профильных факультетов и кафедр университетов Пермского края, специалисты соответствующей профессиональной деятельности.

Для подготовки к первому этапу конкурса были рекомендованы следующие источники – <http://www.examen-rcb.ru/cnt/voprosi> и информация для базового квалификационного экзамена. Для сдачи экзамена каждому участнику команды выдавался индивидуальный экзаменационный тест базового квалификационного экзамена для специалистов финансового рынка. Результат команды определялся как суммарный результат каждой команды, поделенный на количество участников в команде.

По результатам полуфинала, для проведения финала Конкурса, жюри выбрало 5 из 15 команд, три из ВШЭ-Пермь, а также из ПГАТУ и Челябинского государственного университета. В этот же день командам-финалистам был выдан кейс.



Участникам финала было предложено провести расчеты справедливой стоимости собственного капитала компании, на основании которых необходимо дать заключение, стоит ли сейчас покупать ее акции.

Для оценки стоимости компании необходимо было использовать метод дисконтированных денежных потоков (DCF), а также сравнительный метод (мультипликаторы). При этом основная роль в оценке компании отводилась методу DCF, мультипликаторы же помогали понять, насколько переоценена\недооценена компания по сравнению с ее конкурентами.

В качестве источников информации для расчета денежных потоков следовало в первую очередь использовать отчетность компании и ее стратегию (если она есть). Стратегия пригодна при прогнозировании дальнейшего изменения показателей компании, необходимо было обратить внимание на обозначенные в ней планы по расширению бизнеса, модернизации производства и т.д. Кроме того, можно было использовать исследования и прогнозы аналитиков, а также информацию из СМИ.

Помимо анализа деятельности самой компании, нужно было также рассмотреть и факторы внешней среды, способные повлиять на ее денежные потоки. Например, можно было использовать модель пяти сил Портера и полученные с помощью нее результаты применить к финансовому моделированию. Необходимо было учесть тенденции российской и мировой экономики, касающиеся деятельности компании – темпы роста ВВП, цены на сырье, потребительское поведение граждан и т.д. Если на бизнес могут повлиять изменения в российском или зарубежном законодательстве, их также стоило учесть. Таким образом, следовало провести полный анализ «сверху вниз», по цепочке «мировая экономика – экономика РФ – отрасль – компания».

Необходимо было как можно большее погружение в работу оцениваемого предприятия. Его доходы и расходы нужно было разбить на отдельные статьи (если это возможно) и подумать над тем, как в будущем будет меняться каждая из них. Главным параметром, по которому оценивалась работа, было то, насколько обоснованы суждения и расчеты. К примеру, если выручка компании в будущем будет ежегодно расти на 5%, то нужно было пояснить, почему так решили. Это относится ко всем без исключения допущениям, которые использовались при расчете.

Не обязательным было давать рекомендацию «покупать» по итогам проведенного анализа. Допускалась ситуация, что оценка стоимости акций компании будет ниже, чем текущая рыночная цена – это означает только лишь то, что компания переоценена рынком и инвестировать в нее не следует.

Необходимо было представить сразу несколько сценариев дальнейшего будущего оцениваемой компании и стоимость ее акций в каждом случае – тогда работа оценивалась выше. Сценарии могли отличаться друг от друга в зависимости от того, какова стоимость продукции компании (пример – стоимость нефти и добывающие компании), каков внешнеэкономический фон и т.д.

В качестве результатов работы необходимо было предоставить расчеты в Excel и презентацию. Модель в Excel должна была выглядеть таким образом,

чтобы она была понятна всем. В презентации должны присутствовать: прогноз основных финансовых показателей компании (выручка, EBITDA, чистая прибыль, FCFE), обоснование использованных при расчете этих показателей предпосылок, анализ факторов внешней среды, полученные результаты и ваши рекомендации по поводу того, стоит ли покупать акции компании.

Список компаний для оценки: ПАО «Алроса», ПАО «Распадская», ПАО «Мегафон», ПАО «МТС», ПАО «Магнит», X5 Retail Group NV, Объединенная компания «Русал», ПАО «ФСК «Единой энергетической системы», ПАО «Полус», ПАО «Северсталь», ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат», ПАО «Автоваз».

Критерии оценки: полнота раскрытия темы, реалистичность расчетов, качественность проработки расчетной части и презентации. По итогам финала определились номинации: лучшая команда по итогам представленного решения и защите каждого кейса, приз зрительский симпатий, лучшему из финалистов по мнению жюри (персональный приз), приз за активность и профессионализм из состава зрителей (персональный приз), специальные призы.

Победителем конкурса в 2018 г. стала команда студентов магистратуры из НИУ ВШЭ-Пермь «Dream Team» в составе Елены Снигиревой, Ольги Андреевой, Натальи Обвинцевой, Вадима Мамаева. Капитан – Стас Елышев.

Партнер конкурса ООО УК «Парма-Менеджмент» отметил высокий уровень организации мероприятия, актуальность темы конкурса этого года, заинтересованность как конкурсантов, так и членов жюри. Ирина Первушина, главный аналитик УК «Парма-Менеджмент», член экспертного жюри конкурса: «Я получила искреннее удовольствие от общения с участниками конкурса. Студенты продемонстрировали очень серьезный уровень проработки предложенного задания по оценке стоимости компаний из различных секторов, учли особенности бизнеса каждой из них. Надеюсь, участники получили полезный опыт, который смогут использовать для старта своей карьеры.»

«Подобные конкурсы полезны не только студентам, но и организаторам, и другим участникам. Сам учебный процесс в аудитории порой не дает такого эффекта получения навыков и подготовки материала, презентации доклада, работы с возражениями со стороны экспертов. Конкурс предоставляет уникальную возможность для студентов встретиться со специалистами той области, по которой они готовят кейсы. Это дает возможность не только пополнить свои знания, но и получить возможность быть взятыми на заметку потенциальными работодателями», – делится своим мнением член жюри, генеральный директор ООО «Пермская фондовая компания» Сергей Токарев.

«Надо отдать должное ребятам, которые сумели смело и ярко обосновать свой выбор, а также уверенно и компетентно ответить на вопросы жюри, продемонстрировав глубину знаний и проработки темы, – прокомментировал член жюри, директор офиса «Пермский» Росбанка Евгений Белов.

«Защищать свою позицию – это всегда серьезное испытание! – отметила заместитель министра информационного развития и связи Пермского края Элла Попова. – Ребята показали высокий уровень. Очень здорово, что у нас есть такая



талантливая, умная, активная молодежь! Призываю их делать свою профессиональную карьеру в Пермском крае!»

Заключение

Хочется отметить, что то, что уже сложилось, это всего лишь предпосылки для будущего развития. То, что члены Клуба Финансистов, повторюсь, с удовольствием и удовлетворением передают свой опыт и заинтересованы пополнять свои ряды молодыми финансистами, предопределяет этот «брак на долгие годы». Нам есть чем поделиться, и это не только наш опыт, но и возможность трудоустройства, и будущее членство в Клубе.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Пучнин В.М. Профессиональные сообщества финансистов: профориентационная функция (на примере НП «Клуб финансистов Пермского края») // Пермский финансовый журнал, 2018. №2 (19). С. 4 – 15.

Vladimir M. Puchnin

Deputy General Director of Economics
and Finance of JSC «AlianceSetStroj»

Professional Community of financial experts: career advice (by the example of «Financial experts' community of Perm region»)

Abstract. As a rule, all University graduates (including economic and financial careers) have some theoretical knowledge and they are in keen need of practical skills. The process of work must be introduced not only on the example of text books but also from practical life. One of the forms of obtaining practical knowledge is cooperation with professional communities.

Experience and possibilities of such interaction are demonstrated by the example of activity of non-profit partnership of « Financial experts' community of Perm region». The community combines knowledge, professional experience gained over decades in different sectors of economy and finance of Perm Region and Russia as a whole. This useful information can't be found in the textbooks.

The article describes the history of the community and the experience of interaction with Universities, with their individual members and the partnership as a whole. The key annual event in the work with future financiers is an open competition «Young financier» which has been held by the community for twelve years.

Community members, experienced financiers with high level of skills and knowledge are ready to share their profession experience and to help with employment or club membership in future.

Key words: economic education, financial education, training of young specialists, quality level of graduates, career guidance, professional communities, «Financial experts' community of Perm region».

Please cite this article in English as:

Puchnin V.M. (2018), "Professional Community of financial experts: career advice (by the example of «Financial experts' community of Perm region»)", *Perm Financial Review*, no. 2(19), pp. 4 – 15.

УДК 336

Чернов Сергей Анатольевич

*Управляющий директор
ООО «Инвестиционная группа «Свободный капитал»,*

генеральный директор ООО «РИЭЛ-Эстэйт»,

*старший преподаватель,
кафедра финансов, кредита и биржевого дела
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
Пермь, Россия*

Chernov@free-capital.ru

Финансовый рынок России – жизнь после санкций

Аннотация В 2014 г. для России наступил новый этап, когда мы после долгого периода вновь вошли в открытую конфронтацию с внешним миром. Период существования «железного» занавеса, конечно же, в прошлом, но взамен ему пришел «экономический» заслон в виде санкций в отношении ключевых компаний России, но кроме этого есть и ответные действия России, которые влияют не только на страны, введших санкции, но и на внутреннюю экономику России.

Для большинства населения доступна лишь информация, публикуемая в СМИ, интернете, но для экономистов, финансистов и тем, кто не удовлетворён рассмотрением лишь качественных показателей, есть возможность еще оцифровать через макроэкономические данные и другие финансовые показатели, публикуемые Росстатом, ЦБ РФ, Министерствами и ведомствами. При этом, безусловно, мы будем задаваться вопросом, насколько эти данные реально отражают нашу действительность, и можем ли мы на их основе строить прогнозы для своих компаний?

На примере финансового рынка мы видим рост и благополучие финансового рынка в целом, кредитных организаций, основываясь на данных Росстата и ЦБ РФ, но при детальном и более глубоком рассмотрении открывается совсем иная картина. Мы видим упадок отрасли, что все видимое благополучие держится лишь на прямом управлении со стороны государства, что накапливаются риски, которые могут привести к необратимым процессам. Мы видим манипулирование данными, подмену желаемого за действительное. И главное в этом – невозможность предсказания следующего шага, так как решения и действия свершаются исходя из текущих проблем, часто не связанных с расчетом экономических последствий для России, для среднего, малого бизнеса и для населения страны.

Ключевые слова: финансовый рынок, экономическое развитие, макроэкономические показатели

* Статья опубликована по итогам выступления на Финансовом форуме (16 декабря 2018 г., ПГНИУ, г. Пермь)



Во втором полугодии каждого года для нас: экономистов, финансистов, руководителей компаний, в том или ином объеме встает вопрос по формированию балансов, бюджетов, прогнозов на будущий период. Как правило, мы опираемся на полученные результаты за текущий или прошлый период и дальше на основании либо внутренних экспертных оценок, либо экстраполяции имеющихся трендов и динамики данных формируем первое видение будущего своей компании. Но любой бизнес, любая коммерческая компания, независимо от сферы своей деятельности, находится во взаимодействии с внешним миром и поэтому при прогнозировании нам необходимо учитывать, в том числе и динамику, тренды, происходящие на уровне экономики страны, мира в целом. И чем больше масштаб компании, ее амбиции по завоеванию новых рынков, тем большая доля прогнозирования будущего развития компания будет строиться не на внутренних показателях компании, а на макроэкономических данных и их динамике.

В России за формирование официальной статистической информации о социальном, экономическом, демографическом и экологическом положении страны, а также функции по контролю и надзору в области государственной статистической деятельности отвечает Федеральная служба государственной статистики (Росстат). Конечно, помимо Росстата разрозненную информацию по отдельным отраслям мы можем найти у Центрального Банка РФ или у министерств и ведомств, курирующих конкретные отрасли экономики, но в любом случае Росстат является основным источником макроэкономической информации за предыдущие периоды.

Каким же образом выглядит экономика России в цифрах Росстата?

Россия в цифрах Росстата

В первую очередь нас, безусловно, будет интересовать величина валового внутреннего продукта Российской Федерации (далее – ВВП), его темп прироста и то, насколько он опережает величину инфляции, показывая, в первую очередь, наличие/отсутствие развития экономики страны именно за счет генерации дополнительных объемов производства, услуг, а не просто за счет параллельного сдвига результата всех отраслей экономики на величину инфляционного процента.

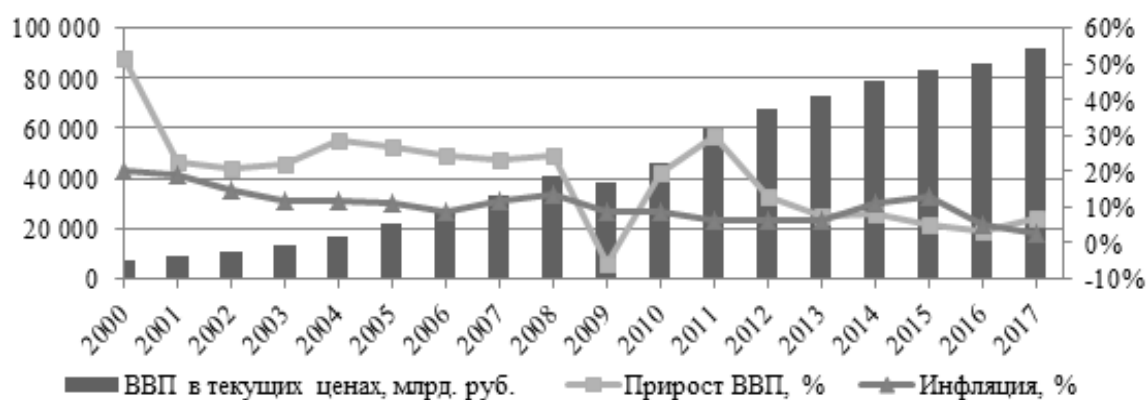


Рис. 1. Величина ВВП РФ (млрд. руб.), темп прироста ВВП (%) и инфляция (%)

ВВП РФ растет в абсолютном объеме начиная с 2000 г., единственный период времени, когда наблюдалось снижение объема ВВП РФ, пришелся на 2009 г. по причине того, что в 4-м квартале 2008 г. в мире и в России в частности прошел кризис в банковском секторе, который, в свою очередь, повлек снижение объемов экономик по всему миру. С одной стороны, темп прироста ВВП РФ снижается, но при этом уровень инфляции снижается большими темпами и в 2017 г. экономика России растет не только в номинальном значении, но и в реальном. По оперативным данным Росстата 2018 год уже идет опережающими темпами по приросту ВВП и исполнению федерального бюджета.

Безусловно, кроме объема ВВП и его темпа прироста, следующим шагом для анализа должна стать структура ВВП по отраслевой принадлежности и исследование достаточности денег в экономике. В период наблюдения финансового кризиса 2008 г., предвзячая падение ВВП РФ, произошло падение объема денежной массы, выраженного денежным агрегатом М2.

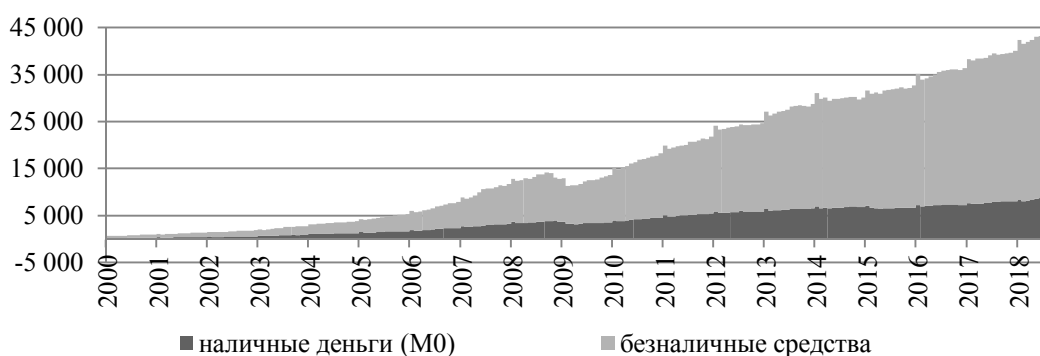


Рис. 2. Объем денежной массы в России (М2), млрд. руб.

Показатель объема денежной массы по своей сути является опережающим индикатором, показывающим направление изменения экономики в целом. Более интересным становится сравнение не абсолютных показателей ВВП и М2 и даже не анализ уровня монетизации экономики, а сравнение относительных изменений этих показателей. Оба эти показателя имеют положительную корреляцию между собой, они, соответственно, изменяются в одном и том же тренде, с ростом развитости экономики, в том числе выражающейся в снижении инфляции, наблюдается равенство величины темпа изменения данных показателей. Но если расчет показателя ВВП РФ сложен и долог, то данные о значения показателя М2 доступны нам в ежемесячном режиме, что позволяет сделать оперативный прогноз по величине ВВП и предостеречь о возможных проблемах в экономике страны.

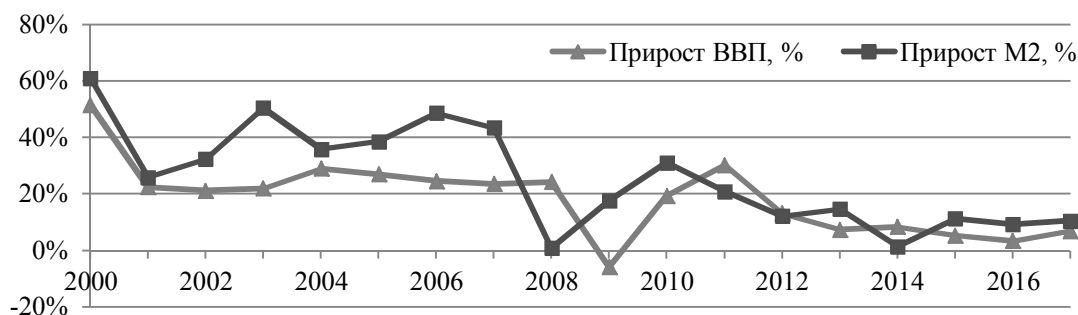


Рис. 3. Соотношение темпов прироста ВВП РФ и М2, %



Из предложенной логики выбивается динамика между показателями в 2014 г., когда падение темпа прироста денежной массы никоим образом не отразилось на величине ВВП, но, возможно, при дальнейшем анализе мы найдем причину данного расхождения.

Несмотря на поставленную президентом и правительством РФ задачу по снижению зависимости от отрасли «Добыча полезных ископаемых», которая по итогам 2017 г. составляет 16,5 % экономики нашей страны. Зависимость от добычи нефти остается напрямую, а также от последующей ее транспортировки и переработки.

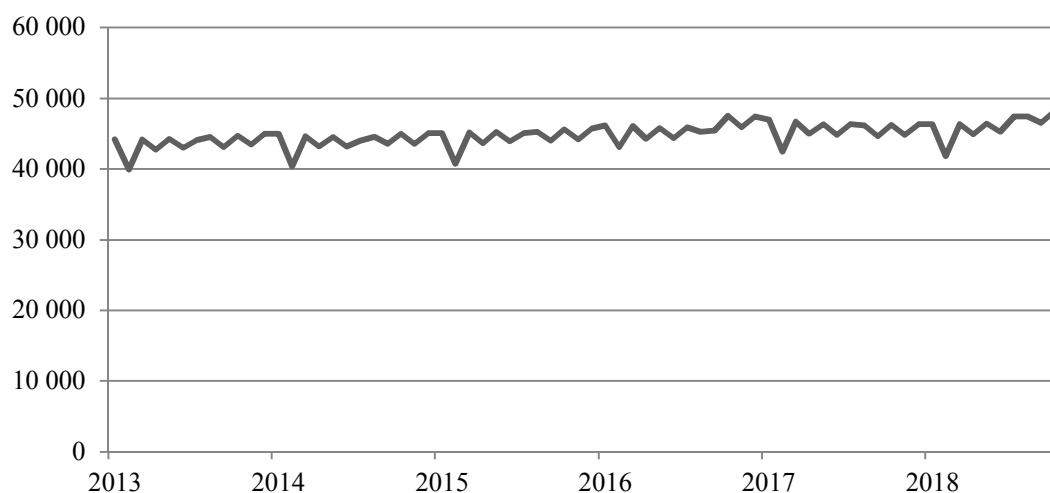


Рис. 4. Объем добычи сырой нефти, млн. т. в месяц

Объем добываемой нефти в России находится на стабильном уровне. Динамика промышленного производства после незначительного уменьшения в 2015 г. восстановила свои значения, что говорит о стабильном положении вещей и в этой, наверное, самой значимой для страны отрасли.

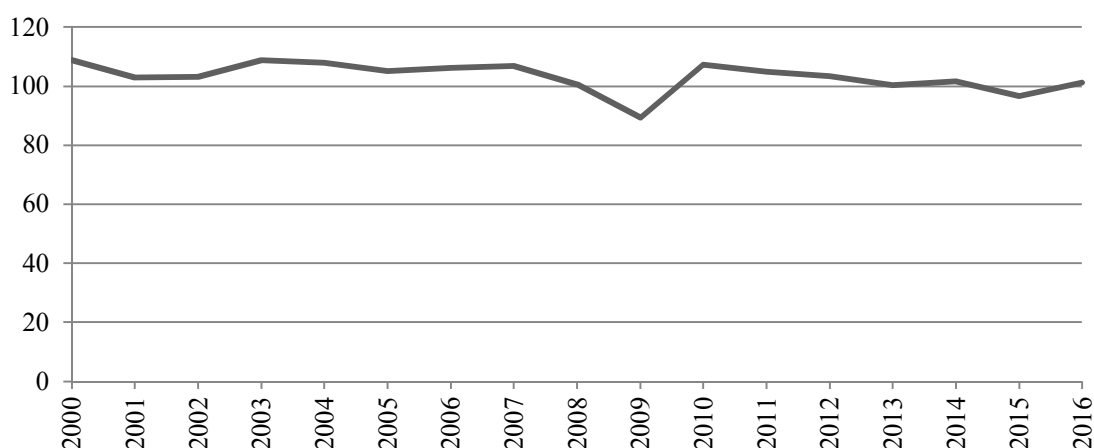


Рис. 5. Индекс промышленного производства, %

Помимо достижений в снижении уровня инфляции и приближения по этому показателю уровней развитых экономик Россия достигла рекордно низкого

уровня безработицы, что говорит о полноценном использовании трудового потенциала страны и увеличении рабочих мест, что невозможно при наличии проблем в экономике.

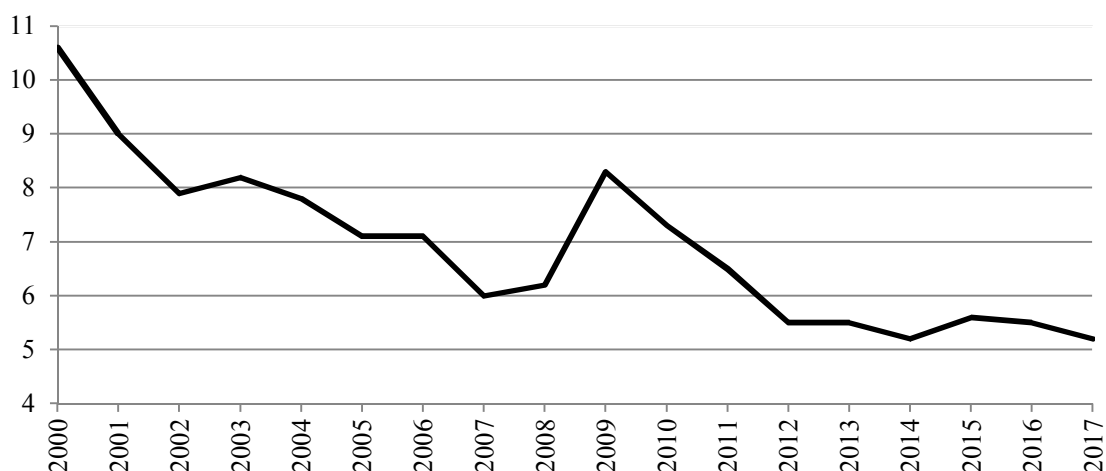


Рис. 6. Уровень безработицы, %

Несмотря на текущий низкий уровень инфляции в России в 2014 и в 2015 г. мы наблюдали рост инфляции, на что, в первую очередь, оказало влияние девальвация рубля. Это в свою очередь оказало давление и на уровень зарплат, и на падение реальной заработной платы. Но к 2018 г. уровень реальных зарплат вернулся к значениям до 2014 г. и в течение самого 2018 года произошел их существенный рост.

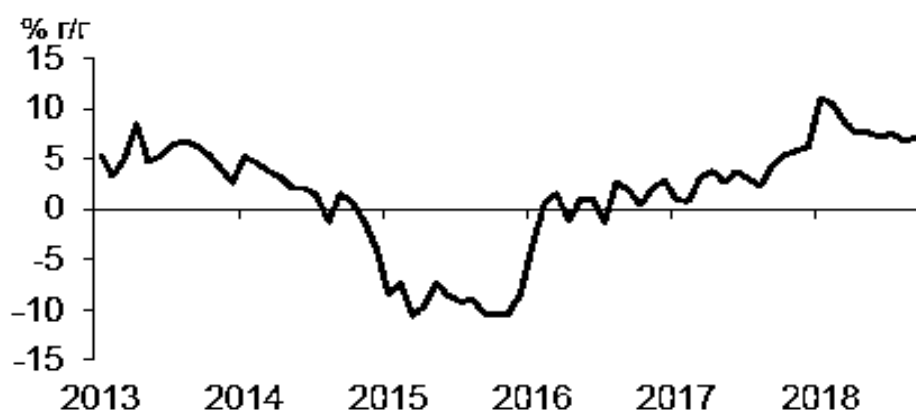


Рис. 7. Уровень реальной заработной платы, %

Источник: Росстат, расчеты Минэкономразвития России (сентябрь 2018 г. – оценка Росстата)

В рамках данной статьи я не ставлю задачи детального анализа по каждой из отраслей, вносящих наибольший вклад в формирование ВВП РФ. Нам достаточно понять общую динамику экономики России и удостовериться в правдивости этих данных на примере несколько более подробного анализа одной из отраслей.

Для меня, представителя финансового рынка, безусловно, больший интерес вызывает именно финансовый рынок не с той позиции, что организации



финансового рынка дают какой-то значимый результат в общем объеме ВВП РФ, но на примере 2008 г. мы видим, что происходит с экономикой при нарушении функционирования данной отрасли. Дополнительно к этому, мы по финансовому рынку обладаем данными не только Росстата, но и данными из первичного источника информации – Центральный Банк РФ, публикующий информацию в ежемесячном режиме.

Основным индикатором финансового рынка, безусловно, является величина ключевой ставки, так как она, по сути, заменяет в расчетах уровень безрисковой ставки, которую сложно рассчитать по значениям бескупонных государственных облигаций. В таком случае от ее величины будут зависеть ставки межбанковского кредитования, ставка, от которой путем добавления надбавок за риск, ставки кредитования реального сектора, наконец, ставки дисконтирования при определении эффективности инвестиционных проектов.

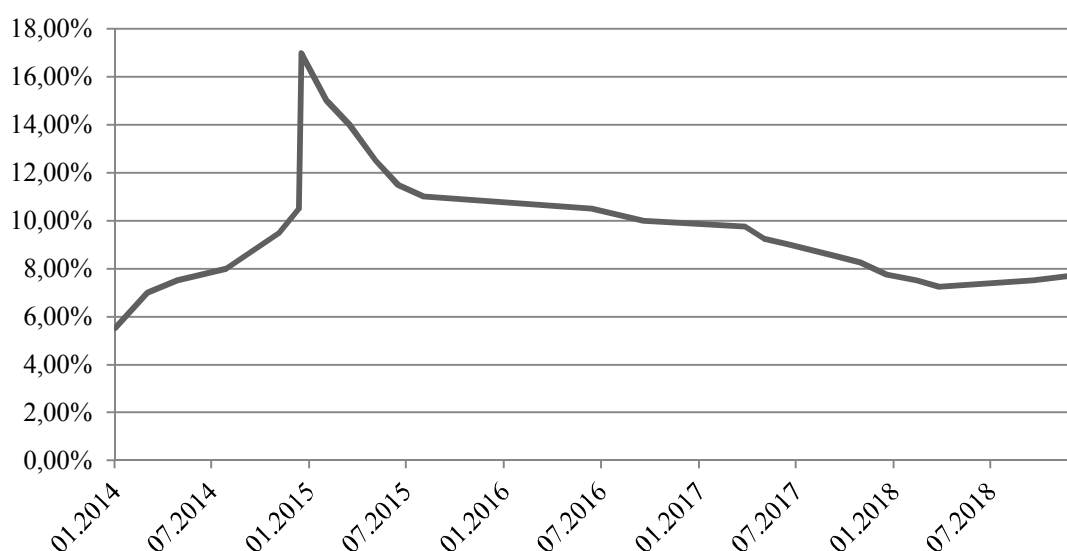


Рис. 8. Динамика изменения ключевой ставки ЦБ РФ, %

В декабре 2014 г. ЦБ РФ вынужден был значительно повысить ключевую ставку в целях борьбы со спекулятивным ростом курса доллара, а также уровня инфляции в стране, но в настоящий момент динамика стабилизировалась и изменяется в интервале 7-8 % годовых.

Динамика ключевой ставки, объема денежной массы в экономике привели росту активов банковской системы и ко вполне объяснимому падению прибыли банковского сектора в 2015 г., на которую влияли и повышенные ставки депозитов, и создание дополнительных резервов под возможное ухудшение финансовой устойчивости заемщиков банков.

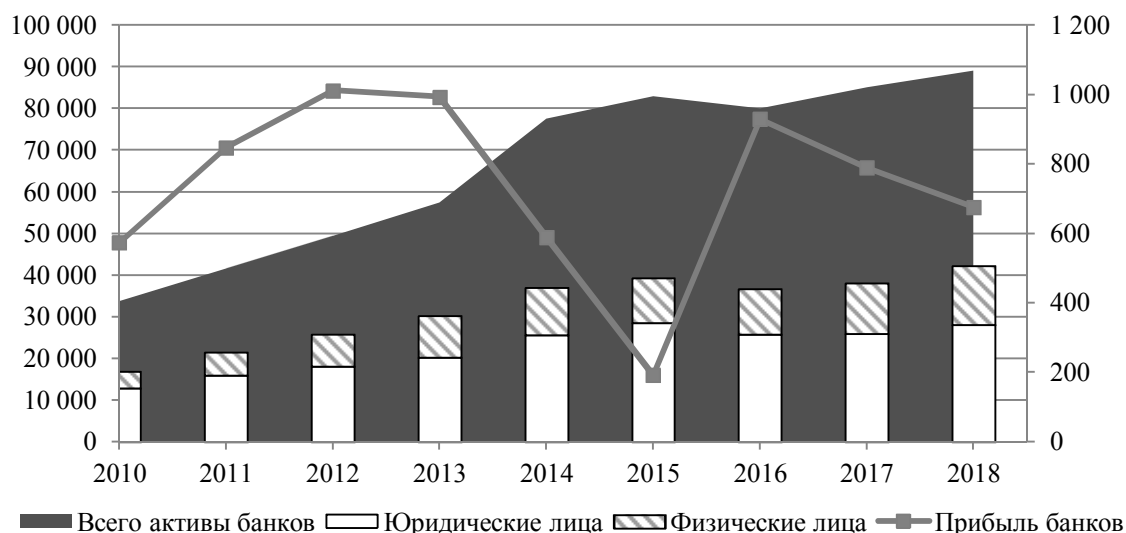


Рис. 9. Динамика изменения показателей банковской системы

Все основные макроэкономические показатели демонстрируют, что экономика России пребывает в хорошем состоянии, в растущем тренде. Безусловно, это не может не вызывать положительных эмоций, но в то же время провоцирует появление множества вопросов. Если в экономике все хорошо, то почему растет косвенная нагрузка на бизнес и население? Зачем в этом случае повышать величину акцизов, НДС, госпошлин, имущественных налогов? Как при росте косвенных налогов, при темпах роста денежной массы порядка 10 %, при росте цен на бензин, девальвации рубля Центральному Банку России удастся удерживать величину инфляции на столь низких уровнях? Почему увеличивается пессимизм как бизнеса, так и населения? Давайте посмотрим на сложившуюся ситуацию, с другой стороны. Давайте постараемся на примере финансового рынка посмотреть насколько внешне стабильная и позитивная картина, рисуемая макроэкономическими показателями, соответствует действительности.

Текущее состояние финансового рынка России

Фондовый индекс по праву считают опережающим индикатором состояния экономики страны. Он отражает не только представление инвесторов о текущем состоянии рынка, а в большей степени их ожидания от будущего. Более того, инвесторы подкрепляют свои ожидания своими активами, которые они инвестируют на фондовом рынке, что многократно повышает значимость этого показателя.

Напомню, что в России основными индексами является Индекс Московской Биржи IMOEX, рассчитываемый в рублях и зеркальный к нему индекс IRTS, рассчитываемый в долларах США и на который ориентируются в первую очередь инвесторы–нерезиденты РФ. Эти индексы, по сути, отражают взгляды на Россию с внутренней и внешней стороны.

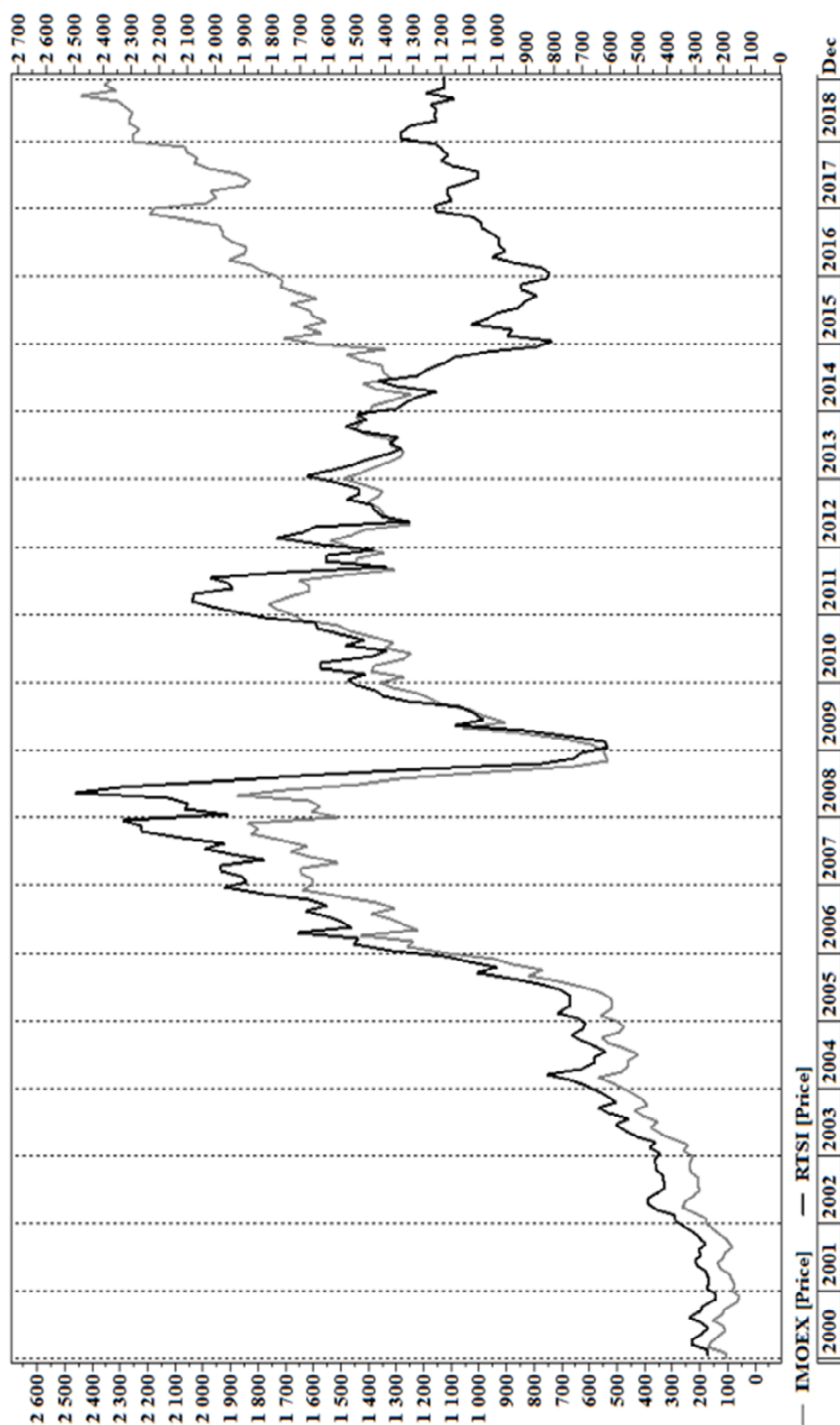


Рис. 10. Динамика фондовых индексов России

С момента начала расчета индексов они были в положительной корреляции по отношению друг к другу, что вполне логично и объяснимо, и получается, что обе группы инвесторов абсолютно одинаково воспринимали сигналы российской экономики. Но затем, что-то происходит в первом квартале 2014 г., что кардинально меняет видение инвесторов.

В видении внутренних инвесторов произошел слом долгосрочного нисходящего тренда, и экономика России стала расти стремительными темпами, что отразилось в достижении максимальных значений индекса IMOEX за все время своего существования. И с этим видением в полном объеме согласуются значения основных макроэкономических показателей, публикуемых Росстатом.

С точки зрения внешних инвесторов или при попытке анализа российского инвестора сравнить экономику России с другими странами и, нормировав значения роста фондового рынка относительно доллара США, можно увидеть что Россия продолжает находиться в долгосрочном падающем тренде. И получается, что весь рост фонового рынка России, это всего лишь безуспешная попытка отыграть объем девальвации рубля.

Основной причиной девальвации рубля Правительство РФ, СМИ увязывают с изменением цены на нефть, подразумевая наличие отрицательной корреляции между этими значениями.

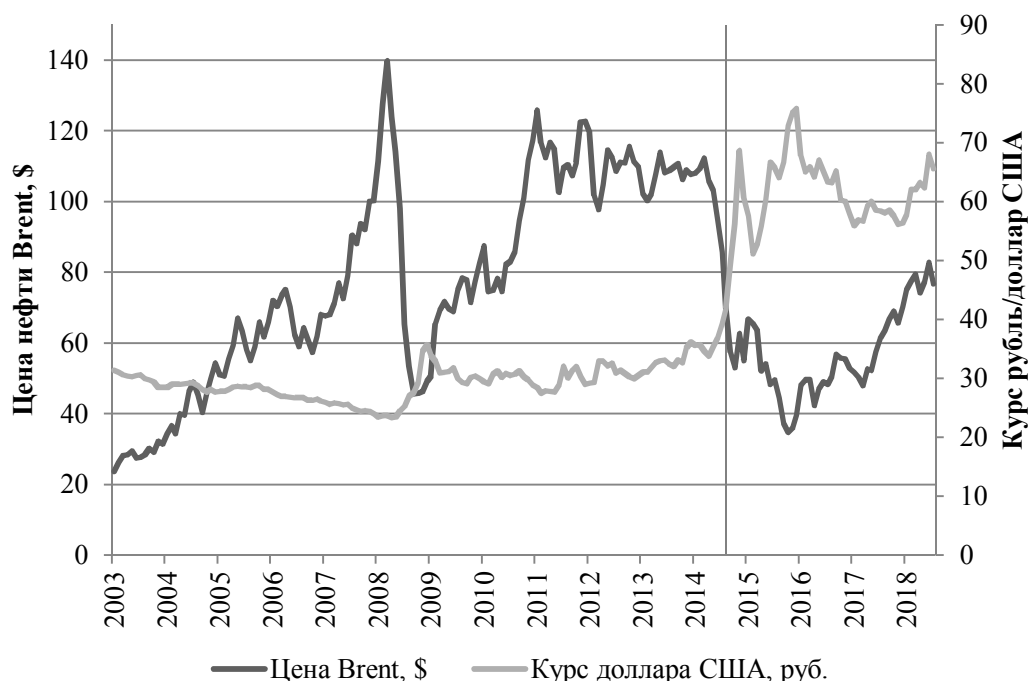


Рис. 11. Динамика стоимости нефти марки Brent (долл. США) и курса USD/RUB

Но даже без проведения математических расчетов, основываясь на графическом сопоставлении графиков, мы видим, что действительно отрицательная корреляция возникает, но в очень узких временных коридорах, в периоды обвального падения цен на нефть. Первый случай наблюдался с середины 2008 г. по июнь 2009 г., когда стоимость нефти упала в 3 раза и в этот



же период времени произошла кратковременная девальвация рубля на 40 %. Затем отрицательная корреляция уже наблюдалась в интервале со второго полугодия 2014 г. до конца 2016 г.

Увеличение интервала корреляции во втором случае можно объяснить изменением кредитно-денежной политики ЦБ РФ и переходом с 10.11.2014 г. к политике плавающих валютных курсов. Я вполне допускаю, что переход к плавающим валютным курсам и был целесообразным, но я считаю, что был выбран наихудший момент внедрения столь значимых изменений. Ведь в этот период была самая острая фаза политического кризиса и появления санкций со стороны США и стран Евросоюза, банковская система впервые столкнулась со столь масштабной кампанией ЦБ РФ по отзыву лицензий, и кроме этого произошло двукратное падение цен на нефть.

Конечно, еще можно предположить, что в прямом виде корреляция и не должна наблюдаться, что падение цены на нефть действует через косвенные факторы, через падение ВВП РФ, через риск неисполнения федерального бюджета, что и приводит, в конечном счете, к девальвации рубля.

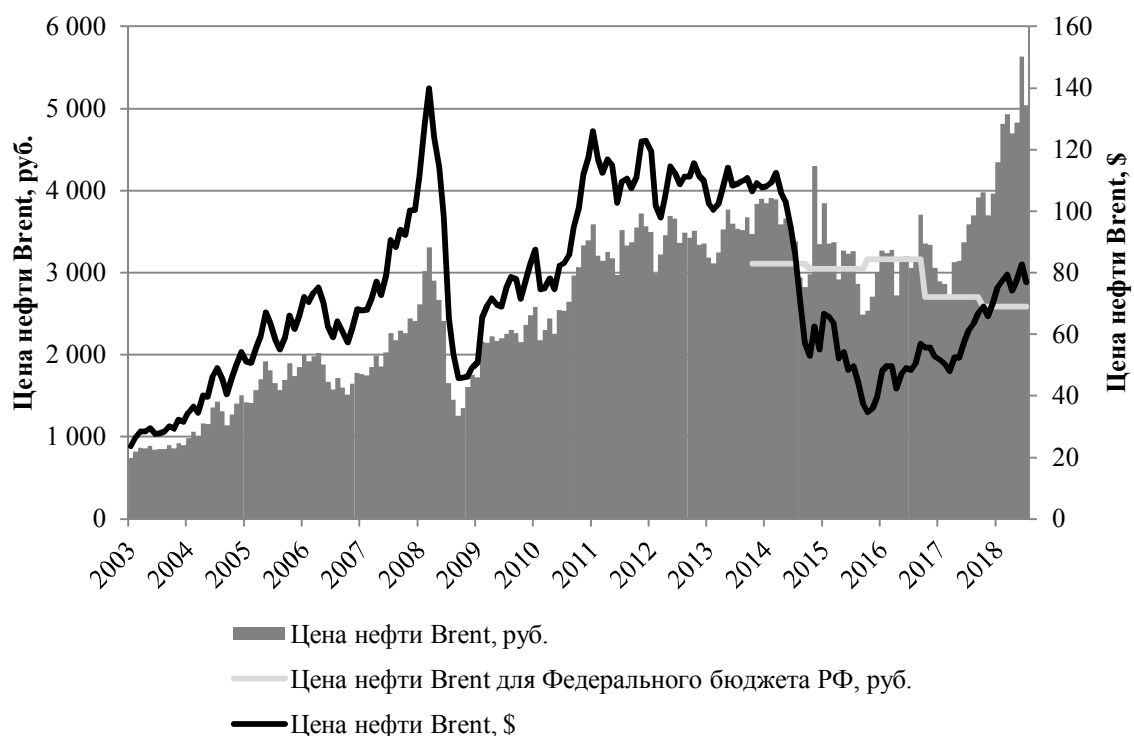


Рис. 12. Динамика стоимости нефти марки Brent, руб.

И это утверждение гораздо ближе к правде. Это объясняет, почему девальвация рубля при относительно (в сравнении с 2008 г.) малых объемах падения цены произошла в столь значительных величинах, почему возникла корреляция в период со второго полугодия 2014 г. до конца 2016 г., когда фактическая цена на нефть в рублевом эквиваленте опускалась ниже значений, заложенных при расчете федерального бюджета.

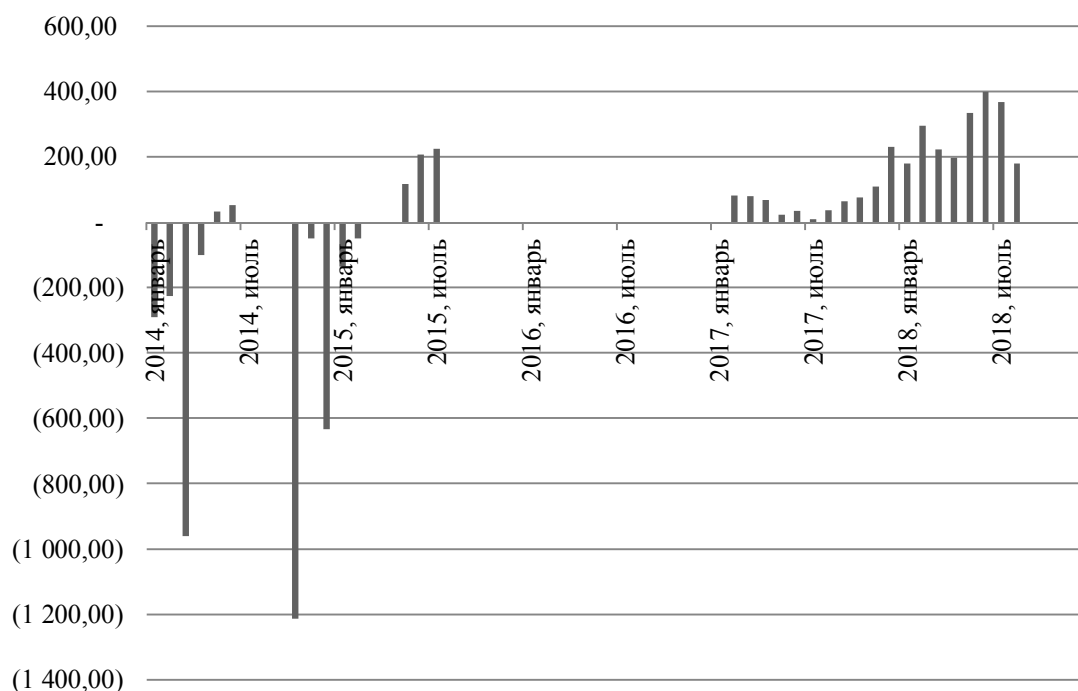


Рис. 13. Объем покупки (+), продажи (-) ЦБ РФ доллара США, млрд. руб.

Но эта динамика, а особенно данные по периодам участия и объемам в валютных торгах со стороны ЦБ РФ, никак не объясняется с точки зрения «плавающих» валютных курсов. Анализируя действия ЦБ РФ на валютном рынке можно сделать несколько предположений:

- переход к плавающим валютным курсам был основан не из побуждений развития экономики России, а как вынужденная мера и признание недостаточности необходимого объема валюты на счетах ЦБ РФ по итогам рекордного объема продаж долларов США в октябре 2014 г. и в период невозможности получения валютных средств через займы на внешнем рынке из-за введенных санкций;
- с августа 2015 г. до января 2017 г. Россия действительно находилась в режиме плавающих валютных курсов и восстановление цен на нефть в 2016 – 2017 гг. до значений 55 – 60 долл. США привело к укреплению рубля до 55-56 руб., но при таком соотношении цен не происходило наполнение бюджета в необходимом объеме;
- рост курса доллара США в 2018 г. не может быть объяснен изменением цен на нефть, а находится только в прямой корреляции с объемами покупки валюты ЦБ РФ в рамках исполнения бюджетного правила, действующего в РФ.

В России при незначительной роли фондового рынка вся значимость и угрозы финансового рынка в целом сосредотачиваются в банковской системе. Мы уже говорили ранее, что банковская система демонстрирует надежность, выражаемую в росте активов и прибыли банков.



Абсолютные показатели по активам и прибыли демонстрируют масштаб бизнеса, отрасли, но никак не качество субъектов в этой отрасли. С оценкой качества банковской системы гораздо проще, чем с какой-либо иной отраслью, так как Центральный банк РФ, осуществляя надлежащий контроль над кредитными организациями, незамедлительно устраняет ненадежных участников рынка.

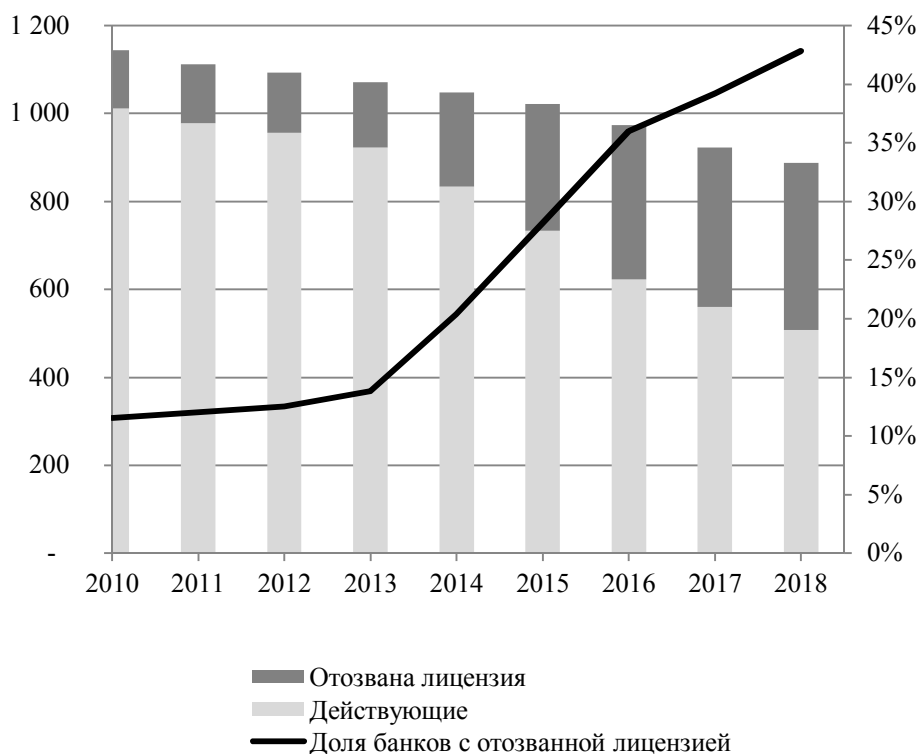


Рис. 14. Количество кредитных организаций в России

Среди формально существующих банков по состоянию на 01.10.18 г. 43 % - это банки с уже отозванной лицензией. И этот показатель не говорит о наличии устойчивости и качестве банковской системы.

В 2014 г. первыми, в отношении кого были применены санкции со стороны внешнего мира, были государственные банки, для которых появлялись реальные угрозы по финансированию и/или рефинансированию их долговых обязательств, как через банковские кредиты, так и через облигационные займы. Несомненно, это в обязательном порядке должно было оказать влияние и на величину получаемой прибыли, и на величину активов. Кроме этого под действия санкций попали и основные клиенты этих банков, что опять же должно было сказаться либо на величине активов, размещаемых ими на счетах в указанных банках, либо на прибыли банков, вынужденных создавать дополнительные резервы из-за риска ухудшения финансового состояния своих клиентов-заемщиков.

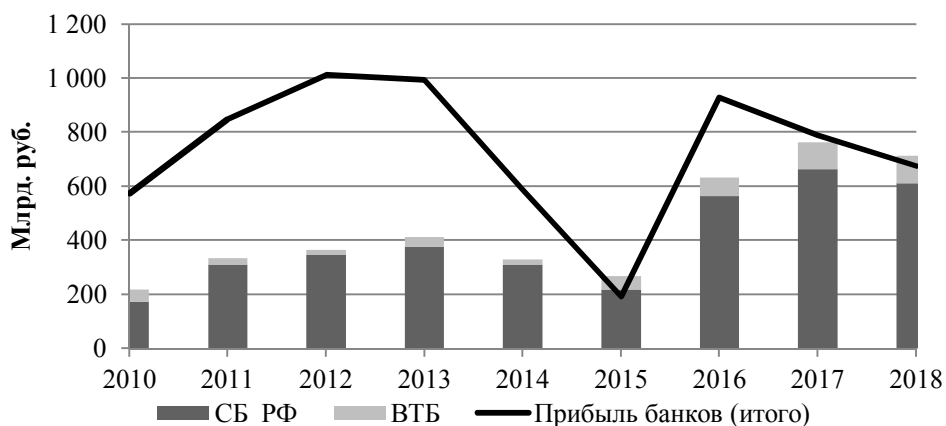


Рис. 15. Величина прибыли ОАО «Сбербанк РФ» и ОАО «ВТБ» в общей прибыли банковской системы

Действительно, по итогам 2014 и 2015 гг. в наблюдаемых нами банках произошло снижение прибыли по сравнению с предыдущими периодами, но из-за еще большего уменьшения прибыли у остальных банков (которые гораздо в меньшей степени попали под действие внешних санкций) кардинально поменялась структура прибыли банков. Если до 2014 г. доля прибыли СБ РФ и ВТБ в общем объеме прибыли банковской системы не превышала 40 %, то в настоящий момент прибыль этих двух банков превысила прибыль всей банковской системы России. Концентрация прибыли всего банковского сектора в банках, составляющих 0,23 % от общего числа банков, не может характеризовать российскую банковскую систему как финансово-надежную и качественную.

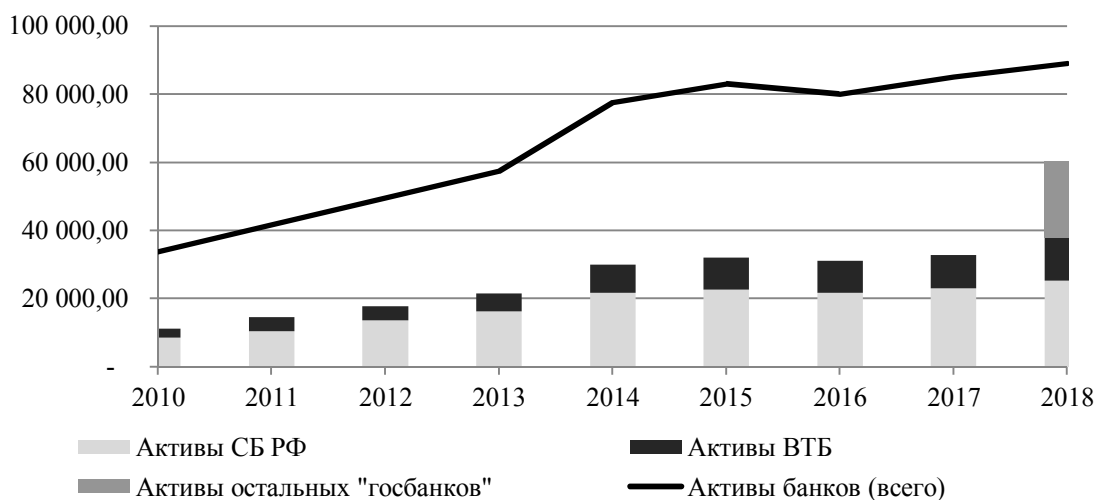


Рис. 16. Величина активов государственных банков в общих активах банковской системы России

Активы российской банковской системы в период с начала 2014 г. по 01.10.18 г. выросли на 55 %, что вполне логично соотносится с динамикой роста денежной массы в России. Если на предыдущем графике мы определили, кто являлся основными бенефициарами в вопросе перераспределения прибыли между участниками банковской системы, то давайте проанализируем – произошло ли перераспределение активов между банками.



Активы СБ РФ за этот же период выросли ровно в той же пропорции, что вся банковская система в целом. Банк ВТБ смог показать результат гораздо выше среднеотраслевого показателя прироста активов и его активы выросли на 145 %. Конечно, здесь есть доля окончания интеграционных процессов Банка ВТБ с его дочерними банками («ТрансКредитБанк» и «Банк Москвы»), но все же эти процессы начались в 2010 и 2011 гг. (соответственно) и поэтому можно утверждать, что рост активов Банка ВТБ произошел за счет нового притока клиентов.

Даже со значительным результатом роста активов Банка ВТБ на долю двух крупнейших банков приходится чуть менее 43 %, что говорит о большой концентрации в отрасли, но не столь критично, как по сравнению с распределением прибыли в отрасли. Тем не менее, мы не можем остановиться в своем анализе на данной цифре и обязаны рассмотреть еще одну группу банков.

В случае возникновения претензий со стороны ЦБ РФ по финансовому состоянию Центральный банк, как правило, для предотвращения еще больших проблем в будущем прекращает деятельность банка путем отзыва у него лицензии на осуществление банковской деятельности. Это правило неукоснительно действует в отношении мелких региональных банков, но данная мера не допустима в отношении банков, имеющих существенную долю банковского рынка, большой объем вкладов населения, так как прекращение деятельности крупного банка требует значительных ресурсов для одномоментной выплаты страхового возмещения вкладчикам банка, это может повлечь дестабилизацию всей банковской системы и, как следствие, это вызовет нарушения в функционировании всей экономики. Подобный вариант развития события мы наблюдали на примере банковского кризиса в 2008 г., когда финансовые проблемы всего одного Банка «КИТ-Финанс» послужили катализатором проблем во всей банковской отрасли.

В отношении крупных банков, тем более банков, входящих в список системно-значимых банков, подобный сценарий событий не может быть допущен и у Центрального банка РФ не остается иного способа, как ввести в банке процедуру санации – финансового оздоровления. Наиболее яркими за последние два года примерами являются Банк «Открытие» и Бин-Банк, но подобная процедура происходила на протяжении всего периода с 2014 г. по настоящее время. Конечно, наряду с ЦБ РФ к санации привлекались и частные банковские структуры, но подавляющее большинство санаций по величине активов saniруемых банков осуществляется либо ЦБ РФ, либо банками с государственным участием в капитале, либо иными государственными органами. Это все привело к тому, что по состоянию на 01.10.18 г. порядка 70 % активов банковской системы напрямую или косвенно контролируются банками с государственным участием в их управлении.

Суммируя все факты в отношении банковской системы РФ о величине отозванных лицензий, о доле в прибыли и активах банковской системы, приходящейся на государственные банки, невозможно сделать вывод о том, что российский финансовый рынок устойчив и финансово надежен.

Выводы

Подведем итоги нашего анализа.

1. Макроэкономические показатели в России демонстрируют отличное состояние экономики, но при детальном рассмотрении мы видим наличие системных проблем в отраслях. Экономика России в этом случае подобна современным книгам, где за красочной, яркой обложкой скрывается сомнительное содержание. Мы сами создаем иллюзию благополучия и сами же верим в то, что нарисовали.
2. С 03.04.17 г. Росстат находится в ведении Министерства экономического развития РФ, а значит, создается ситуация, когда одно и то же министерство отвечает и за планирование финансового будущего России, и за контроль над результатом. Конечно, на первый взгляд это не кажется проблемой, но что в этом случае обережет нас от искажения публикуемой статистической информации? Ведь само Министерство в своем докладе в декабре 2015 г. указывало: «... В рамках развития системы национальных счетов (СНС), Росстатом пересмотрены показатели ВВП за период с 2011 по 2014 гг. ...».

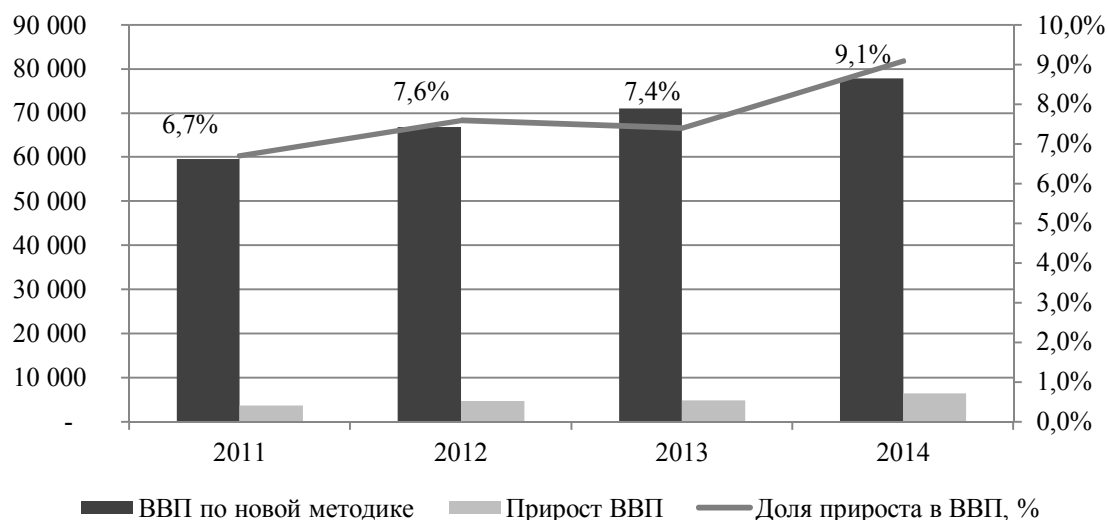


Рис. 17. Величина прироста ВВП РФ за счет корректировки методики подсчета

3. В экономических и аналитических изданиях с 2015 г. регулярно появляются статьи аналитиков, которые в своих расчетах либо не могут подтвердить данные Росстата, либо напрямую указывают на расхождение и завышение в позитивную сторону макроэкономических показателей. Тогда насколько мы можем оперировать данными Росстата при долгосрочном прогнозировании деятельности собственных компаний?
4. Мы продолжаем жить в парадигме рыночного управления валютными курсами, но публичные данные ЦБ РФ показывают, что валютный курс вновь находится под управлением государства, и решает прагматичную задачу по наполнению федерального бюджета достаточным объемом средств. А значит, мы и здесь не можем сделать правильный прогноз.



5. На примере банковской системы мы видим, что темп огосударствления экономики стал настолько стремительным, что мы можем потерять контроль над ситуацией. Ведь при этом исчезает логика принятия решений, рыночные механизмы, которые должны сдерживать неблагоприятные для населения процессы.

Каждый из нас решает, в какие цифры, показатели верить и на основании какой статистики планировать будущее своей компании. Использовать ли данные Росстата? Конечно да, ведь, так или иначе, они отражают видение властей о нашей стране, то направление, в рамках которого будет двигаться страна в целом. Единственное лишь дополнение: если ваша компания – не компания-экспортер, то вам потребуется детальный анализ своей отрасли, и вы должны быть готовыми к тому, что реальность и будущее для вас будет диаметрально противоположной, чем это выглядит в отчетах Росстата.

Список литературы

1. Валовый внутренний продукт. Годовые данные. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/vvp-god/tab1.htm (дата обращения 18.12.2018 г.)
2. Индексы потребительских цен на товары и услуги. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/tariffs/# (дата обращения 18.12.2018 г.)
3. Денежная масса (национальное определение). URL: <https://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=ms&pid=dkfs&sid=dm> (дата обращения 18.12.2018 г.)
4. Статистика добычи сырой нефти (с учетом газового конденсата). URL: <https://minenergo.gov.ru/activity/statistic> (дата обращения 18.12.2018 г.)
5. Индексы производства по Российской Федерации. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/# (дата обращения 18.12.2018 г.)
6. Уровень безработицы населения. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/wages/labour_force/# (дата обращения 18.12.2018 г.)
7. Об итогах социально-экономического развития Российской Федерации в 2015 г. / Министерство экономического развития Российской Федерации. Москва, 2016 г., 206 с.
8. Картина экономики. Ноябрь 2018 г. / Министерство экономического развития Российской Федерации. Москва, 2018 г., 16 с.
9. Мониторинг экономической ситуации в России. Тенденции и вызовы социально-экономического развития / Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС). Москва, 2008 г., 22 с.
10. Решения по денежно-кредитной политике ЦБ РФ. URL: https://www.cbr.ru/DKP/dkp_press/ (дата обращения 18.12.2018 г.)
11. Информация по кредитным организациям. URL: <https://www.cbr.ru/credit/> (дата обращения 18.12.2018 г.)

12. Факторы формирования ликвидности банковского сектора. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/Default.aspx?Prtid=flikvid> (дата обращения 18.12.2018 г.)
13. Финансовые рейтинги российских банков. URL: <http://www.banki.ru/banks/ratings/> (дата обращения 18.12.2018 г.)
14. Индексы МосБиржи полной доходности. URL: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/MCFTR> (дата обращения 18.12.2018 г.)
15. Индексы РТС полной доходности. URL: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/RTSTR> (дата обращения 18.12.2018 г.)

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Чернов С.А. Финансовый рынок России – жизнь после санкций // Пермский финансовый журнал, 2018, № 2 (19). С. 16 – 33.

Sergey A. Chernov

*Managing Director of LLC
“Investment group “Free capital”*

General Director of open company “Real – estate”

*Senior lecturer of Finance, Credit
and Exchange Business Department*

Perm, Russia

Financial market of Russia, post – sanction period

Abstract. In 2014 a new stage started for Russia, when we confronted the whole world after a long period of stability. The period of «Iron Curtain» finished but in return the economic barrier in the form of sanctions referring to the key Russian companies began. Moreover, there are retaliatory actions of Russia that influence not only the countries which introduced the sanctions but also domestic economy of Russia.

Only information published in the media is available for the majority of the population. But for economists financiers and those who are not satisfied with the consideration of only qualitative indicators there is an opportunity to digitize through macroeconomic data and other financial indicators published by Rosstat Central Bank of Russian Federation, Ministries and departments. Without any doubt we would like to know if this data really reflects the reality and we can forecast the future of our companies due to this data.

On the example of the financial market, we see the growth and well-being of the financial market as a whole, credit institutions, based on the data of Rosstat and the Central Bank, but a detailed and deeper examination reveals a very different situation. We can see the decline of the industry, that all visible well-being based only on the direct management of the state, that accumulate with that can lead to irreversible processes. We see the manipulation of data, substitution of desired for the reality. The main thing in it is the impossibility to predict the next step, as decisions and actions are made on the basis of current problems, often not related to the calculation of economic consequences for Russia, for medium, small businesses and the population of the country.

Key words: financial market, economic development, macroeconomic indicators



References

1. Gross domestic product. Annual data. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/vvp-god/tab1.htm (date of the application 18.12.2018)
2. Consumer price indices for goods and services URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/tariffs/#
3. Money supply (national definition). URL: <https://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=ms&pid=dkfs&sid=dm>
4. Statistics of crude oil production (including gas condensate) URL: <https://minenergo.gov.ru/activity/statistic>
5. Production indices for the Russian Federation URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/#
6. Unemployment rate. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/wages/labour_force/#
7. On the results of the socio-economic development of the Russian Federation in 2015 / Ministry of Economic Development of the Russian Federation. Moscow, 2016, p 206.
8. Picture of the economy. November 2018 / Ministry of Economic Development of the Russian Federation. Moscow, 2018, p16.
9. Monitoring the economic situation in Russia. Trends and challenges of socio-economic development/ Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation (RANKhiGS). Moscow, 2008, p 22.
10. Decisions on monetary policy of the Central Bank of the Russian Federation. URL: https://www.cbr.ru/DKP/dkp_press/
11. Information on credit organizations. URL: <https://www.cbr.ru/credit/>
12. Factors of formation of banking sector liquidity. URL: <https://www.cbr.ru/statistics/Default.aspx?Prtid=flikvid>
13. Financial ratings of Russian banks. URL: <http://www.banki.ru/banks/ratings/>
14. MOEX indices of full yield. URL: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/MCFTR>
15. RTS indices of full yield. URL: <https://www.moex.com/ru/index/totalreturn/RTSTR>

Please cite this article in English as:

Chernov S.A. (2018), "Financial market of Russia, post – sanction period". Perm Financial Review, no.2 (19), pp. 16 – 33.

УДК 336

Львова Надежда Алексеевна

*д.э.н., профессор кафедры теории кредита
и финансового менеджмента*

n.lvova@spbu.ru

Абрамишвили Нели Руслановна

*к.э.н., доцент кафедры теории кредита
и финансового менеджмента*

n.abramishvili@spbu.ru

Дарушин Иван Александрович

*к.э.н., доцент кафедры теории кредита
и финансового менеджмента*

i.darushin@spbu.ru

Воронова Наталья Степановна

*д.э.н., профессор кафедры теории кредита
и финансового менеджмента*

n.voronova@spbu.ru

*ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный университет»,
Санкт-Петербург, Россия*

Проблемы финансовой оценки и диагностики публичных компаний в условиях формирующегося рынка

Аннотация. Сделки с ценными бумагами публичных компаний являются важным инструментом развития экономики, являясь проводником рыночных сигналов к перераспределению капитала между отраслями. Формирующиеся финансовые рынки, являющиеся предметом исследования, отличаются повышенной информационной асимметрией и волатильностью, следовательно, ценообразование на них происходит с определенными особенностями. Таким образом, целью исследования стало обоснование необходимости адаптации существующих методов финансовой диагностики и оценки публичных компаний к условиям формирующихся финансовых рынков. Основная гипотеза заключается в невозможности использования оценочных моделей, разработанных для развитых рынков, на формирующихся. При проведении исследования использовались методы логического анализа, изучения и обобщения теоретических и практических особенностей существующих подходов к финансовой оценке.

К основным результатам исследования можно отнести следующее: выявлены правовые и экономические особенности приобретения публичного статуса, характерные для формирующихся рынков, в том числе обозначены положительные и негативные последствия этого процесса; доказано, что расчет рыночной стоимости активов традиционными способами дает искаженный результат, обоснована необходимость использования инвестиционной оценки активов; выявлены ключевые направления в развитии методологии финансовой диагностики

© Львова Н. А., Абрамишвили Н. Р., Дарушин И.А., Воронова Н. С., 2018



публичных компаний на формирующемся рынке. Полученные результаты являются основой для проведения дальнейших теоретических и эмпирических исследований в данной области, а также могут применяться органами регулирования финансовых рынков при подготовке и изменении нормативов.

Основной вывод исследования заключается в необходимости адаптации существующих методов финансовой диагностики и оценки публичных компаний к условиям формирующихся финансовых рынков. При этом в оценке стоимости компаний наиболее обоснованным является использование стандарта инвестиционной оценки. Что касается развития методологии финансовой диагностики, то наиболее обоснованной представляется конвергенция методов микро- и макрофинансовой диагностики, не разработанная в должной мере на теоретическом уровне.

Ключевые слова: финансовый рынок, формирующийся рынок, формирующийся финансовый рынок, публичные компании, финансовая оценка, финансовая диагностика.

* Статья опубликована по результатам XVI Международной научно-практической конференции «Современный финансовый рынок», 21 декабря 2018 г., г. Пермь

Введение

Понятие публичной компании довольно давно используется во многих странах. При этом для стран с формирующимся рынком, не имеющих длительной непрерывной истории становления рыночных отношений, наличие публичного бизнеса связано с некоторыми особенностями, что актуализирует исследования в этой области. Таким образом, мы обращаемся к проблеме оценки и диагностики публичных компаний в условиях формирующегося рынка, рассматривая преимущества и ограничения публичного статуса, вызовы оценки рыночной стоимости и дискуссионные вопросы финансовой диагностики.

В целом специфика стран с формирующимся рынком признается инвестиционным сообществом [8]. Однако финансовые исследования этого феномена не получили достаточного развития. Зачастую игнорируется тот факт, что оценка компаний в странах с формирующимся рынком должна учитывать повышенный уровень информационной асимметрии, который фактически исключает возможность получения корректной оценки рыночной стоимости, даже если речь идет о компаниях, обладающих публичным статусом.

В то же время, несмотря на достаточно большое число действующих международных стандартов в области устойчивого функционирования финансовых систем, по-прежнему отсутствует стандарт по мониторингу финансовой стабильности, который мог бы включать раздел по финансовой диагностике корпоративного сектора. Косвенно это отражает не только ту неопределенность, которая касается вопросов оценки и прогнозирования финансовых кризисов [9], но и несогласованность исследований финансовой диагностики, требующих обобщения, систематизации и развития с учетом значимых особенностей финансовых рынков, особое место среди которых занимают формирующиеся.

Особенности приобретения и поддержания публичного статуса компании на формирующемся рынке

К числу основных особенностей публичного бизнеса в странах с формирующимся рынком можно отнести повышенную юридическую неопределенность, неразвитость финансового рынка, отсутствие или недостаточность заинтересованности бизнеса и инвесторов в необходимом раскрытии информации. Раскроем эти особенности подробнее на примере Российской Федерации.

Юридические аспекты приобретения компанией публичного статуса. В соответствии с действующим законодательством: «публичным является акционерное общество, акции которого и ценные бумаги которого, конвертируемые в его акции, публично размещаются (путем открытой подписки) или публично обращаются на условиях, установленных законами о ценных бумагах. Правила о публичных обществах применяются также к акционерным обществам, устав и фирменное наименование которых содержат указание на то, что общество является публичным» [1, п. 1, ст. 66.3 1].

Таким образом, достаточным основанием для признания акционерного общества публичным является простое указание на это в уставе и в наименовании. Отметим, что данная норма противоречит экономической сущности публичности бизнеса, принятой в экономически развитых странах. Еще одной особенностью российского корпоративного законодательства является то, что публичное размещение акций является правом, а не обязанностью публичного акционерного общества [1, ст. 97]. Представляется, что данные моменты могут стать источником заблуждений инвесторов и кредиторов при работе с компаниями, которые фактически не размещали акций на организованных рынках.

Экономические аспекты приобретения компанией публичного статуса. Существует множество исследований, посвященных выявлению выгод и затрат на его получение и поддержание. Среди основных выгод необходимо отметить следующие: расширение возможностей привлечения кредитов и другого внешнего финансирования; повышение переговорной силы компании на рынке банковских кредитов и на других финансовых и товарных рынках; диверсификация рисков компании; использование недооцененности для привлечения дополнительного финансирования после публичного размещения акций; увеличение ликвидности собственных активов компании, а также ее ценных бумаг; получение рыночной оценки деятельности компании, а также ее стоимости.

Для компаний, работающих в условиях формирующихся рынков, наиболее значимыми являются, с нашей точки зрения, первые четыре вида преимуществ приобретения публичного статуса. Это связано с повышенными рисками деятельности в условиях неразвитого финансового рынка, а также с его повышенной волатильностью. Приобретение компанией публичного статуса позволяет компании диверсифицировать источники финансирования, расширить их перечень, снизить затраты на привлечение капитала, в конечном итоге, снижая повышенные риски деятельности. Однако можно выделить и негативные последствия этого процесса:



Во-первых, процесс публичного размещения акций связан с денежными затратами на прохождение листинга и поддержание котировки. Следует отметить, что в условиях формирующихся рынков эти затраты, хотя и присутствуют, не являются действительно значимыми.

Во-вторых, требования к листингу на формирующихся рынках обычно довольно либеральные, что негативно влияет на общий уровень финансовых рисков. Так, если воспользоваться примером Московской биржи, то характерно, что для прохождения листинга к акциям российских эмитентов применяется максимум 8 требований (списки 1 и 2 уровней), среди которых отсутствуют такие традиционные для западных бирж, как требования к величине прибыли, собственного капитала, количеству акционеров и др.

В-третьих, после прохождения листинга компании необходимо осуществить публичное размещение акций (IPO), что тоже связано с затратами. Говоря о расходах, которые компании нужно понести при выходе на фондовый рынок, необходимо выделить прямые и косвенные затраты, возникающие при подготовке компании к IPO. В самом общем виде исследователи определяют прямые расходы как затраты на оплату услуг финансового консультанта, андеррайтера, в том числе оплату комиссии юридических и аудиторских фирм, биржи, регистратора, маркетинговых агентств, а косвенные – как расходы на реорганизацию систем управления и контроля, финансовых потоков, продвижение бренда компании. Данные затраты уже оказываются значимыми, причем в условиях формирующихся рынков они становятся препятствием для выхода на биржу компаний средней и малой капитализации, так как обычно являются фиксированными. Это обстоятельство коррелирует с высокой концентрацией рынка акций и облигаций, что, в свою очередь, негативно характеризует уровень финансовой доступности в экономике.

В-четвертых, среди всех затрат, ассоциируемых с публичной эмиссией акций, можно выделить расходы на поддержание статуса публичной компании: ежегодные затраты на проведение аудита, сертификацию, распространение отчетной информации, платежи фондовой бирже, на поддержание вебсайта, на зарплату персонала, занимающегося технической частью, полиграфические расходы на годовые отчеты, а также издержки на организацию пресс-брифингов и конференций для инвесторов.

В-пятых, выходя на рынок капитала, компания берет на себя серьезные обязательства по систематическому раскрытию информации, аудиту отчетности, оповещению инвесторов о любых важных событиях. Таким образом, еще одним отрицательным последствием приобретения публичного статуса является снижение уровня конфиденциальности деятельности компании. Помимо раскрытия финансовой информации, компания обязана раскрывать свои планы развития, маркетинговые стратегии, планируемые НИОКР. Следствием, компания неизбежно теряет конфиденциальность информации, имеющей существенное значение при формировании конкурентных преимуществ. Требования к финансовой прозрачности в том числе означает и налоговую прозрачность, а, значит, и отказ от схем минимизации налоговой нагрузки, которые широко используются компаниями, регулярно показывающим низкую прибыль. Данное ограничение особенно характерно для стран с формирующимся

рынком, в которых не сформирована развитая налоговая культура и недостаточно развито налоговое администрирование.

Последний отрицательный аспект приобретения публичного статуса связан с тем, что неблагоприятные процессы, происходящие на финансовом рынке в целом, могут подавать инвесторам ложные сигналы о проблемах в деятельности компании, которые могут не соответствовать действительному положению дел. Отметим, что это ограничение является особенно актуальным для формирующихся рынков, поскольку данные рынки являются более волатильными и в большей степени подвержены кризисным явлениям, которые реализуются на них сильнее и глубже, в сравнении с развитыми рынками. Иными словами, общий тренд на снижение цен акций или увеличение волатильности может быть связан с макроэкономическими, политическими, социальными и другими событиями. Но, воздействуя на рынок в целом, такие события меняют в том числе и стоимость акций эмитентов, которые не испытывают проблем в своей деятельности. Однако снижение стоимости их акций рассматривается инвесторами как сигнал о проблемах в деятельности самой компании, уменьшая ее инвестиционную привлекательность и возможности в привлечении финансирования.

Ограничения в оценке рыночной стоимости публичных компаний на формирующемся рынке

Многие авторы, например, Асват Дамодаран [2], не приводят в своих работах определения рыночной стоимости, видимо полагая, что это категория имеет очевидную суть. Данный факт можно объяснить тем, что под рыночной стоимостью понимается не расчетная величина, определяемая с использованием аналитических моделей, а стоимость актива, формируемая на рынке (для компаний – рыночная капитализация). Однако обязанность оценивать именно рыночную стоимость может быть установлена в законодательстве. Так, в России оценка рыночной стоимости компаний требуется в следующих случаях:

- выкуп акций обществом по требованию акционеров [6, ст. 75, 77];
- дополнительная эмиссия акций [6, ст. 34, 77];
- выкуп ценных бумаг публичного общества по требованию лица, которое приобрело более 95% акций публичного общества [6, ст. 86.8].

Проведение оценки рыночной стоимости является также обязательным при вовлечении в сделку объектов (к примеру, пакетов акций), принадлежащих полностью или частично Российской Федерации, субъектам Российской Федерации и муниципальным образованиям [6, ст. 8]. Помимо этого, определение рыночной стоимости сопровождает большинство операций по предоставлению имущества в качестве залогового обеспечения в коммерческих банках, а также сделки по слияниям и поглощениям.

Однако для большинства компаний на формирующемся рынке ориентация на рыночную стоимость, в принципе, невозможна, и российский рынок здесь не исключение. Отметим, что в России большинство компаний по факту не являются публичными. Так, по данным ФНС на 1 января 2018 г. в ЕГРЮЛ было



зарегистрировано около 86 тыс. акционерных обществ [5]. При этом в листинге на Московской бирже находится лишь 225 компаний [4].

При этом, поскольку активные торги ведутся лишь по ограниченному числу акций, а доля акций в свободном обращении невысокая, результат расчетов в рамках сравнительного подхода не заслуживает высокого доверия. Следовательно, является необходимым построение и формирование расчетных моделей с применением инструментов доходного и затратного подходов.

Отметим также, что приведенные выше определения рыночной стоимости предполагают учет рыночной конъюнктуры и общедоступной информации. Однако, если говорить об информации, касающейся непосредственно оцениваемой компании, то доступной зачастую является только бухгалтерская отчетность (а в некоторых случаях, особенно когда речь идет о кризисных компаниях, и она отсутствует). При этом, для осуществления расчетов в рамках доходного, сравнительного, а тем более затратного подходов, оценщиками используется значительный объем информации, предоставляемый компанией. Данная информация при этом не является общедоступной и тогда, строго говоря, определенная на основе этих данных стоимость не может считаться рыночной. Кроме того, зачастую, в ситуациях, связанных с осуществлением сделок по слияниям и поглощениям, требуется оценка не просто рыночной стоимости компании, но и синергетического эффекта, что, по сути, обозначает определение инвестиционной стоимости.

Примечательно, что российское законодательство также содержит определение инвестиционной стоимости актива, которое сводится к следующему: «под инвестиционной стоимостью понимается стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки» [6, ст. 3]. При этом рассчитывается объем денежных средств, отражающий полезный эффект от использования объекта оценки для конкретного лица или группы лиц ... при установленных данным лицом ... инвестиционных целях использования объекта оценки [7, ст. 3].

В то же время рыночная стоимость объекта определяется как наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда: одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение; стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах; объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки; цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было; платеж за объект оценки выражен в денежной форме [6, ст. 3].

В связи с этим хотелось бы отметить следующее. При определении стоимости компании оценщик основывает прогнозы в рамках доходного подхода на ретроспективных данных о величине доходов и расходов компании. Данные показатели формируются под влиянием управленческих решений менеджмента

компании, нанятого акционерами (иными словами инвесторами). Таким образом, экстраполяция этих данных приводит к тому, что прогноз формируется не на основе рыночных данных, а на основе представлений конкретного инвестора о будущей деятельности компании. Любые прогнозы, не подтверждаемые сложившимися в ретроспективе тенденциями, не будут выглядеть достаточно обосновано. При этом, точно также, ставка дисконтирования, определяемая расчётами в рамках моделей ценообразования капитальных финансовых активов (Capital Assets Pricing Model, CAPM) или кумулятивного построения (Adjusted Capital Assets Pricing Model, АСАРМ), также отражает специфические риски самой компании, а не среднеотраслевую (или среднерыночную) доходность.

В сравнительном подходе оценочные мультипликаторы также чаще всего применяются к показателям ретроспективной финансово-хозяйственной деятельности, которые также подвержены влиянию управленческих решений менеджмента компании. В условиях отсутствия достаточного количества аналогов на бирже, использование метода сделок приводит также к учету инвестиционной составляющей сделок слияний и поглощений. Следовательно, результат, полученный в рамках данного метода также строго нельзя считать рыночной стоимостью.

Таким образом, можно утверждать, что релевантная для формирующихся рынков методология оценки стоимости бизнеса в большей степени соответствует стандарту инвестиционной, чем рыночной стоимости. Этот вывод полностью справедлив не только для закрытых, но и для публичных компаний. Так, определяя стоимость публичных компаний в рамках доходного подхода, мы неизбежно будем формировать инвестиционную стоимость, а не рыночную. Теоретически формирование рыночной стоимости публичных компаний возможно в рамках сравнительного подхода. Однако расхождения в оценках, полученных доходным и сравнительным методами, могут быть весьма значительными, что не позволяет объединять данные оценки при формировании окончательного суждения о стоимости компании.

Проблемные вопросы финансовой диагностики публичных компаний на формирующемся рынке

В рамках настоящего исследования мы обращаемся к проблемным вопросам финансовой диагностики публичных компаний, которые играют особую роль в современной экономике, располагая широкими возможностями получения финансовых услуг, применения финансовых инструментов, внедрения финансовых инноваций.

Рассматривая проблемы финансовой диагностики публичных компаний, нельзя не остановиться на вызовах финансовых кризисов, которым столь подвержены формирующиеся рынки. Финансовые кризисы являются актуальным направлением научных исследований, в рамках которого существует множество ракурсов, корреспондирующих с фундаментальными и прикладными проблемами финансовой науки [9]. Количество вопросов в области исследований финансовых кризисов настолько обширно, что их систематизация становится все более сложной задачей, решением которой нельзя пренебрегать, как показывает практически любой кризис глобального или локального уровня.



В этой связи отметим, что взаимосвязь между методологией финансовой диагностики публичных компаний и природой диагностируемого финансового кризиса далеко не всегда подвергается научному осмыслению, что, с нашей точки зрения, является недопустимым упущением, особенно если речь идет о формирующемся финансовом рынке с его существенной спецификой [8].

Наиболее явно фрагментарность исследований в этом отношении прослеживается на уровне финансовой диагностики отдельных компаний (микроаналитический уровень), в рамках которого даже сам термин «финансовый кризис» применять, как правило, не принято. Отчасти это методологически оправдано, поскольку диагностировать теоретические или эмпирические признаки финансовой несостоятельности (банкротства) компании можно с более высокой степенью определенности и, следовательно, прогнозной точности, чем амбивалентные признаки финансового кризиса. Однако в основном такая ситуация стала следствием эффекта колеи, который в данном случае проявляется в повторении привычной схемы исследований.

Еще более сложным является вопрос взаимосвязи финансовых кризисов в разных секторах и на разных уровнях экономики. Так, к примеру, по умолчанию принято считать, что финансовый кризис в первую очередь связан с неблагополучием финансового сектора (финансовых институтов и финансовых рынков). В то же время доказано, в том числе на примере стран с формирующимся рынком [3], что финансовое неблагополучие реального сектора, которое проявляется в чрезмерном долговом бремени, способно привести к коллапсу поставщиков финансовых услуг. Данное обстоятельство активизировало исследования факторов финансовой стабильности компаний реальной экономики. Однако такие исследования проводятся в основном в контексте динамики кредитного цикла и задач макропруденциальной политики, не затрагивая проблематику корпоративной финансовой диагностики.

Другим важным и далеко не до конца исследованным вопросом в этой области выступает механизм финансового заражения, которому столь подвержены волатильные формирующиеся рынки. Этот механизм может запускаться «сверху-вниз», когда финансовое состояние отдельных компаний ухудшается под воздействием неблагоприятной внешней конъюнктуры (экзогенные причины), или «снизу-вверх», когда финансово неблагополучная компания (или ряд компаний) способна оказывать значимое влияние на состояние финансовой системы (эндогенные причины). Соответственно, актуальны исследования сравнительной значимости рыночных и нерыночных механизмов, которая определяется моделью финансового развития, а также взаимосвязи между деловым циклом и финансовым состоянием компаний отдельных отраслей.

Признавая значимость обозначенных дискуссионных вопросов проблематики, считаем, что в целях исследования необходимо отталкиваться от определения корпоративной финансовой диагностики (диагностики финансового здоровья бизнеса), которая представляет собой аналитическую деятельность, направленную на выявление признаков финансового кризиса или в предельном случае финансовой несостоятельности (банкротства). Финансовая диагностика осуществляется в отношении разных субъектов хозяйствования и, как правило, связана с микроаналитическими задачами, но ее инструментарий может быть адаптирован и для решения аналитических задач другого уровня.

В наиболее акцентированном виде взаимосвязь разных уровней аналитических задач проявляется в отношении публичных компаний, финансовое здоровье которых может поэтапно оцениваться с учетом индивидуальных особенностей, в контексте отрасли, общего состояния национальной и международной финансовой экономики. Если речь идет о финансовой диагностике отдельных компаний (в противоположность группе компаний или в целом корпоративному сектору), разделение данных этапов, пожалуй, возможно лишь в целях теоретического анализа. Тем не менее, такая условная процедура позволяет декомпозировать методологию финансовой диагностики, выявив направления развития фундаментальных исследований в этой области.

Таким образом, структуру методологии финансовой диагностики публичных компаний можно представить в двух основных измерениях: 1) *уровень аналитических задач*, который может предполагать диагностику отдельной компании, компаний интересующей отрасли, корпоративного сектора, а также на региональном или международном уровнях; 2) *сектор экономики* – диагностика компаний финансового или нефинансового секторов. Потенциально количество «измерений» методологии финансовой диагностики может быть дополнено, как минимум, с учетом структуры собственности, что может потребовать оценки доли иностранной или государственной собственности.

Важно отметить, что методология финансовой диагностики публичных компаний должна быть основана на системе допущений, которые представляются наиболее дискуссионным вопросом проблематики. В частности, следует учитывать, что процессы финансовой глобализации и универсализации приводят к активному размыванию границ между национальными и международным сегментами финансового рынка, как и между финансовым и нефинансовым секторами экономики. Международные компании, представленные в разных юрисдикциях через сложную цепочку отношений собственности, склонны не только потреблять, но и оказывать финансовые услуги, даже если «де-юре» данные компании не являются финансовыми (финансиализация нефинансовых компаний). Это обстоятельство должно получать отражение в методологии финансовой диагностики публичных компаний, которая зачастую основывается на устаревших допущениях об экономической территориальности.

Заключение

Подытоживая вышесказанное, отметим, что получение и поддержание публичного статуса дает компаниям различные выгоды. Применительно к странам с формирующимся рынком, это, прежде всего, увеличение возможностей по привлечению финансирования и диверсификации рисков деятельности. Отрицательными последствиями приобретения публичного статуса являются: затраты на получение и поддержание публичного статуса, необходимость раскрытия информации и потеря конфиденциальности, подверженность отдельных акций обще рыночным процессам и, как следствие, искажение информации, доступной инвесторам. Отметим, что для стран с формирующимся рынком первый недостаток не является значимым, однако два последних становятся достаточно актуальными.

Оценка стоимости публичных компаний востребована при решении многих управленческих задач. Во многих случаях проведение оценки является



обязательным и при этом определять требуется именно рыночную стоимость. Однако в условиях формирующегося рынка определение рыночной стоимости зачастую является затруднительным. В связи с этим теоретически возможно применение стандарта инвестиционной стоимости. При этом, необходимо понимать, что вид стоимости, определяемый оценщиками как рыночный, зачастую таковым не является по причине фактического отсутствия открытого, конкурентного и информационно прозрачного рынка для подобного рода активов, даже если речь идет о публичных компаниях.

В завершении обозначим те направления исследований, которые, с нашей точки зрения, требуют наиболее пристального внимания в развитии методологии финансовой диагностики публичных компаний на формирующемся рынке. Предпосылкой данного развития должна стать конвергенция микро- и макрофинансовой диагностики, которая на данном этапе фактически не реализована. Так, методы прогнозирования финансовой несостоятельности, применяемые на уровне отдельных предприятий, могут в адаптированном виде использоваться для мониторинга финансовой стабильности корпоративного сектора наряду с традиционными методами оценки достаточности капитала и долгового бремени. В то же время методические подходы к мониторингу финансовой стабильности (например, сигнальный подход) имеют потенциал применения на микроуровне.

В этом плане, с нашей точки зрения, следует присмотреться к методологии оценки финансовой стабильности как составляющей мониторинга финансовых систем, в рамках которого макроэкономические индикаторы (к примеру, уровень частного кредита к ВВП) применяются наряду с агрегированными микроэкономическими индикаторами (банковский Z-счет) [10]. Необходимо задаться концептуальным вопросом о сущности финансового кризиса, который проявляется в снижении доступности финансовых услуг, что позволяет включить в систему финансовой диагностики публичных компаний индикаторы финансовой инклюзии.

Особый интерес в условиях формирующегося рынка представляет методология оценки макрофинансовой стабильности, в том числе оценка волатильности. Новые результаты в этой области могут быть получены с применением теории сложных систем, функционирование которых подчиняется закону рангового распределения. Развитием методологии в этом отношении также является оценка информационной асимметрии на финансовом рынке, которая усиливается в период финансовых кризисов. В этом смысле оценка рыночной эффективности [8] открывает новые возможности финансовой диагностики публичных компаний.

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта №18-010-00085.

Список литературы

- 1 Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 №51-ФЗ (в действующей редакции).
- 2 Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. 9-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2018. 1316 с.
- 3 Розмаинский И.В. Гипотеза финансовой неустойчивости: теоретическое содержание и реалии постсоветской России // ЭКО. № 11. С. 79-89.
- 4 Российский фондовый рынок: 1 полугодие 2018. НАУФОР. [Электронный ресурс]. НАУФОР, 2018. Режим доступа: <http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=11860> (дата обращения: 25.11.2018).
- 5 Сведения о работе по государственной регистрации юридических лиц. [Электронный ресурс]. Федеральная налоговая служба, 2018. Режим доступа: https://www.nalog.ru/rn40/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6427754/ (дата обращения: 25.11.2018).
- 6 Федеральный закон РФ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 №208-ФЗ (в действующей редакции).
- 7 ФСО 13 «Определение инвестиционной стоимости», утв. Приказом Минэкономразвития России от 17.11.2016 №722 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Определение инвестиционной стоимости (ФСО №13)».
- 8 Darushin I.A., Lvova N.A., Ivanov V.V., Voronova, N.S. The Russian stock market: is it still efficient? // Proceedings of the 27th International Business Information Management Association Conference «Innovation Management and Education Excellence Vision 2020: From Regional Development Sustainability to Global Economic Growth». 2016. P. 818-828.
- 9 Gorton, G. Financial crises // Annual Review of Financial Economics. 2018. №10. P. 43-58.
- 10 Lvova N.A. The concept of financial systems' comparative evaluation // Actual problems of economics. 2016. №179 (5). P. 308-316.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Львова Н.А., Абрамишвили Н.Р., Дарушин И.А., Воронова Н.С. Проблемы финансовой оценки и диагностики публичных компаний в условиях формирующегося рынка // Пермский финансовый журнал, 2018. №2 (19). С. 34 – 46.



Nadezhda A. Lvova

*Doctor of economics, Professor of the Department
of credit theory and financial management*

Neli R. Abramishvili

*Associate Professor, Assistant Professor of the Department
of credit theory and financial management*

Ivan A. Darushin

*Associate Professor, Assistant Professor of the Department
of credit theory and financial management*

Natalia S. Voronova

*Doctor of economics, Professor of the Department
of credit theory and financial management*

*St. Petersburg state University
St. Petersburg, Russia*

Problems of financial evaluation and diagnostics of public companies in the emerging market

Abstract. Securities transactions of public companies are an important tool for the development of the economy since they produce market signals to redistribute the capital between industries. The subject of the research are emerging financial markets which are characterized by the increase of information asymmetry and volatility, therefore, their price formation occurs with certain features. Thus, the aim of the research is justification to adapt existing methods of financial diagnostics and evaluation of public companies to the conditions of emerging financial markets. The main hypothesis consists in impossibility to use valuation models created for developed markets in emerging markets. Methods of logical analysis and generalization of theoretical and practical features of existing approaches to financial assessment were applied in the research.

The main results of the research include: legal and economic features of the public status acquirement which are specific for emerging markets were revealed, including positive and negative consequences of this process. It is proved that the calculation of the market value of assets by traditional methods gives a distorted result. Necessity of the use of investment valuation of assets is justified. Key areas in development of the methodology of financial diagnostics of public companies in the emerging market are identified. Factual findings are the basis for further theoretical and empirical research in this area and they can be used by financial markets' regulatory authorities in developing and amending regulations.

The main conclusion of the research is the necessity to adapt existing methods of financial diagnostics and evaluation of public companies to the conditions of emerging financial markets. In this regard, the use of the investment valuation standard is the most reasonable in assessing the value of companies. Concerning the development of the financial diagnostics methodology, the most reasonable is the convergence of methods of micro-and macro-financial diagnostics, which has not been properly developed at the theoretical level.

Keywords: financial market, emerging market, emerging financial market, public companies, financial assessment, financial diagnostics.

References

- 1 Civil Code of the Russian Federation (Part One) by November 30, 1994 No. 51-FZ.
- 2 Damodaran A. Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the value of any Asset. 9th ed. Moscow.: Alpina Pub., 2018. 1316 p.
- 3 Rozmainsky, I.V. The financial instability hypothesis: theoretical content and realities of post-Soviet Russia. ECO. No. 11. P. 79-89.
- 4 Russian stock market: 1st half of 2018 [Online]. NAUFOR, 2018.
URL: <http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=11860> (retrieved: Nov. 25, 2018).
- 5 Information on work on state registration of legal entities [Online]. FTS, 2018 2018. URL: https://www.nalog.ru/rn40/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6427754/ (retrieved: Nov. 25, 2018).
- 6 Federal law of the Russian Federation “On valuation activities in the Russian Federation” by July 29, 1998 No. 135-FZ.
- 7 Federal Appraisal Standard “Investment value determination FSO 13”, the Ministry of Economic development of the Russian Federation Act by Nov. 30, 2016 No. 722.
- 8 Darushin I.A., Lvova N.A., Ivanov V.V., Voronova, N.S. The Russian stock market: is it still efficient? Proceedings of the 27th International Business Information Management Association Conference «Innovation Management and Education Excellence Vision 2020: From Regional Development Sustainability to Global Economic Growth». 2016. P. 818-828.
- 9 Gorton, G. Financial crises. Annual Review of Financial Economics. 2018. No. 10. P. 43-58.
- 10 Lvova N.A. The concept of financial systems’ comparative evaluation. Actual problems of economics. 2016. No. 179 (5). P. 308-316.

Please cite this article in English as:

Lvova N.A., Abramishvili N.R., Darushin I.A., Voronova N.S. (2018), “Problems of financial evaluation and diagnostics of public companies in the emerging market”, *Perm Financial Review*, no. 2 (19), pp. 34 – 46.



УДК 336

Осмоловец Светлана Славомировна

*к.э.н., доцент**УО «Белорусский государственный
экономический университет»
Минск, Республика Беларусь**swiel@inbox.ru*

Инструменты обеспечения финансовой стабильности в региональных экономических союзах (на примере стран Латинской Америки)

Аннотация. Объектом исследования в данной статье выступают инструменты обеспечения финансовой стабильности, используемые на финансовых рынках региональных экономических объединений стран Латинской Америки. Предметом исследования являются региональные экономические и политические объединения стран Латинской Америки: МЕРКОСУР, УНАСУР, АЛБА.

Выявлено, что макроэкономические и регулятивные дисбалансы между странами ограничивают возможности применения совместных финансовых механизмов, направленных на обеспечение стабильности в регионе. МЕРКОСУР в начальный период был ориентирован только на внешнюю и внутреннюю взаимную торговлю на условиях равной конкуренции. Отсутствие внутренних инструментов регулирования макроэкономического и финансового положения стран наряду с неравномерными уровнями экономического развития стран блока привели к существенным экономическим и политическим противоречиям внутри МЕРКОСУР. Финансовый кризис в Бразилии (1999 г.) и Аргентине (2001) привел к необходимости поиска соответствующих инструментов финансовой стабильности. Финансовой инновацией стала система трансграничных расчетов в национальных валютах SML, функционирующая с 2009 г. в МЕРКОСУР. В тот же период с 2005 г. в рамках интеграционного объединения АЛБА была внедрена система региональных расчетов СУКРЕ, преобразованная в 2013 г. в коллективное платежное средство. Для взаимного финансирования и экономического развития были использованы потенциалы фондов и региональных банков развития. Так, в рамках МЕРКОСУР был сформирован Структурный координационный фонд МЕРКОСУР (ФОСЕМ), созданный для финансовой поддержки стран региона.

Результаты исследования позволили выделить основные инновационные инструменты финансовой стабильности в региональных объединениях Латинской Америки в три основные группы: создание валютных и платежных единиц в рамках региона (единую систему региональных взаиморасчетов СУКРЕ в рамках АЛБА, систему платежей в национальной валюте SML в МЕРКОСУР), формирование разнообразных кредитных и финансовых учреждений, в частности банков развития, стабилизационных фондов, направленных на финансирование региона.

Ключевые слова: МЕРКОСУР, АЛБА, УНАСУР, СУКРЕ, региональный финансовый рынок, финансовая стабильность, финансовое сотрудничество

* Статья опубликована по результатам XVI Международной научно-практической конференции «Современный финансовый рынок», 21 декабря 2018 г. Пермь

Крупнейшими экономическими и политическими региональными объединениями в Латинской Америке являются МЕРКОСУР, АЛБА, УНАСУР в Латинской Америке. Экономическое и политическое объединение стран с неравномерными уровнями развития породило необходимость разработки адекватных финансовых инструментов и механизмов, способствующих взаимному поддержанию финансовой стабильности в странах блоков, особенно в периоды экономических кризисов.

Страны Латинской Америки являются членами многих международных блоков и объединений. Одним из них является МЕРКОСУР (Южноамериканский общий рынок, создан в 1991 г.). МЕРКОСУР – это экономический и политический блок, включающий Аргентину, Бразилию, Парагвай, Уругвай и Венесуэлу. МЕРКОСУР был создан в 1991 г., когда Аргентина, Бразилия, Парагвай и Уругвай подписали в Асунсьоне договор о создании МЕРКОСУР. Венесуэла присоединилась к МЕРКОСУР в качестве полноправного члена в 2012 г., но была выведена из его состава в конце 2016 г.

В период своего создания МЕРКОСУР представлял собой экономическое пространство с территорией 12 млн кв. км (59% территории Южной Америки), где проживало 55,3% населения Латинской Америки и Карибского бассейна с совокупным ВВП свыше 1 трлн долл. (50% ВВП Латинской Америки). [1].

Население МЕРКОСУР с момента основания к 2017 г. увеличилось в 1,4 раза до 295,8 млн чел., темп роста совокупного ВВП в 2017 г. составил 18.9%. Значительные колебания среднегодовых темпов роста ВВП свидетельствуют о финансовой неустойчивости и экономических кризисах внутри МЕРКОСУР в периоды с 1997 по 2002 гг., 2008 – 2016 гг. (рис.1) [3].

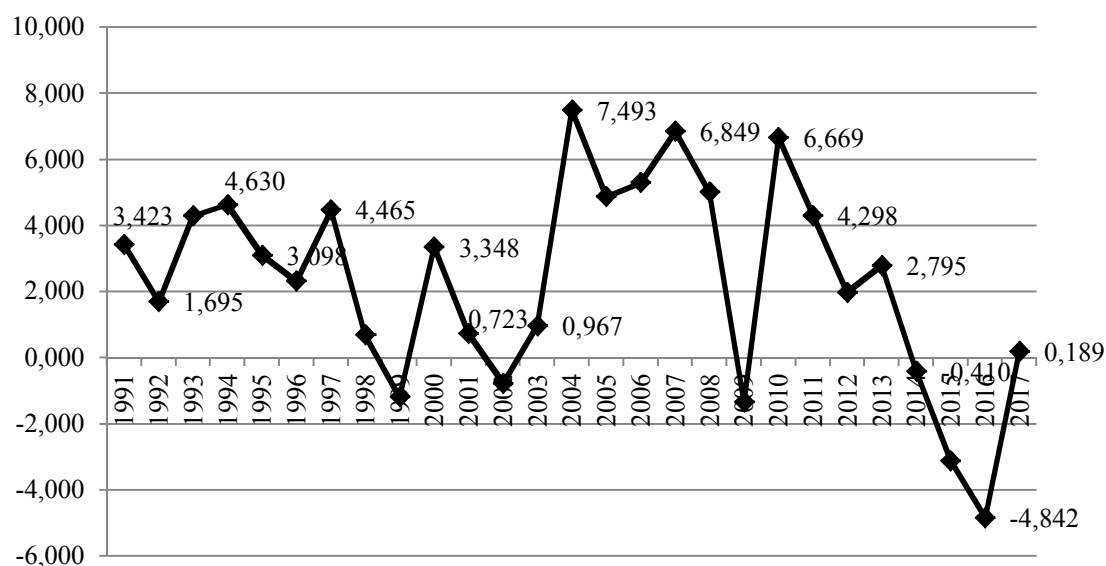


Рис. 1. Среднегодовые темпы роста совокупного ВВП МЕРКОСУР [3]

В 2017 г. участниками МЕРКОСУР являлись Бразилия, Аргентина, Уругвай, Парагвай, ассоциированными членами – Чили, Боливия, Колумбия, Перу, Эквадор. Ассоциированные члены получили более низкие таможенные тарифы



при торговле с полноправными членами, но не имеют полного права голоса или свободного доступа на свои рынки.

Основной целью создания МЕРКОСУР является достижение экономического роста посредством развития единого регионального рынка при соблюдении принципа конкуренции как фактора эффективности распределения ресурсов региона [2, с. 162].

Асуньонский договор – это соглашение, устанавливающее свободное перемещение товаров, услуг и факторов производства между странами МЕРКОСУР. Договор предусматривал отмену всех пошлин и нетарифных ограничений во взаимной торговле между Бразилией, Аргентиной, Уругваем и Парагваем, т.е. создание зоны свободной торговли к 31 декабря 1994 г. Страны блока приняли соглашение о единой торговой политике в отношении внешних стран и объединений.

Высший руководящий орган МЕРКОСУР, Совет общего рынка, представляет собой форум высокого уровня для координации внешней и экономической политики. Президиум группы каждые шесть месяцев переизбирается среди своих полных членов по алфавитному порядку. Другие руководящие органы включают: Группу общего рынка, координирующую макроэкономическую политику; торговую комиссию; парламент, выполняющий консультативную роль; Структурный координационный фонд МЕРКОСУР, реализующий проекты региональной инфраструктуры.

МЕРКОСУР был создан, в первую очередь, для укрепления экономических отношений между Аргентиной и Бразилией. Эти страны по-прежнему стоят во главе блока, их совместная доля составляет более 80% ВВП и населения блока (рис. 2).

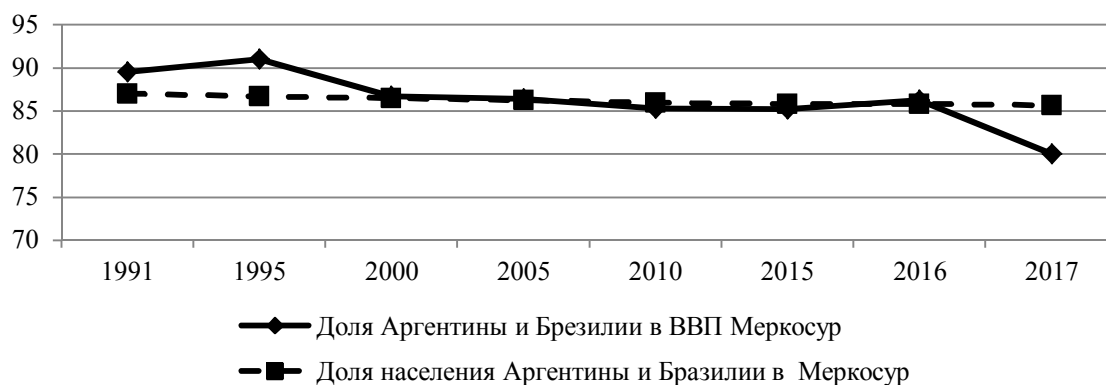


Рис. 2. Доля Аргентины и Бразилии в ВВП и структуре населения МЕРКОСУР, % [3]

В период 1991–1998 гг. в МЕРКОСУР наблюдались интенсивные интеграционные процессы, доля внутрирегиональной торговли выросла с 7,7% в 1990 г. до 23,6% в 1998 г. [2, с.164]. В начале 21 века экономический рост МЕРКОСУР замедлился. К концу 20 века начала снижаться внешнеэкономическая устойчивость стран МЕРКОСУР. Так, дефицит текущего счета платежного баланса Аргентины возрос с 647 млн долл. США в 1991 г. до 14,5 млрд в 1998 г. В Бразилии был отмечен рост дефицита платежного баланса в 1993 – 1998 гг. с 676 млн долл. до 33,4 млрд (рис. 3) [3].

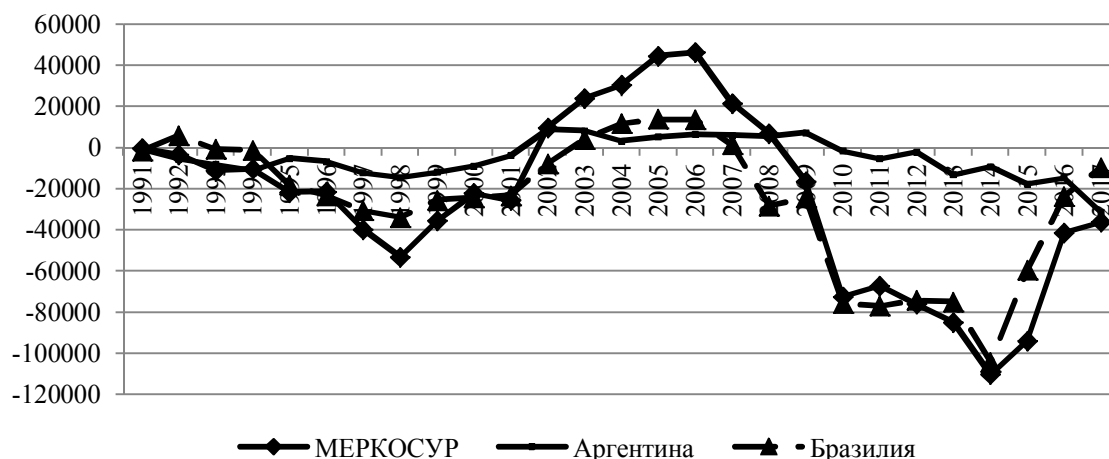


Рис. 3. Сопоставление сальдо текущего счета совокупного платежного баланса МЕРКОСУР и платежных балансов Аргентины и Бразилии, в млн. долл. США [3]

В этот период в Аргентине и Бразилии был установлен режим фиксированного валютного курса. Отрицательное сальдо платежного баланса и отсутствие внутри МЕРКОСУР механизмов поддержания финансовой стабильности привело развитию внутренних противоречий в рамках блока [2, с.164-165].

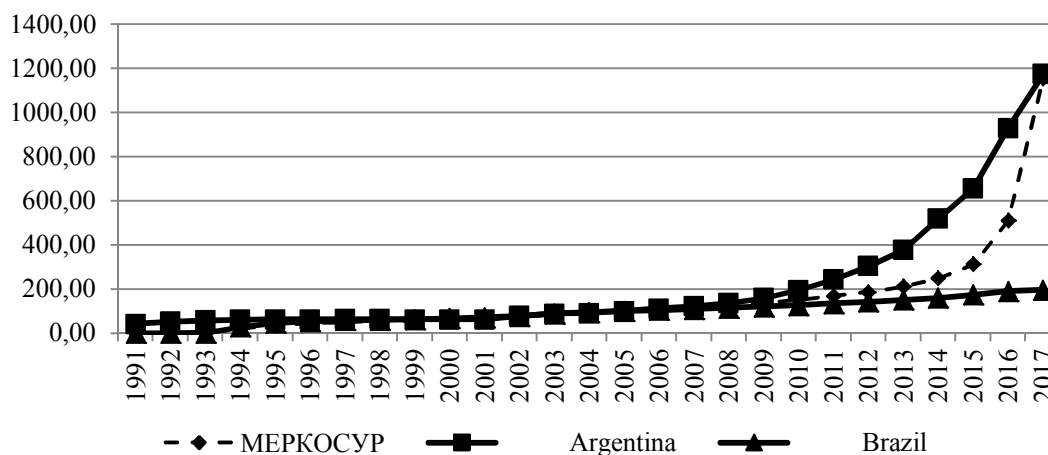


Рис. 4. Изменение индекса потребительских цен по отношению к ценам 2005 г., в млн. долл. США [3]

Анализ рис. 4 свидетельствует о значительной (в 11,7 раз) девальвации национальной валюты Аргентины в период с 2005 по 2017 г.

Региональная интеграция начала замедляться после девальвации валюты Бразилии в 1999 г. и финансового кризиса в Аргентине в 2001 г. Страны МЕРКОСУР также не смогли координировать свою внешнюю политику как внутри блока, так и в отношении третьих стран. В частности, Бразилия в одностороннем порядке ввела антидемпинговые ограничения на импорт стали из Китая в 2011 г. [4].



Изменение экономической модели МЕРКОСУР началось с 2002 г. Основными принципами в развитии региона стали: закрытость экономической модели и ее ориентация на страны блока, производственная интеграция, повышение совместимости экономик региона и их конкурентоспособности, развитие инструментов поддержания финансовой стабильности.

В конце 2007 г. государства — участницы МЕРКОСУР приняли решение о переходе в трансграничных расчетах на национальные валюты (Sistema de Pagos en Moneda Local, SML). В 2009 г. оно было оформлено первым двухсторонним соглашением между центральными банками Бразилии и Аргентины. Аналогичное соглашение было подписано между Бразилией и Уругваем 31 октября 2014 г. [5]. Элементом межгосударственной кредитной поддержки в них выступают внутрисдневные обеспечительные (чрезвычайные) платежные лимиты центральных банков в эквиваленте 5 млн долл. и 120 млн. долл. (между ЦБ Бразилии и Уругвая, и ЦБ Бразилии и Аргентины, соответственно) [6]. Межбанковская часть расчетов осуществляется внутри национальных систем валовых расчетов по рыночному курсу – Аргентины (MEP, Medio Electrónico de Pagos), Бразилии (STR, Sistema de Transferência de Reservas) и Уругвая (Sistema de Pagos Nacional), работающих в режиме реального времени и исполняющих денежные обязательства индивидуально по мере их поступления.

Данная система не устраняет валютные риски, но позволяет повысить спрос на национальные валюты стран [2, стр.166]. Новая система расчетов привлекла интерес других членов МЕРКОСУР: Уругвая, Парагвая и Колумбии. Однако анализ табл. 3 свидетельствует о незначительном росте доли платежей через систему SML, так за период действия этой системы расчетов доля расчетов через SML за внешнеэкономические операции между Бразилией и Аргентиной не превысила 7,1%.

Таблица 1

**Объем платежей с использованием SML
во внешнеэкономических операциях Бразилии с Аргентиной**

Год	Экспорт			Импорт		
	Количество операций	Объем, млн. реалов	Доля в общем объеме экспорта, %	Количество операций	Объем, млн. реалов	Доля в общем объеме импорта, %
2008	31	9,9	0,03	10	1,3	0,01
2009	1 163	451,1	1,95	72	4,3	0,02
2010	3 353	1 252,7	4,05	40	9,0	0,04
2011	4 870	1 623,2	4,50	50	8,7	0,03
2012	7 431	2 277,9	6,80	83	17,2	0,05
2013	9 041	2 581,4	6,43	47	10,5	0,03
2014	9 190	2 313,3	7,10	38	5,0	0,02
2015	10 788	2 504,5	5,97	38	37,6	0,11
2016	8 264	2 469,9	5,40	34	21,8	0,07
2017	7 619	2 341,9	4,24	22	4,1	0,01

Примечание: рассчитано на основе статистических данных Центрального банка Бразилии, Банка международных расчетов, Группы макроэкономического мониторинга (GMM).

Полного перехода к расчетам в национальных валютах через систему SML внутри блока не произошло ввиду периодических экономических кризисов, возникающих в странах МЕРКОСУР, а также ввиду незначительного удельного веса этой единицы расчетов во внешнеэкономической деятельности стран МЕРКОСУР.

Другим важным аспектом валютно-финансового взаимодействия стран МЕРКОСУР является создание в 2006 г. Структурного координационного фонда МЕРКОСУР (ФОСЕМ), ежегодный бюджет которого в 2006 г. составил 50 млн. долл., а к 2015 – 127 млн. долл. К 2015 г. в ФОСЕМ было представлено в общей сложности 49 проектов, из которых 43 были одобрены на сумму 1000 млн. долл. США. За весь период функционирования фонда Парагвай и Уругвай стали основными получателями средств, получив из фонда 64% и 24% выделяемых средств соответственно [7].

Таблица 2

Формирование и распределение ресурсов фонда ФОСЕМ в 2015 г. [7]

Член МЕРКОСУР	Ежегодные взносы в фонд		Распределение ресурсов	
	млн долл. США	Доля, %	млн долл. США	Доля, %
Бразилия	70	55,12	11,55	9,09
Аргентина	27	21,26	11,55	9,09
Венесуэла	27	21,26	11,50	9,06
Уругвай	2	1,57	36,96	29,10
Парагвай	1	0,79	55,44	43,65
Итого	127		127	

Проекты ФОСЕМ оформлены в четыре программы: структурная конвергенция (I); развитие конкурентоспособности (II); социальная сплоченность (III); укрепление институциональной структуры и процесс интеграции (IV). Проекты, финансируемые в рамках программы I, включают электричество, маршруты и железные дороги. В программе II рассматривается производительность и конкурентоспособность производственных секторов. Программа III сосредоточена на образовании, занятости, здравоохранении, ликвидации нищеты. Программа IV призвана улучшить структуру органов МЕРКОСУР.

Несмотря на то, что МЕРКОСУР по составу стран является одним из крупнейших в Латинской Америке, его экономическому развитию и финансовой стабильности в значительной степени препятствовали экономические и политические разногласия между Аргентиной и Бразилией, ориентация в период 1991-2002 г. на внешние рынки и открытость модели, отсутствие взаимных значимых механизмов финансовой стабильности, финансово-экономические проблемы стран.

Интеграционный блок АЛБА («Боливарианская альтернатива для Америк») был создан в 2004 г. по инициативе Венесуэлы на базе состоявшегося годом ранее I Боливарианского конгресса народов, в котором приняли участие более 50 региональных организаций левого толка. АЛБА – это выдвинутая венесуэльским правительством инициатива для интеграции стран Латинской Америки и



Карибского региона с целью объединения стран-участниц в экономический, политический и социальный блоки. Это второй по величине торговый блок в Латинской Америке и в Карибском регионе после МЕРКОСУР.

На начальном этапе блок включал в себя Венесуэлу и Кубу. В 2006 г. к ним присоединилась Боливия, в 2007 г. — Никарагуа, в 2008 г. — Доминиканская Республика и Гондурас, в 2009 г. — небольшое островное государство Сан-Висенте и Гренадинас. В основу деятельности АЛБА был положен принцип солидарной ответственности за энергетическую безопасность входящих в нее стран и Латиноамериканского региона в целом [8, с. 44].

Экономическую основу АЛБА составил экспорт венесуэльской нефти в США, Китай и страны Европейского Союза. С целью управления денежными потоками как внутри блока, так и за его пределами (на южноамериканском направлении) были созданы альтернативные кредитно-финансовые учреждения. В Гаване был открыт филиал банка АЛБА — это единственный пример, когда другие участники блока делают хотя бы символические взносы. Его оплаченный капитал должен был составить 800 млн долл. (Венесуэла вносит 660 млн долл., Куба — 118 млн долл., около 60 млн долл. переводит Боливия, и 20 млн долл. — Никарагуа). Из-за негативного влияния мирового кризиса и сокращения доходов от экспорта венесуэльской нефти для организации практической работы банку переданы 50 млн долл. из продовольственного фонда блока АЛБА для налаживания кредитования совместных проектов в области сельского хозяйства [8, с. 46-47].

Еще одним финансовым инструментом реализации интеграционных проектов в регионе при участии Венесуэлы должен стать Банк Юга, договор о создании которого был подписан формально 9 декабря 2007 г. между Аргентиной, Бразилией, Боливией, Эквадором, Парагваем, Уругваем. Основная цель банка — быстрое и эффективное финансирование проектов развития в Южной Америке. Предполагалось, что банк станет местом размещения и хранения золотовалютных запасов стран региона, суммарно составлявших на тот момент 165 млрд долл. Отличительной особенностью Банка Юга от международных финансовых институтов, таких как МВФ и МБРР, является то, что голоса его участников не зависят от размера членского взноса. Из-за разногласий между членами Банка Юга по поводу направлений деятельности, а также размеров взносов в установленные сроки банк не начал функционировать. В дальнейшем развитие этого финансового института было приостановлено мировым экономическим кризисом ввиду снижения возможностей стран по формированию капитала банка. К 2017 г. программа «Банк Юга» была приостановлена [15, 22-23], 9, 22-23].

Еще одной инициативой Венесуэлы стало создание в 2005 г. Фонда «ALBA — Caribe» для финансирования операций по проекту «Petrocaribe». Через этот фонд Венесуэла предоставляет 17 карибским и центрально-американским государствам сырую нефть на условиях льготных кредитов. Другим направлением укрепления независимости региона от внешнего влияния стало формирование единого валютного пространства. Решение отказаться от доллара США и ввести общую денежную единицу сукре (Единая региональная система взаиморасчетов — Sistema Unitario de Compensación Regional de pagos (SUCRE)) было принято в ALBA в апреле 2009 г. С января 2010 г. началось использование сукре в экспериментальном режиме (как электронная валюта).

В 2013 г. из единицы номинала единого расчетного счета сукре была преобразована в коллективное платежное средство с индивидуальным кодом в соответствии с ИСО 4217. Региональный валютный совет СУКРЕ устанавливает предельный размер эмиссии сукре на год, исходя из заявки стран-членов, выкуп которого за ликвидные обращаемые активы проводится по курсу сукре с поправкой на общий коэффициент с учетом динамики ВВП, индекса цен (потребительских и производителей) всех стран-членов [10, с. 96].

Переходу на использование сукре во всех торговых операциях предшествовало создание в рамках ALBA трех новых органов: Регионального валютного совета (Consejo Monetario Regional), Центральной компенсационной палаты (Cámara Central de Compensación en monedas locales) и Торгового резервного фонда (Fondo de Reservas y Convergencia Comercial, FRCC). В феврале 2010 г. между Венесуэлой и Кубой была проведена первая операция с использованием в расчетах сукре [9, с. 9].

За период с 2010 по 2016 г. сукре сохранила свою стоимость, девальвировавшись на 0,61%, однако к 2017 г. практически перестала использоваться во взаимных расчетах [11]. С 27 января 2010 г. по конец 2017 г. было проведено в сукре 7224 транзакций общую сумму 3,2 млрд. долл. США (рис. 5).

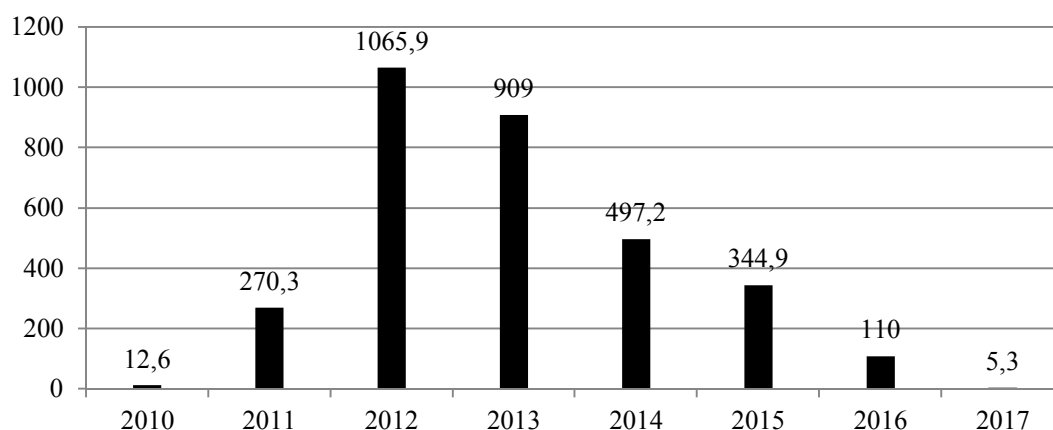


Рис. 5. Объем транзакций в сукре за период с 2010 по 2017 гг., млн. долл. США [12]

Анализ рис. 5 свидетельствует о маловероятном сценарии использования сукре в качестве единой валюты в рамках АЛБА, поскольку для перехода к единому валютному пространству необходим очень высокий уровень интеграции стран блока, устойчивость экономического и финансового состояния, единая экономическая политика.

Союз южноамериканских наций (УНАСУР) – международная организация, состоящая из 12 стран Южной Америки. Решение о создании УНАСУР было принято 23 мая 2008 г. в г. Бразилиа (Бразилия), где главами всех 12 государств было подписано Учредительное соглашение Союза южноамериканских наций [13, с. 465]. Все страны ратифицировали подписанное учредительное соглашение, однако процесс ратификации был не столь быстрым. В 2009 г. учредительное



соглашение было ратифицировано 2 государствами, в 2010 г. 6 государствами, в 2011 г. оставшимися 4 государствами [14, с. 36].

Цель Союза южноамериканских наций УНАСУР состоит в том, чтобы построить на объединенной основе интеграцию и союз среди его народов в культурных, социальных, экономических и политических областях, расположив по приоритетам политический диалог, социальную политику, образование, энергию, инфраструктуру, финансы и окружающую среду, среди других, в целях устранения социально-экономического неравенства, чтобы достигнуть социального включения и участия гражданского общества, в целях усиления демократии и уменьшения асимметрии в рамках укрепления суверенитета и независимости Штатов.

Идея УНАСУР выражалась в намерении южноамериканских стран достичь независимости от международных финансовых институтов, таких, как Международный валютный фонд (МВФ) и Всемирный банк, а также регионального финансового института МАБР (главным акционером которого являются США) [15, с. 22]. Финансовым инструментом реализации совместных проектов УНАСУР должен был стать Банк Юга.

В Латинской Америке структура региональных механизмов финансовой стабилизации представлена следующим образом. Для снижения валютных рисков трансграничные платежи проводятся в региональных платежных системах (соглашение о многосторонних платежах и взаимных кредитах, системы платежей в национальной валюте SML, единая система региональных взаиморасчетов СУКРЕ). Для кредитования и развития региона существуют инструменты финансовой стабильности: многочисленные кредитные и финансовые учреждения, в частности банки развития, специализированные фонды (Фонд структурной конвергенции FOCEM). Деятельность этих организаций направлена на мобилизацию внешних ресурсов для инвестирования и поддержания экономической активности в регионе.

Список литературы

1. Хамидулин, Т. Р. Особенности развития МЕРКОСУР в начале XXI века // Вестник РУДН. - Серия: Международные отношения. - 2009. - №2. - с. 19-27
2. Кошкуль, Д.В. МЕРКОСУР: интеграционный компромисс стран Южного конуса // Финансы: Теория и Практика. - 2015. - №3 (87). - с. 161-168
3. Statistics UNCTAD [Recurso electronico]. – UNCTAD.- 2018. - Modo de acceso: <https://unctad.org/en/Pages/statistics.aspx>
4. Mercosur: South America's Fractious Trade Bloc [Electronic resource]. – Access mode: <https://www.cfr.org/background/mercosur-south-americas-fractious-trade-bloc>
5. Хмелевская, Н.Г. Региональное финансовое сотрудничество в ответ на глобальные экономические потрясения. — Финансовый кризис и политэкономия международных отношений (материалы VII конвента РАМИ сентябрь 2012 г.) М., 2013, с. 36—46

6. Regulamento operacional de 23/05/2014 do sistema de pagamentos em moeda local, Regulamento operacional de 31/10/2014 do Sistema de Pagamentos em Moeda Local entre o Brasil e o Uruguai
7. El fondo para la convergencia estructural del MERCOSUR (2005-2015) [Recurso electronico]. FOCEM MERCOSUR. – 2018. – Modo de acceso: https://focem.mercosur.int/docs/FOCEM_es.pdf
8. Лезгинцев, Ю.М. «Боливарианская альтернатива для Америк» как новая форма интеграционных объединений в странах Латинской Америки и Карибского бассейна // Экономические стратегии. – 2009. - № 5-6. – с. 44-49
9. Шереметьев, И.К., Николаева, Л.Б. Стратегия латиноамериканских стран на новом витке мирового развития // Латинская Америка. – 2013. - № 2. – с. 4-16
10. Хмелевская, Н.Г. Совместные механизмы резистентности к внешним шокам стран Латинской Америки: альтернативы и инновации // Ибероамериканские тетради. - 2015. - № 3 (9). - С. 91-97
11. Informe de gestión institucional 2016 [Recurso electronico]. - Sucrealba. – 2018. – Modo de acceso: <http://www.sucrealba.org/el-sucre-en-un-contexto-de-b%c3%basqueda-de-nuevo-orden-internacional.html>
12. El Sucre en un contexto de búsqueda de nuevo orden internacional [Electronic resource]. - Sucrealba. – 2018. – Access mode : <http://www.sucrealba.org/el-sucre-en-un-contexto-de-b%c3%basqueda-de-nuevo-orden-internacional.html>
13. Учредительное соглашение Союза южноамериканских наций // Обзор законов и деловой обзор Америк. 2009. № 15. С. 465
14. Галушкин А.А. К вопросу о создании Союза южноамериканских наций (УНАСУР) и работе Генерального Секретаря // Балтийский юридический журнал. 2015. № 3. С. 32–39
15. Разумовский Д.В. Интеграция в Южной Америке на старте нового века: инициативы, трудности, достижения // Латинская Америка. 2011. № 4. С. 10-25

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Осмоловец С.С. Инструменты обеспечения финансовой стабильности в региональных экономических союзах (на примере стран Латинской Америки) // Пермский финансовый журнал, 2018, №2 (19). С. 47 – 58.



Osmolovets S. Svetlana

*PhD in economics,
associate professor
Belarusian State Economic University
Minsk, Republik of Belarus*

Tools for ensuring financial stability in regional economic unions (on the example of Latin America)

Abstract. The object of the research are the instruments of financial stability used in the financial markets of regional economic associations of countries of Latin America.

The subject of the study are regional economic and political associations of Latin America: MERCOSUR, UNASUR, ALBA. It has been revealed that macroeconomic and regulatory imbalances between countries limit the possibility of using collective financial mechanisms aimed to ensure stability in the region. During the initial period, MERCOSUR was focused only on foreign and domestic mutual trade on the terms of equal competition. The absence of internal instruments to regulate macroeconomic and financial situation of the countries, alongside with uneven levels of economic development of the bloc countries, led to significant economic and political contradictions within MERCOSUR. The financial crisis in Brazil (1999) and Argentina (2001) has led to the necessity to find appropriate instruments of financial stability. Financial innovation became the system of cross-border payments in national currencies SML, operating since 2009 in MERCOSUR. In the same period beginning from 2005, the system of regional settlements of SUCRE was introduced within the framework of the integration Association of ALBA, transformed in 2013 into a collective means of payment in 2013. The potential of the funds and regional development banks were used for mutual financing and economic development. Thus, within the framework of MERCOSUR, the MERCOSUR Structural Coordination Fund (FOCEM) was established, created to provide financial support of the countries in the region.

The results of the study made it possible to identify the main innovative instruments of financial stability in regional associations of Latin America into three main groups: the creation of currency and payment units within the region (a single system of regional mutual settlements of sucre within the framework of ALBA, the system of payments in national currency SML in MERCOSUR), formation of various financial institutions such as development banks, stabilization funds which are aimed to finance the region.

Keywords: MERCOSUR, ALBA, UNASUR, Sucre, regional financial market, financial stability, financial cooperation

References

1. Khamidulin, T. R. Features of the development of MERCOSUR in the early XXI century // Bulletin of PFUR. – Series: International relations. – 2009. – №2. – p. 19-27
2. Koshkul, D. V. MERCOSUR: integration, a compromise of the southern cone countries // Finance: Theory and Practice. – 2015. – №3 (87). – p. 161-168.
3. Statistics UNCTAD [Recurso electrónico]. – UNCTAD. – 2018. – Modo de acceso: <https://unctad.org/en/Pages/statistics.aspx>
4. Mercosur: South America's Fractious Trade Bloc [Electronic resource]. – Access mode: <https://www.cfr.org/background/mercosur-south-americas-fractious-trade-bloc>

5. Khmelevskaya, N. D. Regional financial cooperation in response to global economic shocks. — The financial crisis and the political economy of international relations (materials of VIII RISA Convention September 2012), 2013, pp. 36-46
6. Regulamento operacional de 23/05/2014 do sistema de pagamentos em moeda local, Regulamento operacional de 31/10/2014 do Sistema de Pagamentos em Moeda Local entre o Brasil e o Uruguai
7. El fondo para la convergencia estructural del MERCOSUR (2005-2015) [Recurso electronico]. FOCEM MERCOSUR. — 2018. — Modo de acceso: https://focem.mercosur.int/docs/FOCEM_es.pdf
8. Lazhintsev, J. M. "the Bolivarian alternative for the Americas" as a new form of integration associations in Latin America and the Caribbean // Economic strategy. — 2009. — № 5-6. — p.44-49
9. Sheremetyev, I. K., Nikolaev, L.B. The strategy of Latin American countries in the new round of world development // Latin America. — 2013. — № 2. — p. 4-16
10. Khmelevskaya, N. D. Joint mechanisms of resistance to external shocks in Latin America: alternatives and innovations // Ibero-American notebooks. — 2015. — № 3 (9). — P. 91-97
11. Informe de gestión institucional 2016 [Recurso electronico]. - Sucrealba. — 2018. — Modo de acceso: <http://www.sucrealba.org/el-sucre-en-un-contexto-de-b%c3%basqueda-de-nuevo-orden-internacional.html>
12. El Sucre en un contexto de búsqueda de nuevo orden internacional [Electronic resource]. - Sucrealba. — 2018. — Access mode: <http://www.sucrealba.org/el-sucre-en-un-contexto-de-b%c3%basqueda-de-nuevo-orden-internacional.html>
13. Founding agreement of the Union of South American Nations // review of laws and business review of the Americas. 2009. No. 15. P. 465
14. Galushkin A. A. To the question on creation of the Union of South American Nations (UNASUR) and the work of the Secretary-General // Baltic journal of law. 2015. No. 3. P. 32-39
15. Razumovsky, D. V. Integration in South America at the start of a new century: initiatives, challenges, achievements // Latin America. 2011. No. 4. P. 10-25

Please cite this article in English as:

Osmolovets S.S. (2018), "Tools for ensuring financial stability in regional economic unions (on the example of Latin America)", *Perm Financial Review*, no. 2 (19), pp. 47 – 58.



УДК 336

Митюшкина Елена Николаевна

*Доцент факультета подготовки управляющих высшей квалификации
ГОО ДПО «Институт повышения квалификации - РМЦПК»,*

*старший преподаватель
кафедры финансов, кредита и биржевого дела
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»,
г. Пермь, Россия*

Elena2984103@yandex.ru

Стоимостной анализ как ключевой этап оценки бизнеса

Аннотация. Предмет. Стоимостной анализ как ключевой этап оценки бизнеса включает в себя сбор и анализ различной информации: от характеристик объекта оценки до анализа внешних факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса. Целью стоимостного анализа является идентификации и анализ факторов стоимости при оценке бизнеса.

Цель: формирование единого, унифицированного подхода к реализации аналитического этапа в процедуре оценки бизнеса.

Методология: на основе теоретического анализа отечественной и зарубежной литературы, нормативно-методических материалов, практических наработок автора сгруппированы и систематизированы методы, подходы и аналитические инструменты в единую систему стоимостного анализа.

Результаты. Проанализированы существующие методические подходы, рекомендованные в зарубежных и отечественных учебно-методических изданиях по оценке бизнеса, предложен новый вид анализа, дано его определение, цели и основные задачи, а также алгоритм проведения стоимостного анализа.

Выводы. Отсутствие единого унифицированного подхода к реализации аналитического этапа в оценке бизнеса приводит к снижению качества оценки (снижается обоснованность и достоверность используемых данных), а также тормозит методологическое развитие теории и практики оценки бизнеса и отдельных активов.

Для устранения выявленного недостатка предложено ввести новый вид анализа – стоимостного анализа, который применяется как этап в процедуре оценки бизнеса при определении его стоимости

В статье предложен алгоритм стоимостного анализа, определены общие (универсальные) задачи стоимостного анализа и дано его определение.

Ключевые слова: оценка бизнеса, индикативный показатель, алгоритм определения стоимости, стоимостно-ориентированный анализ, факторы стоимости, стоимостной анализ.

* Статья опубликована по результатам XVI Международной научно-практической конференции «Современный финансовый рынок», 21 декабря 2018 г., г. Пермь

Оценка бизнеса, являясь главным направлением в оценочной деятельности, имеет широкое практическое применение, которое можно разделить на два направления:

- оценка бизнеса как самостоятельное профессиональное действие, в результате которого определяется стоимость бизнеса и составляется оценочный отчет;
- оценка бизнеса, как один из блоков в системе управления стоимостью компании, является инструментом в системе управления компанией, при помощи которого определяется стоимость бизнеса как индикативный показатель. Она также позволяет выделять и ранжировать факторы, формирующие стоимость.

Подходы и методы оценки бизнеса детально разработаны как на законодательном уровне (Федеральные стандарты оценки, методические рекомендации), так на теоретическом уровне (зарубежные и отечественные учебно-методические пособия).

Основы оценки бизнеса были сформулированы в трудах Т. Колера, Т. Коупленда, Дж Мурина, в дальнейшем технология оценки была детально проработана Дж. Фишмен, Ш. Праттом, Кл. Гриффитом, К. Уилсоном.

В дальнейшем концепция оценки бизнеса была углублена для целей слияний и поглощений у авторов: Френка Ч. Эванса, Дэвида М. Бишопа, П. Гохана, Ф.С. Рида, А.Р. Лажу.

Среди отечественных авторов следует, прежде всего, отметить А.Г. Грязнову, М.А. Федотову, Ю.В. Козыря, И.В. Косорукову и др.

Также опубликовано много работ, посвященных оценке отдельных видов активов – недвижимости, машин и оборудования, дебиторской задолженности, нематериальных активов.

Несмотря на глубокую теоретическую проработку вопросов оценки бизнеса и отдельных активов, существует множество вопросов, связанных с применением аналитических методов и приемов как по отношению к объекту оценки, так и по отношению к факторам внешней среды (отрасль, рынок, региональное развитие и пр.) в силу отсутствия унифицированного подхода к процедуре анализа для целей оценки бизнеса.

Чтобы определить значимость аналитических подходов (процедур) в оценке, необходимо рассмотреть оценку бизнеса как процесс определения стоимости.

Так Т.Г. Касьяненко считает, что основными характеристиками оценочного процесса являются упорядоченность («упорядоченность заключается в «общих для всех случаев оценки этапов ее проведения, реализуемые в определенной последовательности»), целенаправленность, системность, стоимостной характер всех показателей и динамический характер самого процесса оценивания.[5] На основании вышеперечисленных характеристик, Т.Г. Касьяненко предлагает использовать системные представления в отношении процесса оценки. Блок-схема процесса оценки в простейшем представлении состоит из трех частей: входные переменные, сам «черный ящик» процедуры оценки, состоящий из



расчета, анализа и интуиции оценщика и выхода – определенного в процессе оценки стоимостного показателя.



Рис. 1. Блок-схема оценки бизнеса

Среди трех компонентов «черного ящика» самым важным Т.Г. Касьяненко считает аналитические способности оценщика, т.к. «они направляют его расчет в нужное русло, позволяют дать исчерпывающий анализ входящей информации, обеспечивать ее полное и адекватное использование».[5] С данным утверждением трудно не согласиться.

Сама процедура оценки рыночной стоимости действующего предприятия может быть представлена в виде следующего алгоритма:

1 этап. Формирование задания на оценку.

Цель данного этапа – точная идентификация объекта оценки и четкое определение основных условий, в рамках которых будет произведена данная оценка.

Под идентификацией объекта оценки понимается его точное описание со ссылками на юридическую, техническую или финансово-бухгалтерскую документацию. Так для описания объекта недвижимости используется точный адрес и кадастровый номер данного объекта, а также структура объекта недвижимости (например, наличие улучшений на земельном участке в виде дополнительных построек и сооружений и пр.). Для описания предприятия используются данные ИНН, ОГРН, юридический и фактический адреса данного предприятия, его полное наименование, согласно уставным документам. Приводятся данные о размере и структуре уставного (акционерного) капитала, а также другие данные, согласно требованиям п. 8, раздел III, ФСО № 8 [10]. Могут быть приведены и другие данные, позволяющие точно выделить данный объект из числа похожих, аналогичных объектов.

К основным условиям для определения стоимости относят вид определяемой стоимости (рыночная, инвестиционная, ликвидационная или кадастровая) [11], дату оценки, определяемые права на объект оценки (право собственности, право аренды и пр.), существующие обременения и ограничения на объект оценки (долгосрочное право аренды, сервитут и пр.).

2 этап. Сбор и обработка информации, полученной об объекте оценки и его окружении.

Цель данного этапа – получение аналитической информации, которая будет использована для проведения расчетов рыночной стоимости объекта оценки. Если

говорить точнее – то это выделение и анализ факторов ценообразования для объекта оценки.

Данный этап является самым не формализованным в процедуре оценки, несмотря на то, что основные, рамочные требования прописаны в ФСО № 3 и ФСО 8. Глубина исследования и полученные результаты чаще всего зависят от уровня профессионализма и наработанных профессиональных компетенций самого оценщика.

3 этап. Обобщение информации об объекте оценки и факторах стоимости, выбор подходов и методов оценки.

Цель данного этапа – на основе имеющейся информации об объекте оценки и факторах, формирующих его стоимость выбрать подходы и методы расчета стоимости, которые соответствуют основным условиям оценки (вид стоимости, дата оценки), а также позволяют обосновано и достоверно рассчитать стоимость бизнеса.

4 этап. Применение выбранных подходов и методов для определения стоимости объекта оценки.

Цель данного этапа – рассчитать стоимость актива в рамках выбранных оценочных подходов с использованием выбранных методов расчета.

5 этап. Согласование результатов в случае применения более одного подхода для оценки стоимости. Внесение окончательных корректировок с учетом специфики объекта оценки и данных задания на оценку. Определение окончательной стоимости объекта оценки.

Цель данного этапа – определение окончательного значения стоимости по отношению к объекту оценки при использовании согласования, а также применения (при необходимости) итоговых корректировок.

Ниже на рис. 2 представлена общая схема алгоритма оценки бизнеса, на которой выделены основные этапы действий оценщика при процедуре оценки.

Аналитический этап в оценке бизнеса часто воспринимается оценщиками как подготовительный или вспомогательный. Внимание авторов работ по оценке бизнеса сконцентрировано на технологиях расчета стоимости, и практически полностью упускаются вопросы, связанные со сбором и обработкой первичных данных об объекте оценки и его окружении.

Как показано на рис. 2, 2-ой этап – является очень важным при проведении оценки, т.к. качество и полнота собранной и проанализированной информации об объекте оценки и его окружении лежат в основе всех последующих расчетов стоимости бизнеса.

Таким образом, аналитический этап является ключевым в процедуре оценки – собранная и проанализированная на данном этапе информация не только используется во всех последующих расчетных этапах оценки бизнеса, но и может уточняться, корректироваться и углубляться на протяжении всей процедуры оценки.

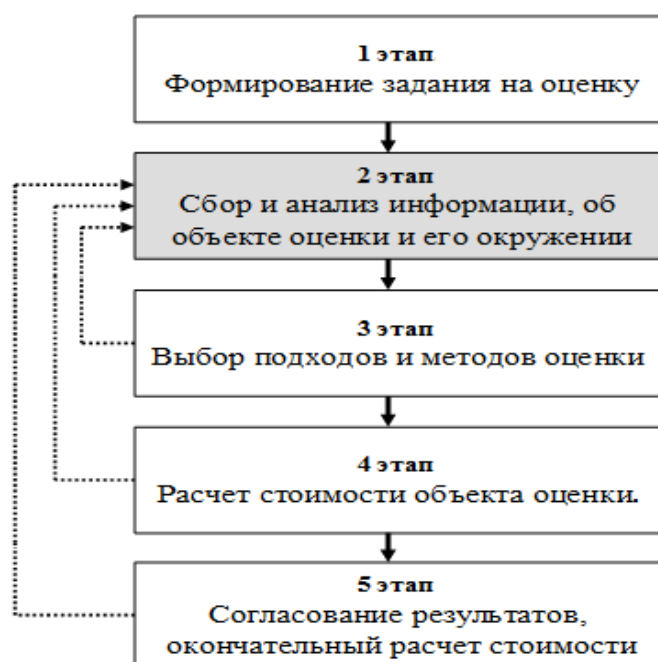


Рис. 2. Основные этапы алгоритма оценки бизнеса

Как показывает практика, обращение ко второму этапу возможно на каждом из последующих этапов, вплоть до самого последнего, когда происходит процедура согласования результатов оценки, полученной в рамках двух и более расчетных методов. Данное обстоятельство делает аналитический этап оценки еще более актуальным. Несмотря на очевидное ключевое значение аналитического этапа для всей процедуры оценки, на текущий момент отсутствует методологическая разработка данного вопроса.

И.В. Косорукова также подчеркивает назревшую актуальность данной темы – отсутствие достаточного методологического сопровождения процедуры оценки бизнеса. В частности, в своей работе она отмечает, что «развивающийся в последние десятилетия стоимостно-ориентированный подход к управлению финансами, к сожалению, практически не нашел отражения в российской теории и практике экономического анализа» [6]

Этой же точки зрения придерживается Т.Г. Касьяненко, которая в своей монографии [5] отмечает, что «анализ нормативных документов и учебно-методической литературы, оказывающих непосредственное влияние на качество оценочных работ, показывает, что возможности системного анализа используются недостаточно». Ю.В. Козырь отмечает, что «во многих отчетах по оценке бизнеса часто наблюдается нестыковка: наличие качественного финансового анализа в первой части и практически полное неиспользование его результатов собственно в процедуре оценки стоимости» [4]

При обзоре современной научно-методической и учебной литературы, выявлено, что вопросу аналитического этапа при процедуре определения стоимости действующего предприятия не уделяется достаточное внимание. В табл. 1 приведен анализ учебно-методической литературы по оценке бизнеса с точки зрения изложения методов и инструментов при сборе и анализе информации для целей оценки бизнеса.

Таблица 1

Анализ учебно-методических источников

Автор/ наименование	Экономический анализ	Анализ финансовой отчетности	Анализ отрасли/ рынка	Анализ макрофакторов	Другие виды анализа
Том Коупленд, Тим Колер, Джек Мурри «Стоимость компаний: оценка и управление»	анализ чувствительности	трансформация отчетности, ROIC и его поэлементный анализ, экономическая прибыль, FCF; анализ кредитоспособности и ликвидности; оценка затрат на капитал (WACC)	обзор отрасли; анализ отраслевой структуры по Портеру; отраслевая модель Койна- субраманиама; обзор рынка; сегментный анализ потребительского рынка; сравнительный анализ с основными конкурентами	анализ инфляции; анализ динамики ВВП	анализ конкурентной бизнес-системы;
Майкл Кохилл «Инвестиционный анализ и оценка бизнеса»	анализ потенциала роста компании	анализ динамики продаж, прибыли; анализ EBITDA; анализ коэффициента операционной маржи, ROCE, добавленную экономическую стоимость; анализ финансового состояния компаний, финансовый рычаг; финансовая устойчивость; кредитный рейтинг	анализ жизненного цикла отрасли; анализ конкурентных сил отрасли по Портеру; анализ отраслевой доходности; анализ отраслевой структуры затрат; анализ динамики доли рынка	анализ общих экономических перспектив (процентных ставок, демографических трендов и др.); анализ качества управления компанией	анализ стратегии компаний; анализ качества управления компанией
Френк Э. Эванс, Дэвид М. Бишоп «Оценка компаний при слияниях и поглощениях»	анализ рисков; анализ каждого функционального направления с точки зрения маржи и рентабельности активов; анализ каждого бизнес-сегмента по Дюпону	WACC; оборачиваемость активов; финансовый рычаг; коэффициенты ликвидности; рентабельность продаж; модель Дюпона	анализ отраслевого риска		анализ внутренних способностей в сравнении с конкурентами, SWOT



Продолжение табл. 1

Автор/ наименование	Экономический анализ	Анализ финансовой отчетности	Анализ отрасли/ рынка	Анализ макрофакторов	Другие виды анализа
Ивашковская И.В. «Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров»		анализ свободного денежного потока			анализ рисков компаний; анализ интеллектуальн ого капитала
Казакова Н.А. «Экономический анализ в оценке бизнеса»		экспресс-оценка финансового состояния компании; комплексная оценка финансового состояния компаний; факторный анализ рентабельности активов; анализ финансового рычага анализ банкротства нормативный и факторный			качественный анализ банкротства; оценка рисков
Козырь Ю.В. «Стоимость компаний. Оценка и управленческие решения»	анализ реального износа внеоборотных активов; анализ производственных мощностей, анализ жизненного цикла компании, анализ структуры контрактов, анализ себестоимости в физическом и стоимостном разрезе	анализ СОК; ROC, ROIC, ROE денежный поток; WACC	анализ спроса потребителей, анализ предложений конкурентов, продолжительность производственного и финансового цикла, сезонность рынка,	общее состояние рынков; темпы изменения технологий	

Материал, изложенный в таблице, демонстрирует, что у авторов отсутствует единообразный, унифицированный взгляд на проблему использования аналитических приемов и методов для целей оценки бизнеса. Часть авторов рассматривают только финансовый анализ с частичным использованием приемов экономического анализа. Такой подход характерен для отечественных учебно-методических пособий (авторы А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, И.В. Ивашковская, Ю.В. Козырь).

Другие авторы применяют более широкий спектр приемов и инструментов анализа – от финансового и экономического до отраслевого анализа и конкурентного анализа.

Таким образом, самым популярным является финансовый анализ. Во всех базовых учебниках по оценке бизнеса присутствует раздел, посвященный финансовому анализу, произведенный на основе бухгалтерского баланса и отчета о финансовых результатах деятельности предприятия.

Но проведение финансового анализа для целей оценки действующего предприятия (бизнеса) является недостаточным, так как не отображает воздействие внешних факторов на формирование рыночной стоимости объекта оценки. Кроме этого, с точки зрения формирования стоимостного показателя, финансовый анализ имеет ряд недостатков:

Во-первых, бухгалтерская (финансовая) отчетность демонстрирует данные, сложившиеся и полученные предприятием за ретроспективный период;

Во-вторых, бухгалтерская (финансовая отчетность) дает ограниченное представление о действующем предприятии. При помощи финансовых форм отчетности (бухгалтерский баланс и приложения к нему) создаются так называемые финансовые модели, которые отображают несколько моментов:

- имущественное положение предприятия с отображением источников формирования данного имущества;
- анализ положительного эффекта от ведения хозяйственной деятельности предприятия путем сопоставления выручки, получаемой предприятием, и затрат, необходимых для получения данной выручки;
- анализ движения денежных средств по видам деятельности предприятия (операционная, инвестиционная и финансовая).

За скобками бухгалтерской отчетности остаются такие важнейшие ключевые характеристики оцениваемого бизнеса, как:

- состояние основных производственных фондов (наличие износа и устаревания, загруженность фондов);
- состояние сферы инвестиций и инноваций;
- качество управления предприятием;



- состояние сферы накопления и генерации знаний внутри компании;
- наличие и устойчивость конкурентных стратегических преимуществ перед основными конкурентами.

В-третьих, бухгалтерская отчетность не всегда точно и реалистично отображает имущественное состояние предприятия. Это связано, прежде всего, с различными целями, ради которых собирается и анализируется информация при ведении бухгалтерского учета и при оценке стоимости бизнеса.

Информация в бухгалтерском учете формируется для правильного исчисления налогов, информация для целей оценки действующего предприятия – для выделения и анализа факторов формирования стоимости объекта исследования.

Таким образом, для проведения процедуры оценки использование только финансового анализа является недостаточным, так как не позволяет получить системного представления об объекте исследования, выделить и проанализировать на качественном уровне факторы формирования стоимости предприятия, а, следовательно, отсутствует возможность качественного проведения процедуры оценки предприятия.

Некоторые авторы предлагают адаптировать приемы и методы финансового анализа с тем, чтобы показатели, получаемые в рамках финансового анализа, можно было бы использовать при расчете стоимости бизнеса.

У Т. Коупленда и др. в книге «Стоимость компаний: оценка и управление» анализу посвящена глава, в которой предлагаются основные принципы проведения анализа прошлой деятельности компании для целей оценки бизнеса: [8]

- анализ результатов прошлой деятельности компании должен строиться вокруг ключевых факторов стоимости (рентабельность инвестированного капитала и темпы роста);
- анализ прошлых результатов требует интегрального подхода;
- финансовые показатели должны отражать не бухгалтерское, а экономическое видение компании;
- анализ активов компании основывается на их разделении по принципу использования в операционной деятельности: операционные и не операционные активы.

Отечественные авторы, например, Ю.В. Козырь предлагает следующий подход к проведению финансового анализа для целей оценки бизнеса. Полученные числовые параметры показателей финансового анализа должны исследоваться в нескольких аспектах: [4]

- необходимо провести анализ с позиции соответствия/несоответствия нормативному уровню;

- необходимо определить степень изменчивости финансовых показателей (тренды динамики и колебания).

Практическое применение полученных показателей может состояться по следующим направлениям [4]:

- при прогнозировании денежного потока. В частности, сценарии должны строиться исходя из внешнего окружения и внутренних возможностей компании;
- показатели изменчивости могут использоваться для выявления «исторически нормального» уровня колебаний финансовых показателей;
- показатели финансового анализа могут использоваться для оценки риска и построении ставки дисконтирования.

И.В. Ивашковская выделяет следующие принципы современного финансового анализа компании [7]:

- анализ деятельности компании должен основываться на экономической модели, а не на бухгалтерской;
- обязательный анализ инвестиционных рисков;
- обязательная оценка затрат на привлечение капитала;
- актуальность введения интеллектуального капитала в финансовую модель компании.

Многие авторы упоминают о значении отраслевых и региональных факторов в формировании стоимости компании. К сожалению, авторами не предлагаются ни аналитические подходы, ни концептуальные схемы системной взаимосвязи факторов различных уровней внешнего воздействия со стоимостным показателем предприятия.

Отсутствие единой методологии анализа первичных данных об объекте оценки и данных о развитии отрасли, рынка и влиянии внешних факторов на объект оценки приводит к следующим негативным последствиям:

- тормозится дальнейшее развитие методологии оценки бизнеса;
- снижается обоснованность и достоверность используемых показателей для расчетов стоимости бизнеса;
- снижается доверие «пользователей оценки» вследствие использования в расчетах субъективных суждений, обобщенных показателей;
- увеличивается волатильность стоимостного показателя в зависимости от суждений специалиста, проводившего стоимость бизнеса.



Как было показано выше, анализ данных только с финансовой точки зрения не является исчерпывающим для целей оценки действующего предприятия.

Если в качестве допущений принимать, что действующее предприятие является социально-экономической системой, тогда становится очевидным тот факт, что для целей оценки действующего предприятия необходимо использовать также системный подход при его анализе. Тогда целью проведения такого анализа должны стать выводы о факторах ценообразования, касающихся конкретного действующего предприятия, являющегося объектом оценки.

Данные цели и задачи не решаются ни одним из видов анализа, используемых сейчас для анализа деятельности бизнеса (действующего предприятия).

Таким образом, необходимо выделить отдельный вид анализа, целью которого является определение и анализ ключевых факторов стоимости объекта оценки (бизнеса). Такой анализ должен объединять анализ внутренней среды и внешней среды предприятия для реализации системного подхода на этапе сбора и анализа информации для целей оценки бизнеса.

Ближе всего к решению существа изложенной проблемы подходит И.В. Косорукова, введя такое понятие как «стоимостно-ориентированный анализ бизнеса» [6]. Согласно определению, приведенному автором [6] «стоимостно-ориентированный анализ (Value Based Analysis, VBA) – это процесс исследования стоимости и стоимостно-ориентированных результатов деятельности бизнеса».

Учитывая то, что главной целью анализа, проводимого для целей оценки стоимости является подготовка и соответствующая обработка данных и информации для последующих расчетов стоимости, то, на наш взгляд, представляется целесообразным применение термина «стоимостной анализ».

Тогда под стоимостным анализом нами понимается отдельный вид анализа, целью которого является выделение и изучение факторов стоимости бизнеса через анализ деятельности предприятия, а также изучение влияния внешних факторов, формирующих стоимость объекта оценки в соответствии с основными принципами системного анализа.

В своей работе И.В. Косорукова выделяет следующие направления стоимостно-ориентированного анализа:

1. факторный анализ показателей стоимости и экономической добавленной стоимости;
2. анализ эффективности бизнеса, основанный на показателях стоимости;
3. анализ эффективности использования ресурсов (материальных, трудовых и т.д.) организации, основанных на показателях стоимости;
4. анализ конкурентоспособности бизнеса. [6]

Наша формулировка: целью стоимостного анализа является выделение и анализ факторов стоимости для целей определения стоимости оцениваемого бизнеса. Для достижения поставленной цели стоимостной анализ призван решить ряд задач:

- анализ внутренней среды предприятия/организации с целью определения динамики и степени изменчивости основных структурных показателей, основных коэффициентов, рассчитанных в разрезе показателей ликвидности, платежеспособности, рентабельности и деловой активности оцениваемого бизнеса;
- сравнительный анализ полученных финансовых показателей со среднеотраслевыми и/или с прямыми конкурентами;
- анализ внеоборотных активов с точки зрения использования в операционной деятельности;
- анализ состояния (наличие износа и устаревания в разрезе физического, функционального и экономического типов износа) и загруженности основных производственных мощностей;
- анализ движения основных средств;
- анализ структуры текущих активов и обязательств с точки зрения их устойчивых соотношений к показателям доходности бизнеса – выручки и себестоимости;
- выделение факторов стоимости на уровне обобщенных показателей финансовой отчетности (посредством факторного анализа и анализа чувствительности);
- анализ ключевых факторов роста – рентабельности инвестированного капитала и темпов роста;
- анализ уровня конкуренции на рынке, где присутствует оцениваемый бизнес;
- анализ отрасли с точки зрения динамики, нормы рентабельности, структуры затрат и пр.;
- анализ воздействия макрофакторов (социально-экономических, технологических, экологических, политических) на развитие рынка и отрасли оцениваемого бизнеса;
- анализ конкурентных преимуществ оцениваемого бизнеса с учетом фактора устойчивости данных преимуществ во времени.

Для решения вышеназванных задач стоимостного анализа предлагается общий алгоритм, отображающий глубину, объем и последовательность аналитических действий:



Этап 1. Анализ объекта оценки.

- 1.1. анализ структуры уставного (акционерного) капитала,
- 1.2. финансовый анализ,
- 1.3. экономический анализ:
 - 1.3.1 анализ основных средств,
 - 1.3.2 анализ оборотных активов,
 - 1.3.3 анализ затрат и себестоимости,
- 1.4. маржинальный анализ.

Этап 2. Анализ отрасли и рынка.

- 2.1. анализ среднеотраслевых финансово-экономических показателей,
- 2.2. анализ конкурентоспособности объекта исследования,
- 2.3. анализ рынка купли-продажи аналогичных бизнесов.

Этап 3. Анализ влияния макрофакторов на динамику развития отрасли.

Этап 4. Обобщение результатов анализа по исследованию объекта оценки, отрасли, рынка и макрофакторов. Выделение основных факторов стоимости. Анализ выделенных факторов с точки зрения их влияния на формирование стоимости.

Объем и глубина исследования в стоимостном анализе будет зависеть от многих факторов. К основным можно отнести размер компании, разнородность видов основной операционной деятельности, наличие управленческого учета в компании, стадию жизненного цикла компании, количество и разнообразие активов и др.

Также необходимо отметить, что между этапами стоимостного анализа существуют информационные потоки (рис. 3). Так на первом этапе при проведении финансового анализа должна активно использоваться информация о среднеотраслевых показателях (ликвидности, платежеспособности, структуры пассивов, рентабельности и пр.). На втором этапе при анализе конкурентоспособности объекта оценки используется информация о ресурсах и ключевых компетенциях оцениваемой компании. Данные третьего этапа должны быть использованы и учтены не только в четвертом, но и обязательно при анализе отрасли и рынка (3 этап). Схематично данные взаимосвязи представлены на рис. 3.

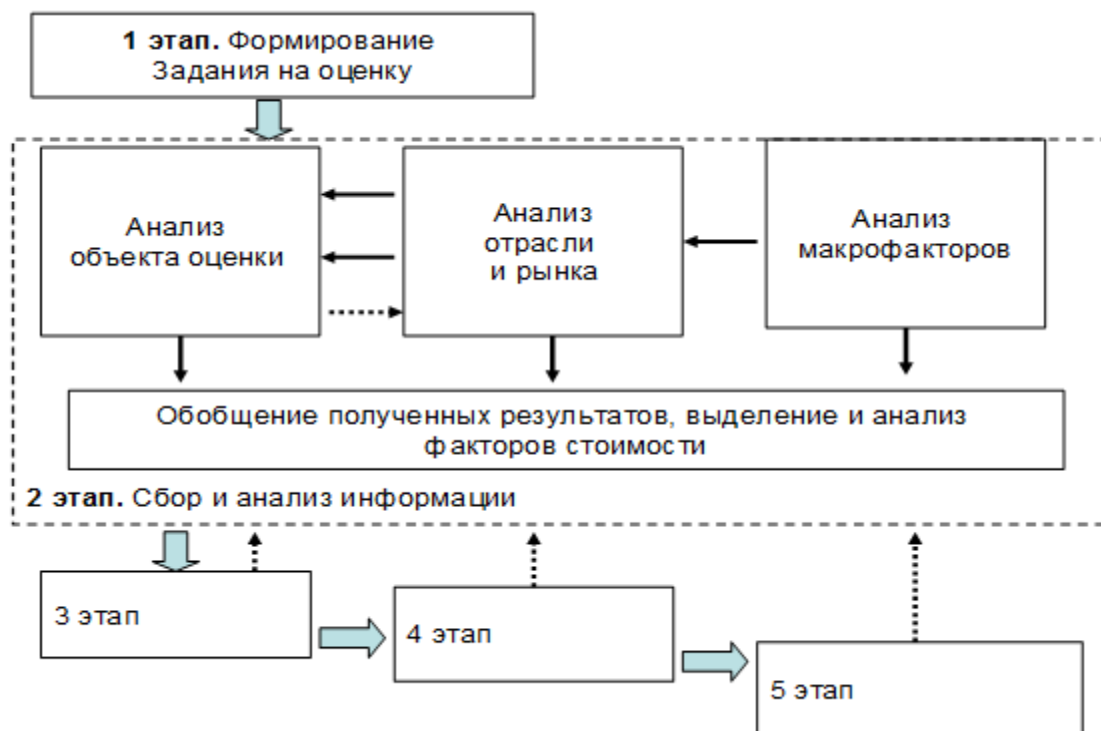


Рис. 3. Основные этапы оценки бизнеса с выделением этапа стоимостного анализа

Заключение

Предлагается ввести новое понятие «стоимостной анализ», который имеет свою область применения, а именно расчет стоимости бизнеса (действующего предприятия), имеет ряд специфических задач, решение которых позволяет получать обоснованные и достоверные данные, применяемые при методиках оценки стоимости. В работе предложен общий алгоритм стоимостного анализа, позволяющий проанализировать не только само предприятие, как объект оценки, но и выделить внешние факторы, воздействующие на формирование показателя стоимости бизнеса. Предложенный алгоритм позволяет реализовать системный подход, лежащий в основе стоимостного анализа, который, в свою очередь, позволяет учитывать причинно-следственные связи между различными уровнями факторов стоимости и самим итоговым показателем стоимости бизнеса.

Список литературы

1. Эванс Френк Ч., Бишоп Дэвид М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях/Пер.с англ.- М.: Альпина Паблишер, 2004.-332 с. (стр. 35-63)
2. Инвестиционный анализ и оценка бизнеса: учебное пособие: пер. с англ. Изд./ М. Кэхил.- М.: Дело и Сервис, 2012.- 432 с.
3. Стоимость компании: От желаемого к действительному/Джулиан Рош; пер. с англ. Е.И. Недбальская; науч. ред. П.В. Лебедев. – Минск: Гревцов Паблишер, 2008.- 3525 с.
4. Козырь Ю.В Стоимость компании: оценка и управленческие решения. 2-е изд., перераб. и доп.-М.: издательство «Альфа-Пресс», 2009. – 376 с.



5. Касьяненко Т.Г. Современные проблемы теории оценки бизнеса: монография. - Москва: Проспект, 2016. -304 с.
6. Косорукова И.В. Методология стоимостно-ориентированного анализа бизнеса: монография/И.В. Косорукова. М.: ООО «Маркет ДС Корпорейшен», 2010 г., С.104
7. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров. - М.: Инфра-М, 2009., С. 63-80
8. Коупленд Т., Колер Т., Мурин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. -3-е изд., перераб. и доп./Пер. с англ.-М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005, с. 180-181
9. Казакова Н.А. Экономический анализ в оценке бизнеса: учебно-практическое пособие. - М.: дело и Сервис, 2011. -288 с.
10. Федеральный стандарт оценки № 8 «Оценка бизнеса», утверждены приказом Минэкономразвития от 01 июня 2015 г № 326
11. Федеральный стандарт оценки ФСО № 2 «Цель оценки и виды стоимости» утверждены приказом Минэкономразвития от 20.05.2015 N 298

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Митюшкина Е.Н. Стоимостной анализ как ключевой этап оценки бизнеса. // Пермский финансовый журнал, 2018, № 2 (19). С 59 – 74.

Mityushkina N. Elena

*Associate Professor ADD,
Senior lecturer,
Finance, Credit and Exchange Business Department,
Perm State University,
Perm, Russia*

Value analysis as a key stage of business valuation

Abstract. Subject. Value analysis as a key stage of business evaluation includes the collection and analysis of data: from the characteristics of the object of evaluation to the analysis of external factors affecting the formation of business value. The purpose of the value analysis is the identification and analysis of value drivers in business evaluation.

Objective: Formation of a unified, universal approach to the implementation of the analytical stage in the business evaluation procedure.

Methodology: Methods, approaches and analytical tools are grouped and systematized into a single system of cost analysis on the basis of theoretical analysis of domestic and foreign literature, normative and methodological materials, practical developments of the author.

Results. The existing methodical approaches recommended in foreign and domestic educational and methodological papers on business evaluation are analyzed, a new type of analysis is proposed, its

definition, goals and main tasks are given, as well as an algorithm of conducting cost analysis is determined.

Findings. The lack of a unified universal approach to the implementation of the analytical stage in business evaluation leads to a decrease in the quality of evaluation (validity and reliability of the data decrease) and it also inhibits the methodological development of the theory and practice of business evaluation and individual assets.

To eliminate detected deficiency, it was proposed to introduce a new type of analysis - a cost analysis, which is used as a stage in the business evaluation procedure while determining its value.

The article proposes a cost analysis algorithm, defines general (universal) cost analysis tasks and gives its definition.

Keywords: business evaluation, indicative index, algorithm of value determination, value- based Analysis, value driver, value analysis.

References

1. Evans Frank C., Bishop David M. evaluation of companies in mergers and acquisitions: value Creation in private companies/Per.with English.- Moscow: Alpina Publisher, 2004.-332 S.
2. Investment analysis and business valuation: textbook: translated from English. Ed./ M. Cahill.- M.: Business and Service, 2012.- 432 p.
3. Kozyr J. In the Cost of companies: assessment and management decisions. 2-e Izd., pererab. I DOP. - M.: publishing house "Alfa-Press", 2009. - 376 p.
4. Kasyanenko T. G. Modern problems of business valuation theory: monograph.- Moscow: Prospect, 2016.-304 p.
5. Kosorukova I. V. Methodology of cost-oriented business analysis: monograph/I. V. Kosorukova. M.: LLC "Market DS Corporation", 2010, P. 104.
6. Ivashkovskaya I. V. Modeling value of the company. Strategic responsibility of the Board of Directors.- M.: Infra-M, 2009.,
7. Copeland T., Koller T., Murrin J. The cost of companies: assessment and management.- 3rd ed., Rev. and EXT./TRANS. from English.-Moscow: ZAO "Olimp-Biznes", 2005.
8. Kazakova N.. economic analysis to business valuation: textbook. - M.: business and Service, 2011.-288 p.
9. Federal standard for evaluation of FSO № 8 "business Evaluation", approved by the order of the Ministry of economic development of June 01, 2015 № 326.
10. Federal standard for evaluation of FSO No. 2 "the purpose of assessment and types of cost" are approved by the order of the Ministry of economic development of 20.05.2015 N 298.

Please cite this article in English as:

Mityushkina E.N. (2018), "Value analysis as a key stage of business valuation", *Perm Financial Review*, no. 2 (19), pp. 59 – 74.



УДК 336

Шубин Константин Александрович

*к.э.н., доцент кафедры финансов,
кредита и биржевого дела,
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
г. Пермь, Россия*

shubin@psu.ru

Преимущества международной диверсификации инвестиционного портфеля частного инвестора

Аннотация. Предметом исследования являются вложения частного инвестора в различные виды финансовых активов. Цель исследования – изучить эффективность международной диверсификации, то есть распределения вложенных средств между рынками капитала разных стран. Утверждается, что простейший вариант портфеля с международной диверсификацией уже на годовых периодах инвестирования имеет среднюю ожидаемую доходность выше уровня инфляции.

На основе имеющихся исторических данных за 1998 – 2018 гг. с использованием библиотеки Pandas для языка программирования Python вычислена доходность инвестиций в предположении, что покупка активов могла быть осуществлена инвестором в любой день. Для всех возможных годовых, 5-летних и 10-летних периодов инвестирования вычислены ожидаемая доходность и риск инвестиций, минимальное и максимальное значение доходности, а также распределение вероятностей доходности. С помощью методов экономической оценки инвестиций и математического моделирования проанализированы однородные и диверсифицированные инвестиционные портфели.

Установлено, что на более длительных горизонтах инвестирования интервал распределения доходностей сужается, а сами значения ежегодной доходности приближаются к средним ожидаемым значениям. Диверсифицированный портфель характеризуется меньшими колебаниями доходности, чем однородные портфели. С увеличением периода инвестирования преимущество диверсифицированного портфеля по соотношению «доходность – риск» возрастает. Интервалы для 10% наихудших и наилучших значений ежегодной доходности с увеличением периода инвестирования уменьшаются для всех рассмотренных портфелей. Наихудшее значение ежегодной ожидаемой доходности при инвестировании на 10 лет для портфеля с международной диверсификацией находится практически на уровне инфляции, а вероятность получения реальной положительной доходности составляет более 98%. Однако при принятии решения о международной диверсификации и выборе инструмента для ее осуществления необходимо учитывать нерыночные риски инвестирования.

Ключевые слова: акции, доходность, инвестиции, индекс, портфельное инвестирование, международная диверсификация, риск, частный инвестор.

* Статья опубликована по результатам XVI Международной научно-практической конференции «Современный финансовый рынок», 21 декабря 2018 г., г. Пермь

Недостаточное развитие российского рынка капитала, его «перекос» в пользу отдельных секторов экономики (доля компаний нефтегазового сектора, финансов и металлургии составляет более 80% в индексе Московской биржи), а также низкое доверие к небанковским финансовым посредникам ограничивают возможности экономики по привлечению средств частных инвесторов и трансформации сбережений в долгосрочные финансовые инвестиции.

Тем не менее, как было показано в [6], стратегия портфельного инвестирования, реализованная на основе распределения активов [1, 2], показывает свою эффективность и на российском рынке: составленные на ее основе простейшие портфели демонстрируют показатели доходности, превосходящие доходность большинства входящих в них классов активов, при этом риски портфелей могут быть достаточно низкими. Кроме того, указанные портфели не требуют от частного инвестора больших временных затрат на работу с ними.

Однако следует заметить, что российский рынок составляет относительно небольшую долю от мирового рынка капитала. В частности, вес России в индексе MSCI BRIC составляет 9%, в индексе MSCI Emerging Markets – менее 4% [3]. Глобальный индекс MSCI All Country World Index (ACWI) [4], в котором представлены акции компаний большой и средней капитализации 23 развитых и 24 развивающихся рынков, составляющие примерно 85% free-float на каждом из них, содержит менее 1% российских акций. Это создает риски «перелива» капитала из российского рынка и, как следствие, снижение доходности и/или повышение волатильности для инвесторов, которые ориентируются исключительно на активы внутреннего рынка.

Индекс ММВБ вырос с 20 пунктов в 1998 г. до почти 2500 пунктов в 2018 г. (исторически максимальное значение на закрытии 2493,91 пункта было достигнуто 03 октября 2018 г., а в ходе торгов индекс преодолевал отметку 2500) [7]. То есть капитал, вложенный в российские акции, например, 31 августа 1998 г., в 2018 г. увеличился бы в номинальном выражении в 125 раз и это без учета дивидендов. Такое увеличение капитала соответствует ежегодному росту на 27% (по формуле сложных процентов). Однако с учетом времени начала инвестирования (вскоре после объявления дефолта 1998 г. и последующего снижения индекса) – не оказывает ли эффект «низкой базы» существенного влияния на такие значительные показатели доходности?

Для того чтобы нивелировать влияние выбора времени начала инвестирования и возможного эффекта «низкой базы» на показатели доходности, рассчитаем доходность за определенный временной интервал (например, один год) для каждого дня, начиная с 31 августа 1998 г. и до 2018 г. включительно. Здесь же следует отметить, что наибольшее вознаграждение получают те инвесторы, которые готовы покупать акции в период экономического спада и, соответственно, низких цен на акции – наивысшие показатели доходности за год приходятся на периоды 1998 – 2000 гг. и 2008 – 2010 гг.

Большая часть показателей доходности находится выше нулевой отметки (рис. 2 и 3). Если рассматривать распределение доходностей более точно, то в 74,21% случаев вложения в российские акции (при расчете по индексу ММВБ) принесли бы инвестору положительный номинальный доход. Это соответствует



распределению доходностей для акций крупных компаний США (индекс Standard & Poor's 500) – в 73,75% случаев инвестор в американские акции через год получает прирост капитала в номинальном выражении (см. табл. 1, стр. 79).

Среднее значение годовой доходности акций компаний РФ (по индексу ММВБ) составляет 27,87%, что достаточно много даже с учетом официальных значений инфляции (в среднем 12% в год за исследуемый период). Ожидаемо, среднеквадратичное отклонение доходности (47,42%) свидетельствует о повышенном риске рассматриваемого актива. Если исключить из рассмотрения 10% наилучших значений (то есть, значения доходности, большие 90-го перцентиля), среднее значение доходности составит уже 16,26%.

Между тем в последние годы многие российские финансовые организации предлагают своим клиентам вложения в зарубежные активы. Попробуем разобраться с целесообразностью таких вложений для российского инвестора. Начнем с рассмотрения инвестиций в крупнейшую экономику мира – США. Для исследования выберем индекс акций, отражающий котировки 500 крупнейших американских компаний – Standard & Poor's 500. Этот индекс отслеживают несколько индексных инвестиционных фондов, старейших из которых – Vanguard 500 Index Investor (VFINX) [5].

Так как котировки VFINX указаны в долларах США, для корректности расчетов стоимость паев указанного фонда пересчитаем в рубли, используя официальный курс рубля к доллару, установленный Банком России (для каждой даты используется курс рубля, установленный Банком России в этот день) [6].

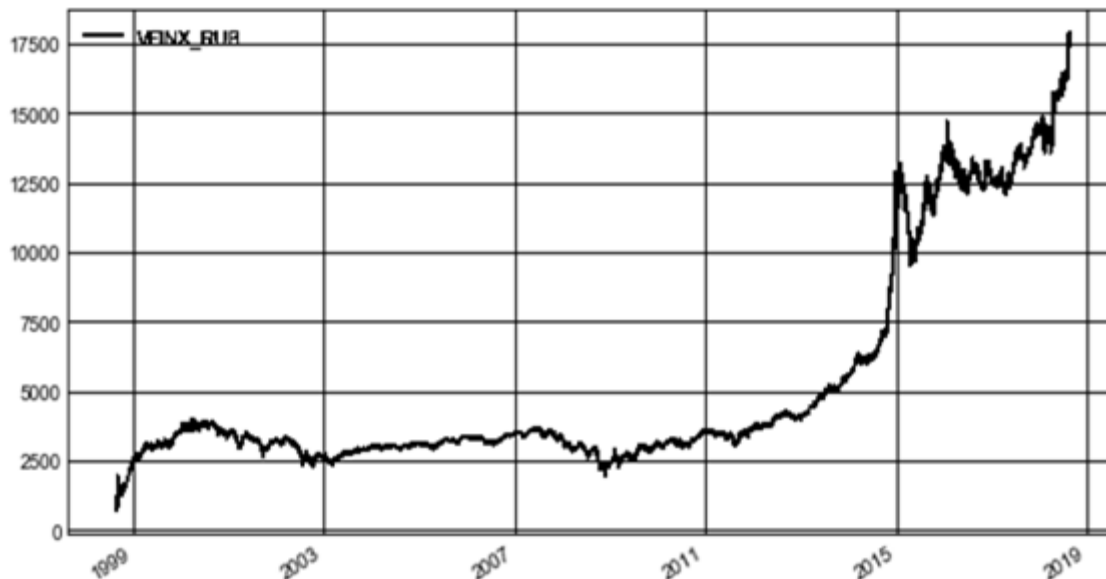


Рис. 1. Котировки паев фонда Vanguard 500 Index Investor (VFINX) в рублях

Источник: данные Банка России, Yahoo! Finance, расчеты автора.

Как мы видим на рис. 1, стоимость паев Vanguard 500 Index Investor, пересчитанная в российские рубли, с 1998 по 2011 гг. не превышает 4 500 руб., зато к 2018 г. достигает 17 500 руб.

На рис. 2 и 3 можно обратить внимание на различия графика доходности в периоды 1998 – 2010 гг. и 2011 – 2018 гг. Попробуем изучить их более подробно. В период 1998 – 2010 гг. средняя доходность за год составляет 45,46%, а волатильность – 68,82%. Вероятность получения положительной номинальной доходности инвестиций за этот период (78,58%) чуть выше среднего за все исследуемое время (74,92%). А вот в 2011 – 2018 гг. средняя доходность за год составляет всего лишь 6,8% при волатильности 12,57%. Положительную номинальную доходность инвестор получает более чем в двух случаях из трех (68,93%). Даже с учетом меньшего уровня инфляции в последнем периоде данные доходности выглядят существенно менее привлекательно, чем в первом.

Если сравнить доходность вложений сроком на 1 год в американские и российские акции (индексы ММВБ и SP 500 соответственно) в 2011 – 2018 гг., то американские выглядят предпочтительнее (рис. 2). Ожидаемая доходность по ним составляет 25,75% годовых при риске 26,70%. По российским – ожидаемая доходность 6,8% при риске 12,57%.

Значит ли это, что нужно срочно продавать акции российских компаний и покупать акции компаний США? Проанализируем другой период: 1998 – 2010 гг. (рис. 3). Картина меняется на противоположную: годовые доходности вложений в российские акции существенно интереснее вложений в акции крупных компаний США. Последние принесли бы российскому инвестору доходность в среднем 3,43% на горизонте инвестирования в один год при риске 18,85%, тогда как акции компаний своей страны – 40,96% при риске 55,68%.

Если анализировать период 1998 – 2018 гг. целиком, то ожидаемая доходность вложений в акции американских компаний составляет 11,98% при риске 24,7%. Очевидно, американский рынок, как и любой другой, переживает и периоды подъема, и периоды спада, что отражается на доходности вложений.

Зададимся вопросом – можно ли улучшить характеристики портфеля за счет международной диверсификации? Сравним на рис. 4 графики годовых доходностей российских (линия $\text{imoex } 1Y$) и американских акций (линия $\text{vfinx } 1Y$). Визуально указанные доходности этих активов достаточно слабо коррелируют между собой. Это подтверждается и расчетами – корреляция годовых доходностей указанных активов составляет 0,332.

Таким образом, включение их в портфель выглядит оправданным. Рассмотрим самый простой вариант: 50% средств инвестируются в акции российских компаний, а другие 50% в акции компаний США. «Индикатором» первой части будет выступать индекс ММВБ (IMOEX), второй – котировки паев индексного фонда Vanguard 500 Index Investor (VFINX), который отслеживает показатели индекса Standard & Poor's 500.

Мы предполагаем, что инвестор получает доход в российских рублях и вкладывает свои средства в указанной пропорции («50+50») сроком на один год. Для покупки паев фонда Vanguard 500 Index Investor соответствующую часть средств в рублях нужно будет конвертировать в доллары США по курсу Банка России на день, когда осуществляется покупка паев. Доходность рассчитана как отношение стоимости портфеля через один год к сумме вложений, при этом стоимость паев американского фонда пересчитана в рубли с использованием курса рубля к доллару на день предполагаемой продажи паев (т.е., через один год после инвестирования).



График доходности таких вложений представлен на рис. 5. Мы видим, что он «зажат» между графиками доходности вложений только в российские и только в американские акции. Вероятность получения номинальной положительной доходности за период равный одному году при предложенном варианте диверсификации составляет 81,15%. Для сравнения: положительная доходность при инвестировании в американские акции на тот же период достигается в 73,75% случаев, российские – в 74,21%.

Как видно из табл. 1, наихудшее значение доходности для инвестиций в российские акции составляет -72,49% годовых, что хуже, чем для инвестиций в акции компаний США (-44,37%). Наихудшее же значение доходности портфеля «50+50» составляет -57,88%, что немного лучше, чем усредненное значение наихудшей доходности однородных портфелей. Предложенная схема диверсификации снизит доходность с 27,87% (российские акции) до 19,93%, т.е. почти на 8 процентных пунктов (пп). Но при этом снизится и риск: с 47,42% (российские акции) до 29,65% или на 17,8 пп.

Таким образом, за счет простейшей диверсификации портфеля акций российский инвестор может компенсировать потерю одного процентного пункта доходности более чем двумя процентными пунктами сниженного риска. Кроме того, как мы уже указывали, возрастает вероятность получения положительного номинального дохода. Инвестиции только в акции американских компаний несут для российского инвестора несколько меньший риск (24,7%), чем вложения в портфель «50+50». Но ожидаемая доходность вложений в фонд «Vanguard 500 Index Investor», пересчитанная в рубли, составляет 11,98%, что ощутимо меньше, чем доходность диверсифицированного портфеля, составляющая 19,93%.

Таблица 1

Сравнение результатов инвестирования в российские и американские акции, (при инвестировании на 1 год) за период 1998 – 2018 гг.

Портфель	Ожидаемая доходность, %	Волатильность (риск), %	Вероятность получения положительной номинальной доходности, %	Наихудшее значение доходности	Наилучшее значение доходности
Только акции компаний РФ (индекс ММВБ)	27,87	47,42	74,21	- 72,49	358,56
Только акции компаний США (фонд Vanguard 500 Index Investor)	11,98	24,70	73,75	- 44,37	144,06
Портфель 50% акций компаний РФ + 50% акций компаний США	19,93	29,65	81,15	- 57,88	251,31

Изучим результаты диверсификации для отдельных исторических периодов (1998 – 2010 гг. и 2011 – 2018 гг.). Как видно на рис. 6, в 1998 – 2010 гг. за счет диверсификации можно было бы снизить риск на 20 пп. (с 55,68% для вложений в российские акции до 35,51% диверсифицированного портфеля). За это пришлось бы отказаться от 18,7 пп. доходности (40,96% для вложений в российские акции против 22,2% для диверсифицированного портфеля).

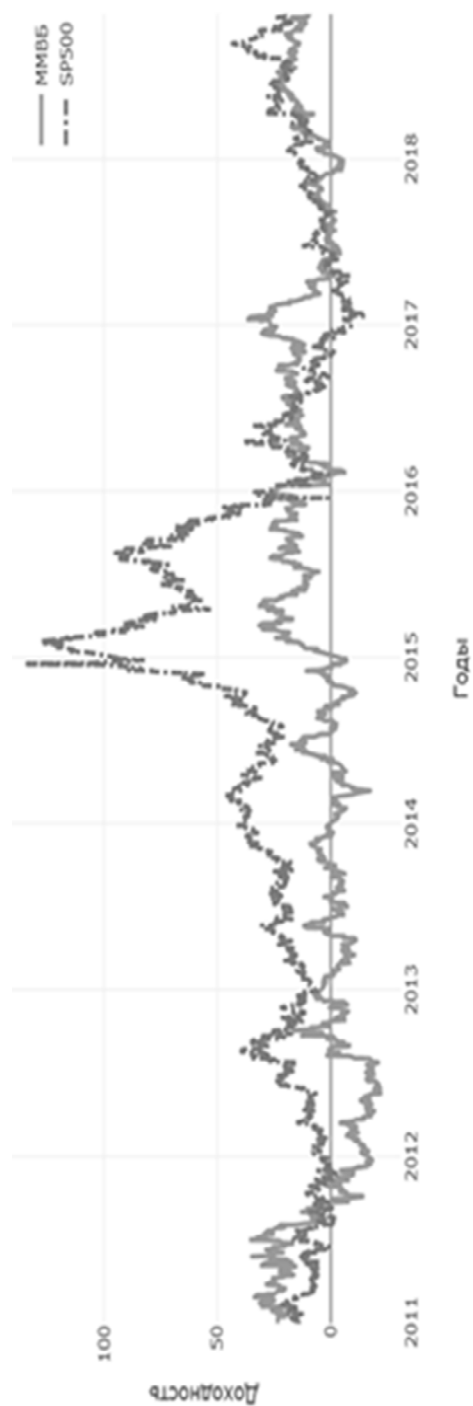


Рис. 2. Сравнение доходности инвестиций в российские и американские акции в 2011 – 2018 гг.

Источник: данные Yahoo! Finance, расчеты автора

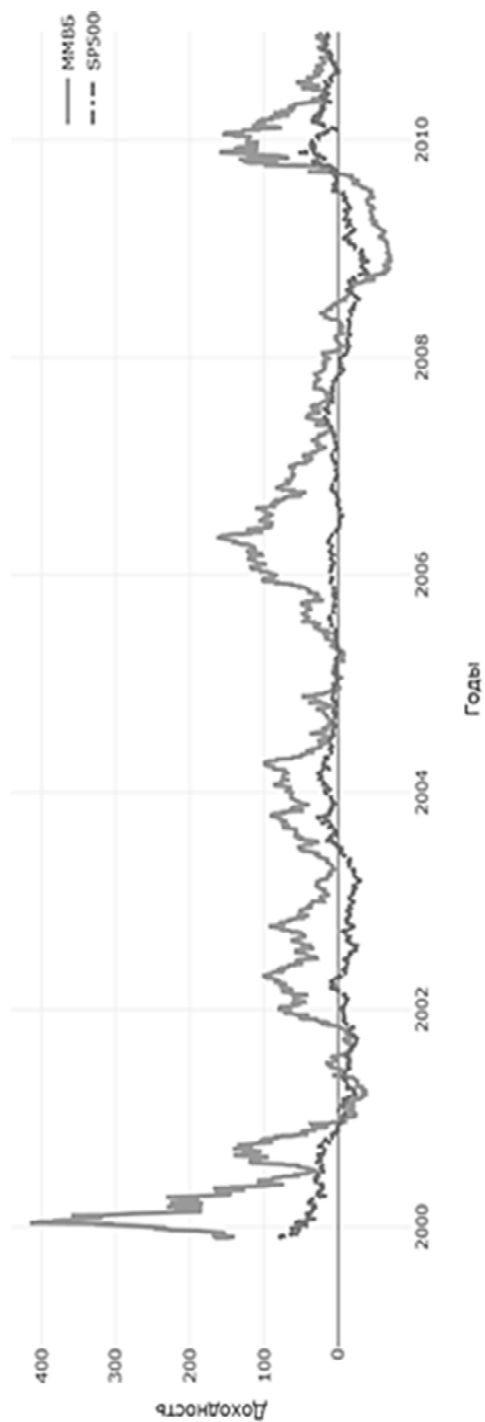


Рис. 3. Сравнение доходности инвестиций в российские и американские акции в 1998 – 2010 гг.

Источник: данные Yahoo! Finance, расчеты автора

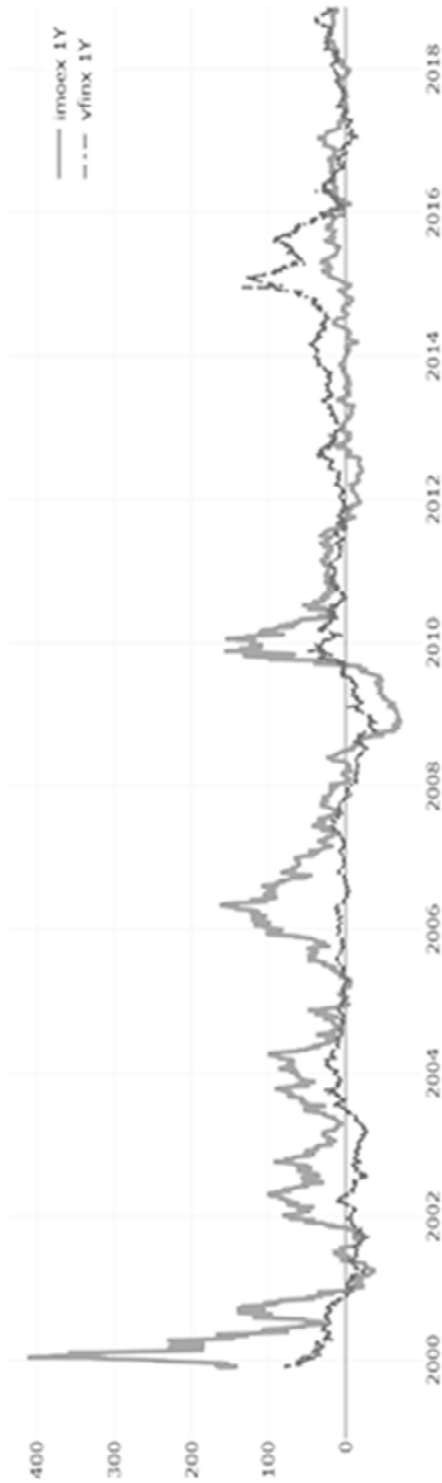


Рис. 4. График годовых доходностей МОЕХ и VFHX в рублях

Источники: данные Yahoo! Finance, расчеты автора

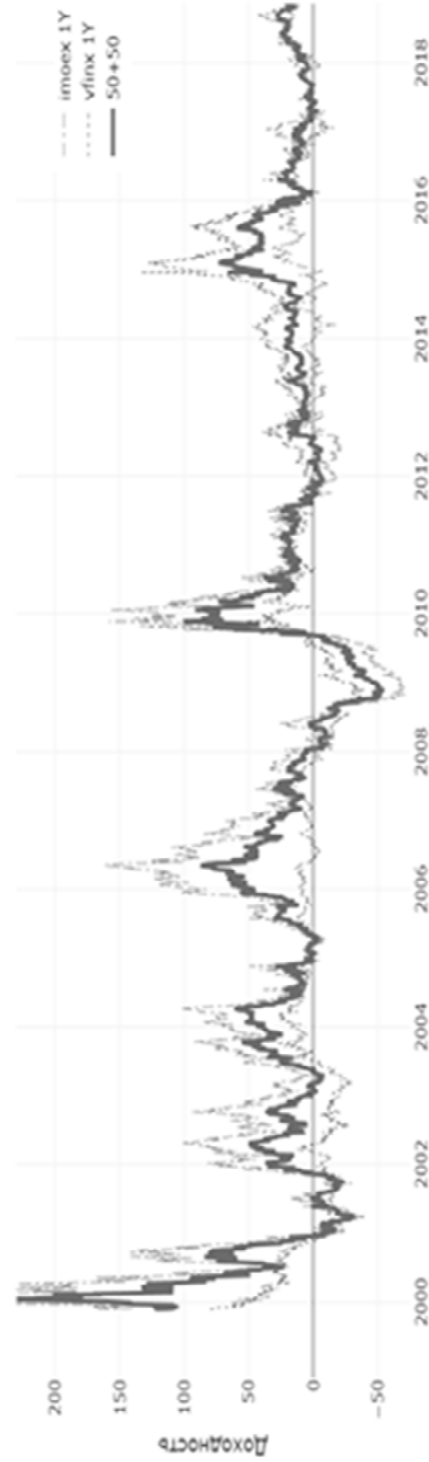


Рис. 5. График доходностей портфеля «50+50» в рублях, при инвестировании на 1 год

Источники: данные Банка России, ММББ, Yahoo! Finance, расчеты автора

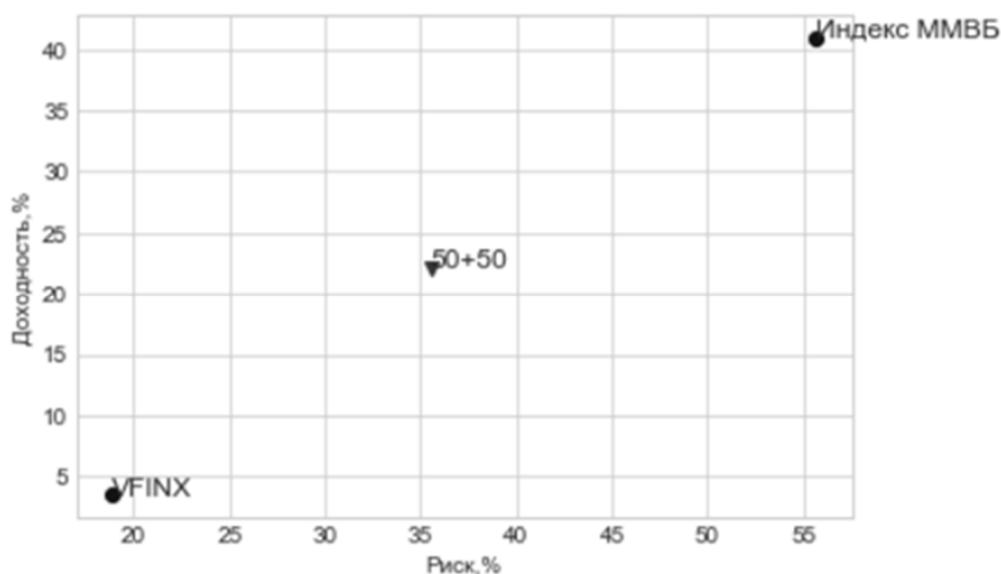


Рис. 6. Соотношение «доходность - риск» для однородных портфелей и портфеля «50+50» в 1998 – 2010 гг. (в рублях при инвестировании на 1 год)

Источник: данные Банка России, ММВБ, Yahoo! Finance, расчеты автора.

Однако, на рис. 7, где представлено соотношение доходности и риска исследуемых вариантов инвестирования в 2011 – 2018 гг. можно видеть, что точка «доходность – риск» для диверсифицированного портфеля находится выше и левее, чем прямая, соединяющая соответствующие точки для однородных портфелей. Другим словами, за счет международной (в нашем случае, «двухстрановой») диверсификации мы можем получить лучшее соотношение доходности и риска по сравнению с инвестированием в акции компаний одной страны.

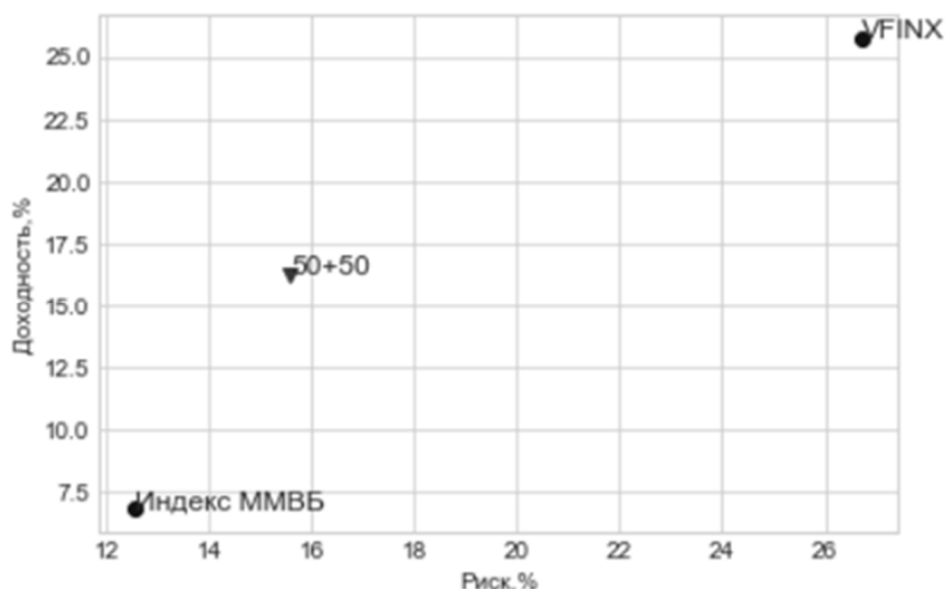


Рис. 7. Соотношение «доходность - риск» для однородных портфелей и портфеля «50+50» в 2011 – 2018 гг (в рублях при инвестировании на 1 год)

Источник: данные Банка России, ММВБ, Yahoo! Finance, расчеты автора.



В самом деле, диверсифицированный портфель на треть менее доходный, чем американские акции (16,27% в сравнении с 25,75%), но на 40 % менее волатильный (15,59% в сравнении с 26,70%).

Далее посмотрим на соотношение доходности и риска за весь исследуемый период. На рис. 8 видно, что диверсифицированный портфель имеет чуть лучшие характеристики «доходность – риск», чем портфели, состоящие из акций компаний отдельных стран (Российской Федерации или США).

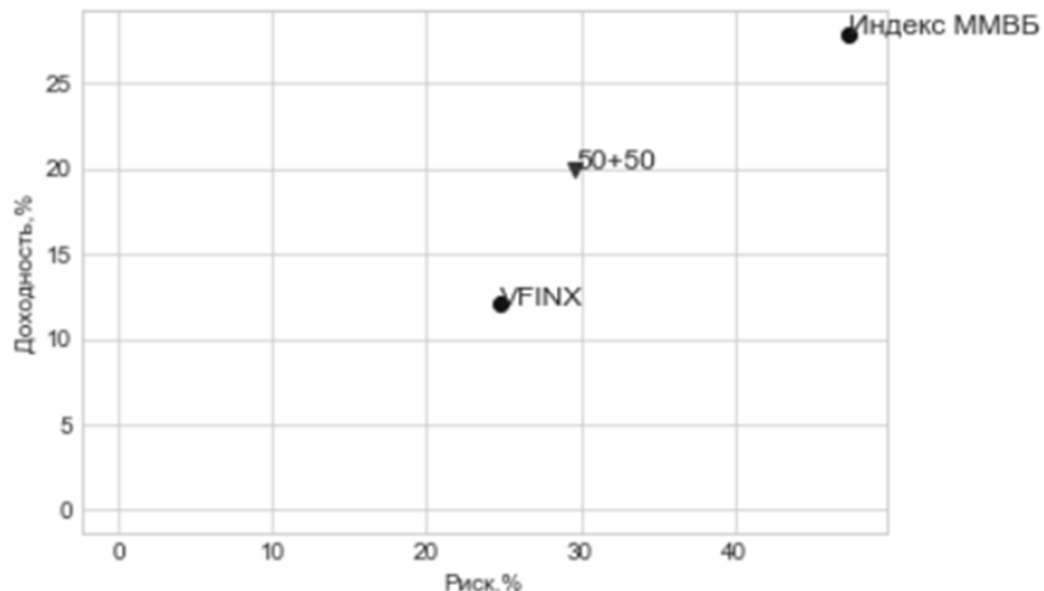


Рис. 8. Соотношение «доходность - риск» для однородных портфелей и портфеля «50+50» в 1998 – 2018 гг. (в рублях при инвестировании на 1 год)

Источник: данные Банка России, ММББ, Yahoo! Finance, расчеты автора.

Учитывая, что инвестирование – это в первую очередь долгосрочное вложение средств, рассмотрим результаты международной диверсификации для 5-летних периодов. Методика расчетов остается такой же, как и для годовых интервалов – мы определяем, какую доходность принесут вложения в акции российских компаний, компаний США и портфель, состоящий из указанных классов активов в соотношении «50%+50%» для каждой даты, в которую проводились торги. Учитывается, что российскому инвестору для покупки американских акций нужно конвертировать рубли в доллары США по курсу на соответствующую дату.

Как видно на рис. 9, если инвестировать в российские акции на срок 5 лет, номинальная доходность инвестиций будет положительной более чем в 87 случаях из 100 (87,31%). Для срока инвестирования в один год вероятность получения положительной номинальной доходности составляет 74,21%. В 10% худших случаев (10-й процентиль) она будет меньше -1,5% в годовом исчислении (см. табл. 2), но не ниже -6% годовых, что является самым худшим финансовым результатом вложений в индекс российских акций на 5 летний период. Для сравнения: значение 10-го перцентиля для доходности аналогичных вложений сроком на 1 год составляет -15,7%, а худший результат равен -72,49%.

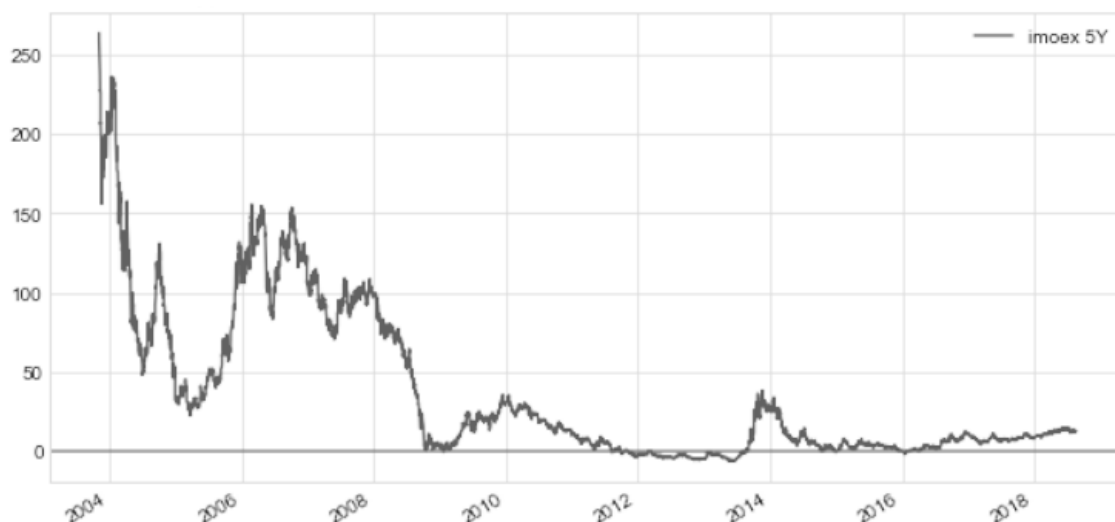


Рис. 9. График доходности вложений в акции компаний РФ на 5-летние периоды

Источник: данные ММВБ, расчеты автора.

Таким образом, увеличение срока инвестирования позволило бы уменьшить вероятность получения отрицательной доходности почти на 15 процентных пунктов, существенно сдвинуло вправо крайнюю левую (наихудший результат) границу доходности и даже в 10% самых худших исходов инвестирования не привело бы к очень большому снижению стоимости капитала.

Таблица 2

Распределение доходности инвестирования в акции компаний РФ в 1998 – 2018 гг. (на основе индекса ММВБ), % годовых

Период инвестирования	Наихудшее значение	Процентили				Наилучшее значение
		10-й	25-й	75-й	90-й	
Год	-72,49	-15,70	-0,42	40,90	89,55	413,30
5 лет	-6,00	-1,50	3,81	61,58	110,07	263,75

Изучим теперь, как выглядят 10% наилучших результатов инвестирования (90-й процентиль) на год и 5-летние периоды. Для годовых интервалов значение 90-го процентия составляет 89,55% годовых, в то время как для 5-летних – 110,07%. Правда, максимально возможное значение доходности при инвестировании в российские акции сроком на 5 лет составляет 263,75% годовых, а вот сроком на год – плюс 413,30%. Но такую фантастическую доходность получили лишь инвесторы, «поверившие» в российские акции в начале 1999 г: индекс ММВБ через год вырос более чем вчетверо. Так, 28 января 1999 г. значение индекса ММВБ было равно 43,94 пункта, а спустя год – уже 201,81 пункта.

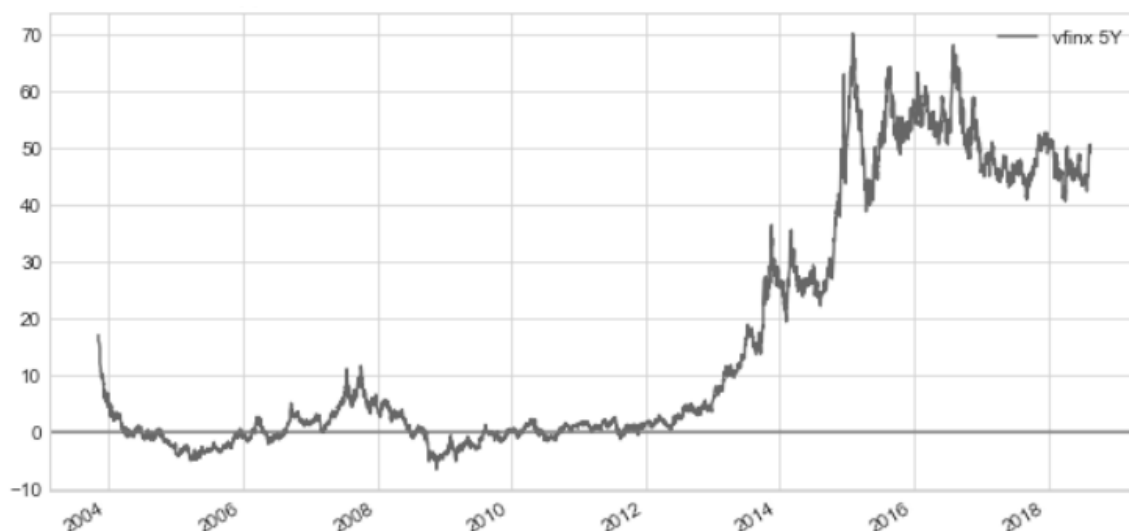


Рис. 10. График доходности вложений в акции компаний США на 5-летние периоды

Источник: данные Банка России, Yahoo! Finance, расчеты автора.

Но, в то же время те российские инвесторы, которые приобрели паи указанного фонда с конца 2009 г. по ноябрь 2013 г. (в этом месяце начались последние анализируемые нами пятилетние периоды), увеличивали свои вложения не менее чем на 20% ежегодно, а в отдельных случаях – на 70% ежегодно, т.е. более чем в 3,5 раза за 5 лет. Такой колоссальный рост обусловлен как ростом базового для Vanguard 500 Index Investor индекса S&P 500, так и снижением курса рубля по отношению к доллару. Для разных периодов соотношение вклада этих факторов в рост инвестированного капитала будет разным. Так, 3 февраля 2010 г. котировки паев фонда находились на уровне 113,14 (в долл. США), а курс рубля составлял 31,35 руб. за доллар. А 3 февраля 2015 г. указанные значения составили 189,25 USD и 69,66 руб. соответственно, что эквивалентно стоимости пая Vanguard 500 Index Investor павной 13 183,91 руб.



Рис. 11. Котировки паев фонда Vanguard 500 Index Investor (based on S&P 500), пересчитанные в рубли, 1999-2006 гг.

Источник: данные Банка России, Yahoo! Finance, расчеты автора.

Если говорить о средних значениях, то ожидаемая доходность 5-летних вложений в акции американских компаний за период 1998 – 2018 гг. составляет 15,97% годовых. Это лучше, чем ожидаемая доходность однолетних вложений (11,98%). На первый взгляд, ожидаемые (средние) доходности, выраженные в процентах годовых, должны быть примерно одинаковыми для разных периодов инвестирования. Но в данном случае сказывается недостаточно большая по историческим меркам выборка в 20 лет: мы можем проанализировать 5 475 (15 умножить на 365) пятилетних периодов против 7 300 (20 умножить на 365) годовых периодов инвестирования. Пятилетние периоды, очевидно, были более «удачными» с точки зрения ожидаемой доходности.

Риск, выраженный стандартным отклонением, пятилетних инвестиций в американские акции составил 21,83%. Это почти на 3 пп. меньше риска для инвестиций в тот же класс активов сроком на год (24,70%).

В 10% худших случаев ежегодная доходность пятилетних инвестиций будет меньше -2,31% в годовом исчислении, но не ниже -6,64% годовых, что является самым худшим результатом вложений в индекс американских акций на 5-летний период (см. табл. 3). В то же время значение 10 перцентиля для доходности аналогичных вложений сроком на 1 год составляет -14,84%, а худший результат равен -40,28%. Таким образом, при увеличении периода инвестирования с одного года до пяти лет, как и в случае с российскими акциями, мы снижаем риск и существенно уменьшаем вероятность получения отрицательной доходности.

А чем отличаются 10% наилучших результатов инвестирования на годовой и 5-летние периоды? Для годовых интервалов значение 90 перцентиля составляет 36,54% годовых, в то время как для 5-летних – 52%. При этом максимально возможное значение доходности при инвестировании в американские акции сроком на 5 лет составляет 70,04% годовых, а вот сроком на год – плюс 133,79%. Таким образом, интервал, в который попадают 10% наилучших результатов, за счет увеличения периода инвестирования с одного до пяти лет сократился, а его левая граница сдвинулась вправо.

Таблица 3

Распределение доходности инвестирования

в американские акции в 1998 – 2018 гг.

(на основе индексного фонда Vanguard 500 Index Investor), % годовых

Период инвестирования	Наихудшее значение	Процентили				Наилучшее значение
		10-й	25-й	75-й	90-й	
Год	-40,28	-14,84	-0,92	21,12	36,54	133,79
5 лет	-6,64	-2,31	-0,06	43,13	52,00	70,04

Далее обратимся к анализу результатов нашего простейшего портфеля на 5-летних периодах инвестирования. График его доходности представлен на рисунке 12. На нем мы видим, что кривая доходностей практически не опускается ниже горизонтальной оси (соответствующей нулевой доходности), а если это и происходит, то график минимально уходит в зону отрицательных доходностей.

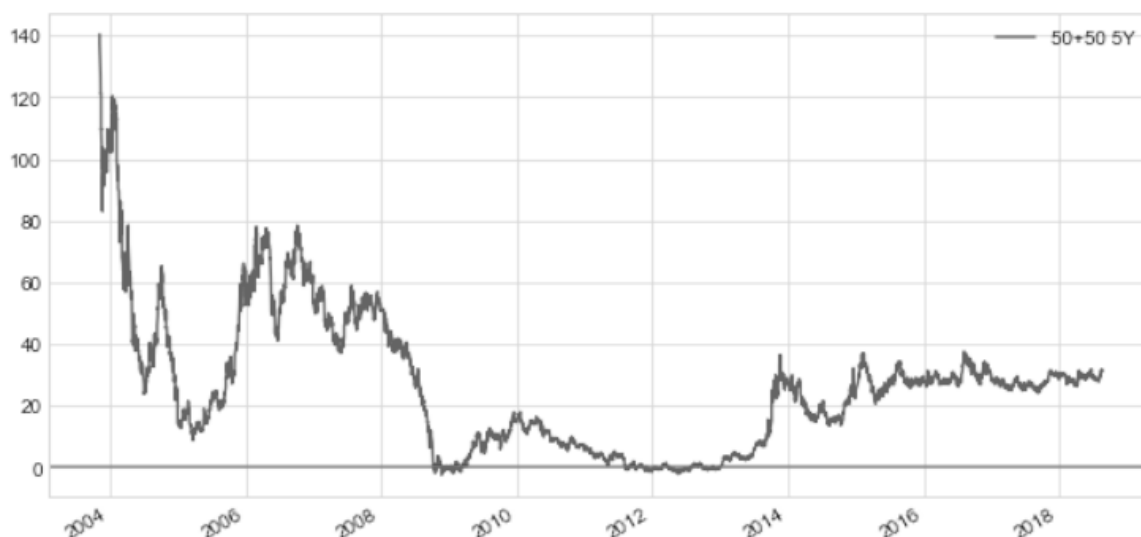


Рис. 12. График доходностей портфеля «50+50» в рублях, при инвестировании на 5 лет

Источник: данные Банка России, ММВБ, Yahoo! Finance, расчеты автора.

Если быть более точным, то вероятность получения положительного номинального дохода для портфеля «50+50» на 5-летних периодах инвестирования составляет более чем 92 из 100 (92,57%). Это лучше соответствующего показателя такого же портфеля на годовых периодах и лучше результатов однородных портфелей как на годовых, так и на 5-летних периодах.

Худшим показателем доходности портфеля на 5-летнем периоде является минус 2,38 (в % годовых), в то время как для годовых периодов это значение составляло минус 57,88% (см. таблицу 4). В 10% худших случаев доходность будет меньше 0,6% в годовом исчислении, а для аналогичных вложений сроком на 1 год 10-й процентиль составляет -8,37%.

Таким образом, увеличение срока инвестирования позволило бы существенно сузить интервал, на котором находятся 10% самых худших исходов инвестирования, и сдвинуть его в сторону номинальной положительной доходности.

Посмотрим, как выглядят 10% наилучших результатов инвестирования (90-й процентиль) на год и 5-летние периоды. Для годовых интервалов значение 90-го percentиля составляет 53,96%, а для 5-летних чуть больше – 55,42%. Максимально возможное значение ежегодной доходности диверсифицированного портфеля при увеличении периода инвестирования с одного года до пяти снижается почти вдвое: 251,31% против 140,38%.

Таблица 4

**Распределение доходности портфеля
(50% акции компаний США + 50% акции компаний РФ)
в 1998 – 2018 гг., % годовых**

Период инвестирования	Наихудшее значение	Процентили				Наилучшее значение
		10-й	25-й	75-й	90-й	
Год	-57,88	-8,37	3,68	29,64	53,96	251,31
5 лет	-2,38	0,60	8,41	33,49	55,42	140,38

Сравнение результатов для 5-летних периодов инвестирования в российские и американские акции, а также результаты простейшего диверсифицированного портфеля акций приведены в табл. 5. Диверсификация позволила увеличить вероятность получения положительной доходности (92,57%, при том, что для однородных портфелей она не превышает 81%). Кроме того, все варианты доходностей портфеля располагаются на отрезке от -2,38% (худшее значение) до 140,38% (наилучшее значение). Таким образом, диверсификация позволяет нам надеяться на рост инвестированного капитала через 5 лет с высокой степенью вероятности и избежать значительной «просадки» капитала.

Однако, самый значимый эффект диверсификации мы можем наблюдать при сравнении соотношения доходности и риска для однородных и диверсифицированного портфелей (см. рис. 13 и табл. 5). Конечно, российские акции за период 1998 – 2018 гг. показали ожидаемую доходность 36,3% годовых. Но платой за эту доходность является риск 48,03% даже на пятилетних периодах инвестирования. Существенно менее волатильный индекс акций компаний США (21,83%) принесет и меньшую ожидаемую доходность (15,97%). При этом анализируемый портфель, созданный нами на основе самой простой диверсификации, имеет ожидаемую доходность 26,13% (более чем на 8 процентных пунктов больше, чем американские акции) при риске в 22,10%! Точки «50+50» (диверсифицированный портфель) и VFINX (индексный фонд акций компаний США) находятся на одной вертикальной прямой, но точка диверсифицированного портфеля выше, т.е. выглядит однозначно предпочтительнее.

Сравнив графики на рис. 13 и 8, зададимся вопросом – можем ли мы еще улучшить соотношение «риск-доходность», если еще больше увеличим период инвестирования? Для этого рассмотрим все 10-летние периоды.

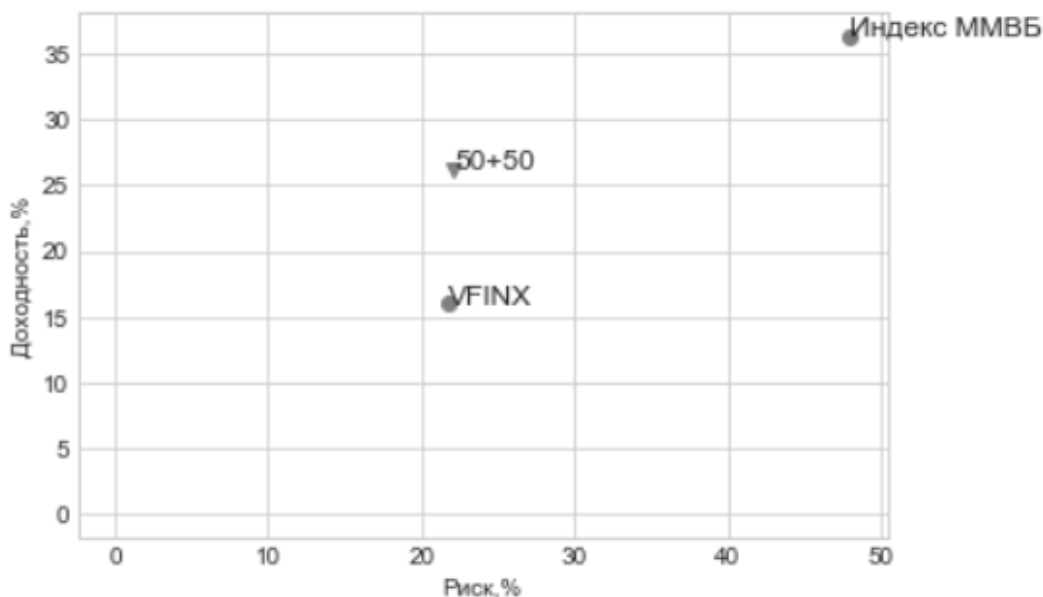


Рис. 13. Соотношение «доходность - риск» для однородных портфелей и портфеля «50+50» в 1998 – 2018 гг. (в рублях при инвестировании на 5 лет)

Источник: данные Банка России, ММВБ, Yahoo! Finance, расчеты автора.



Таблица 5

Сравнение результатов инвестирования в российские и американские акции, (при инвестировании на 5 лет) за период 1998 – 2018 гг., % годовых

Портфель	Ожидаемая доходность, %	Волатильность (риск), %	Вероятность получения положительной номинальной доходности, %	Наихудшее значение доходности	Наилучшее значение доходности
Только акции компаний РФ (индекс ММВБ)	36,30	48,03	80,30	-6,00	263,75
Только акции компаний США (фонд Vanguard 500 Index Investor)	15,97	21,83	73,98	-6,64	70,04
Портфель 50% акций компаний РФ + 50% акций компаний США	26,13	22,10	92,57	-2,38	140,38

График доходности 10-летних вложений в российские акции (индекс ММВБ) на рис. 14 находится строго выше горизонтальной оси, то есть за весь исследуемый период не наблюдалось отрицательной доходности таких вложений, а наихудшее значение доходности составляет 0,67% годовых. Для одно- и пятилетних периодов вероятность получения отрицательного дохода составляла 25,8% и 19,7% соответственно.

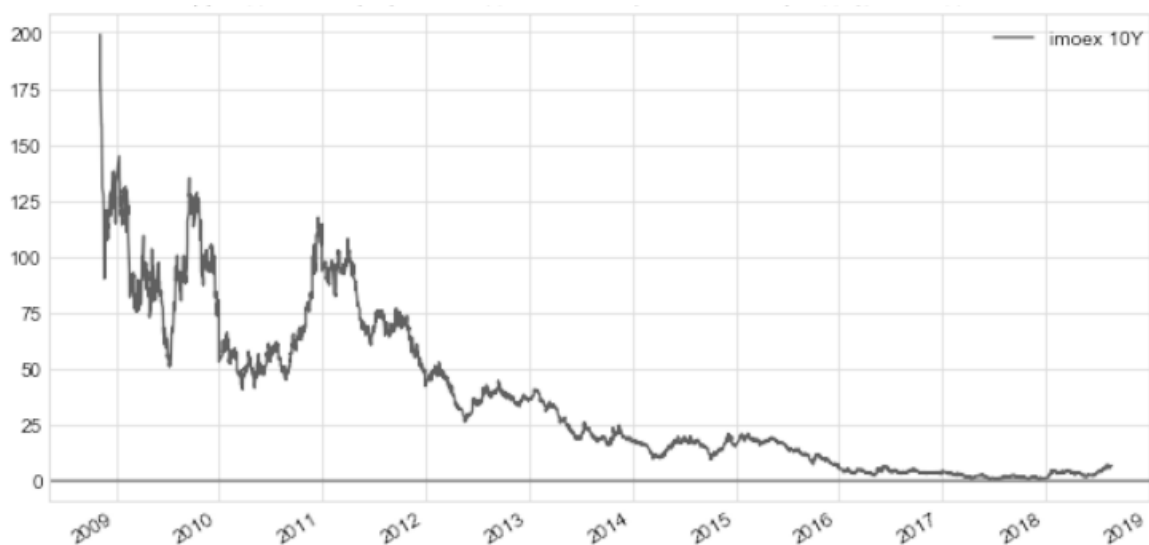


Рис. 14. График доходности вложений в акции компаний РФ на 5-летние периоды

Источник: данные ММВБ, расчеты автора.

В 10% худших случаев ежегодная доходность вложений на срок 10 лет будет меньше 2,62% в год (см. табл. 6), но не ниже 0,67% годовых. Значение 10-го перцентиля доходности аналогичных вложений сроком на 1 год и 5 лет были отрицательные.

Таблица 6

Распределение доходности инвестирования в акции компаний РФ в 1998 – 2018 гг. (на основе индекса ММВБ), % годовых

Период инвестирования	Наихудшее значение	Процентили				Наилучшее значение
		10-й	25-й	75-й	90-й	
Год	-72,49	-15,70	-0,42	40,90	89,55	413,30
5 лет	-6,00	-1,50	3,81	61,58	110,07	263,75
10 лет	0,67	2,62	5,52	56,74	91,62	144,77

На рис. 15 изображены отрезки, соответствующие диапазонам всех возможных ежегодных доходностей от минимального значения до 10-го процентиля: нижний отрезок – для годовых периодов инвестирования, средний – для 5-летних, и верхний – для 10-летних. Мы видим, что по мере увеличения периода инвестирования эти отрезки уменьшаются и сдвигаются вправо – в сторону более высоких значений доходности.

Для 10-летних периодов значение 90-го процентиля составляет 91,62%. Это совсем немного лучше значения для годовых периодов (89,55%), но хуже, чем для 5-летних (110,07%). Учитывая максимально возможные значения доходности для каждого из периодов из табл. 6, мы можем видеть, что интервал, в который попадают наилучшие значения доходности, сокращается (см. рис. 16).

В отличие от российских акций, акции компаний США все же показывают отрицательную доходность на 10-летних периодах: график на рис. 17 пересекает горизонтальную ось. Вероятность такого исхода – более 20% (точнее, 100% минус 79,72%, см. табл. 8). В основном отрицательная доходность приходится на периоды инвестирования, начинающиеся в 1999 и 2000 гг., и заканчивающихся в 2009 и 2010 гг. соответственно. Это во многом результат «схлопывания» пузыря доткомов (Dot-com bubble).

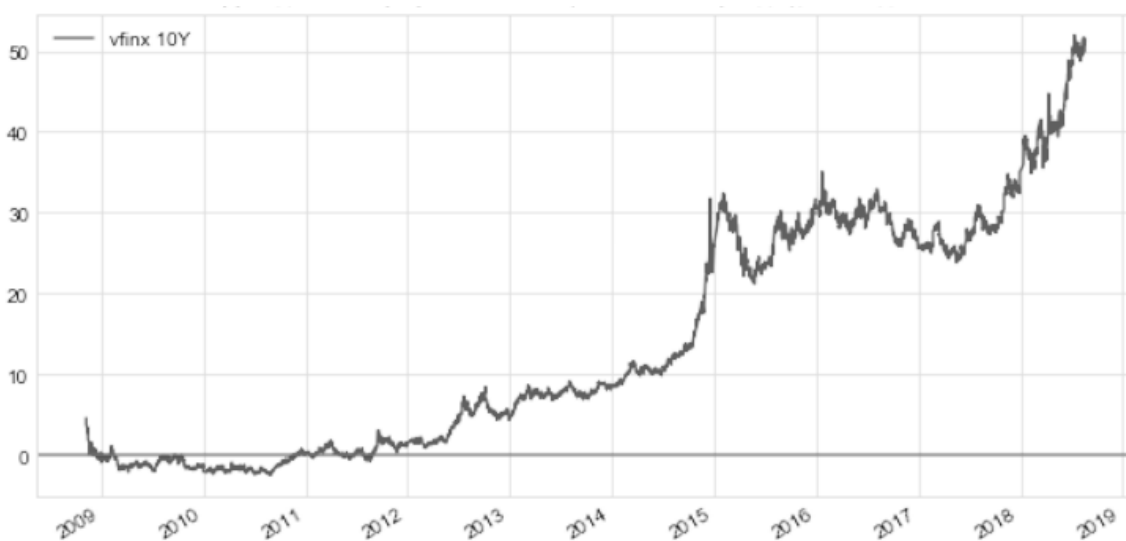


Рис. 17. График доходности вложений в акции компаний США на 10-летние периоды

Источник: данные Yahoo! Finance, расчеты автора.



Диапазоны значений показателей доходности инвестирования в акции компаний РФ (индекс ММВБ) для 10-летних периодов, в % годовых

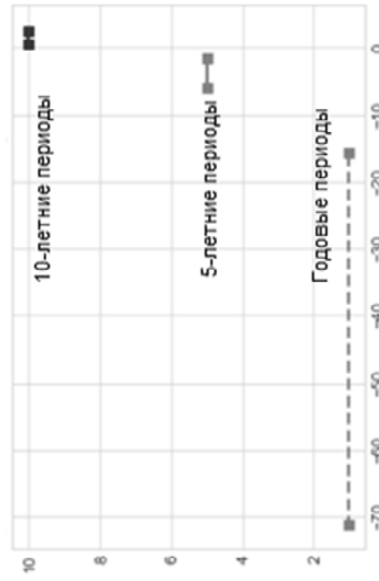


Рис. 15. 10% наилучших показателей доходности – 10-й процентиль (акции РФ)

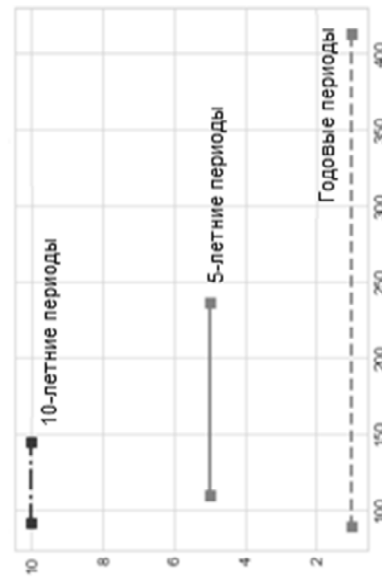


Рис. 16. 10% наилучших показателей доходности – 90-й процентиль (акции РФ)

Диапазоны значений для показателей доходности инвестирования в акции компаний США (индексный фонд Vanguard 500 Index Investor) для 10-летних периодов, в % годовых

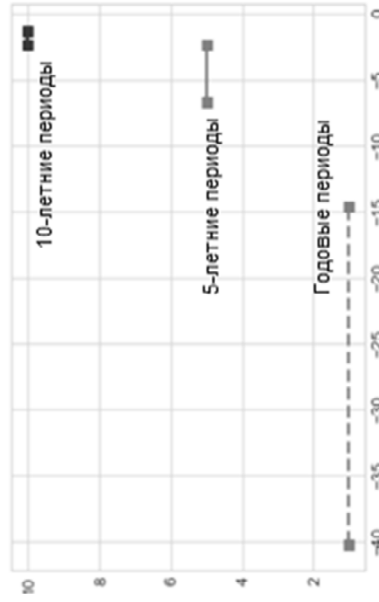


Рис. 18. 10% наилучших показателей доходности – 10-й процентиль (акции США)

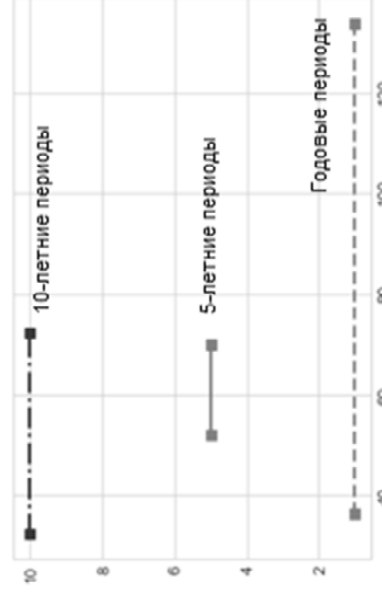


Рис. 19. 10% наилучших показателей доходности – 90-й процентиль (акции США)

Диапазоны значений показателей доходности инвестирования в акции компаний РФ и США (портфель «50+50») для 10-летних периодов, в % годовых



Рис. 21. 10% наилучших показателей доходности – 10-й процентиль (50%+50%)

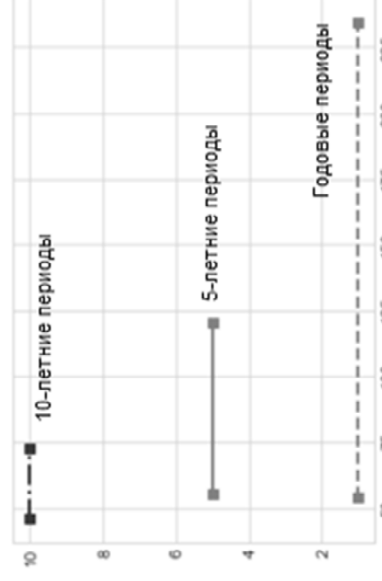


Рис. 22. 10% наилучших показателей доходности – 90-й процентиль (50%+50%)

Наихудшее значение доходности составляет -2,38% годовых и это лучше, чем для одно- и пятилетних периодов (см. табл. 7). Значение 10-го перцентиля для 10-летних периодов инвестирования также больше, чем для более коротких периодов, что видно из табл. 7 и рис. 18.

Таблица 7

Распределение доходности инвестирования в американские акции в 1998 – 2018 гг. (на основе индексного фонда Vanguard 500 Index Investor), % годовых

Период инвестирования	Наихудшее значение	Процентили				Наилучшее значение
		10-й	25-й	75-й	90-й	
Год	-40,28	-14,84	-0,92	21,12	36,54	133,79
5 лет	-6,64	-2,31	-0,06	43,13	52,00	70,04
10 лет	-2,38	-1,26	0,49	27,91	32,51	72,49

Картина аналогична той, которую мы видели на рисунке 15 для российских акций: по мере увеличения периода инвестирования диапазон распределения 10% наихудших ежегодных доходностей уменьшается и сдвигается вправо.

Распределения 10% наилучших значений (90-й перцентиль) для 1,5 и 10-летних периодов инвестирования в акции компаний США выглядит не так, как для инвестирования в акции российских компаний. Средний отрезок на рис. 19, который соответствует 5-летнему периоду инвестирования, меньше, чем нижний отрезок, отражающий 10% наилучших результатов инвестирования на 1 год.

А вот верхний отрезок (10% наилучших результатов инвестирования за 10 лет, пересчитанных в % годовых) в два раза длиннее среднего. При этом правые границы этих отрезков почти на одном уровне: максимальное значение ежегодной доходности инвестирования в американские акции на 5-летний период равно 70,04%, а на 10-летний 72,49%. При этом значение 90-го перцентиля для 10-летних периодов меньше: 32,51% против 52,00% для 5-летних.

Представляется, что этому есть две причины. Во-первых, уже упомянутый нами «крах эпохи доткомов». Во-вторых, за исследуемый исторический период десятилеток было 3650 (10 умножить на 365), в то время как пятилеток в него уложилось в полтора раза больше 5475 (15 умножить на 365). Это значит, что «потенциально удачные» для инвестора десятилетки, начавшиеся с 2009 по 2013 гг., еще не закончились, в то время как 5-летние периоды, берущие начало в этих же годах, уже внесли свой вклад в статистику положительной доходности.

Особо отметим, что мы рассматриваем доходность вложений с позиции российского частного инвестора. Поэтому, на приведенные в предыдущем абзаце результаты инвестирования повлиял не только «бычий» рынок американских акций, но и укрепление доллара США по отношению к рублю с конца 2014 г., усилившее эффект восходящего рынка США. При этом российский инвестор, выбравший в качестве объекта инвестиций только американские активы, несет валютный риск – колебания курсов национальных валют могут быть существенными как в сторону снижения, так и в сторону повышения. Может ли диверсификация быть инструментом снижения этого риска?

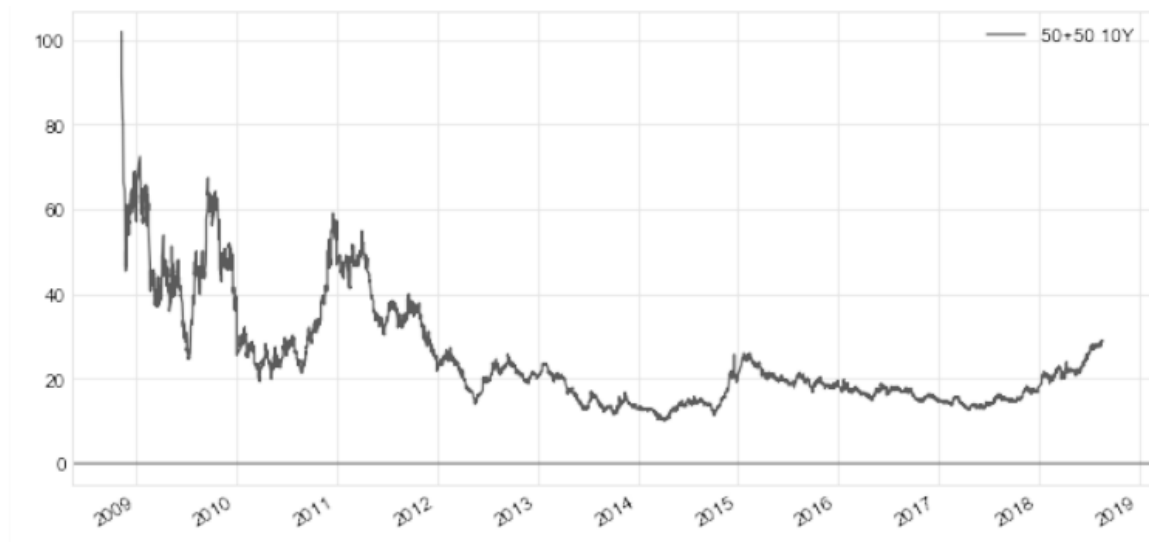


Рис. 20. График доходностей портфеля «50+50» в рублях, при инвестировании на 10 лет

Источник: данные Банка России, ММВБ, Yahoo! Finance, расчеты автора.

На рис. 20 представлен график доходности 10-летних вложений в российские и американские акции в соотношении «50+50». Мы видим, что он находится выше горизонтальной оси, причем наихудшее значение доходности составляет 10,05% годовых. Таким образом, за весь исследуемый период не только не наблюдалось отрицательной номинальной доходности 10-летних диверсифицированных вложений, но и минимальное значение доходности приблизилось к усредненному значению инфляции (12%).

Таблица 8

Распределение доходности инвестирования в акции компаний РФ и США (портфель «50+50»), в 1998 – 2018 гг. (на основе индекса ММВБ и стоимости паев фонда Vanguard 500 Index Investor), % годовых

Период инвестирования	Наихудшее значение	Процентили				Наилучшее значение
		10-й	25-й	75-й	90-й	
Год	-57,88	-8,37	3,68	29,64	53,96	251,31
5 лет	-2,38	0,60	8,41	33,49	55,42	140,38
10 лет	10,05	13,74	15,81	29,74	46,06	72,41

Как мы видим на рис. 21, отрезок, соответствующий диапазону всех возможных ежегодных доходностей от минимального значения до 10-го процентилля для годичных периодов инвестирования существенно длиннее, чем аналогичные отрезки для 5-летних и 10-летних периодов. Кроме того, отрезок, соответствующий более длительному периоду инвестирования, находится правее, чем соответствующий более короткому периоду. Это значит, что с увеличением периода инвестирования 10% наихудших значений результатов инвестирования (в пересчете на годовую доходность) становятся лучше.

Увеличивается и значение 1-го квартиля (25-го процентилля): для годового периода инвестирования он равен ежегодной доходности в 3,68%, для 5-летнего

8,41%, а для 10-летнего – уже 15,81% (табл. 8). Иными словами, вероятность получить ежегодную доходность в размере 15,81% при условии, что мы сформировали свой портфель из акций российских и американских компаний в соотношении «50 на 50», составляет 75%.

Значение 3-го квартиля (75-го перцентиля) оказалось почти одинаковым для годовых и 10-летних периодов (29,64% и 29,74%) соответственно. Более высокое значение 75-го перцентиля для 5-летних периодов (33,49%), на наш взгляд, объясняется «удачным выбором» периода – анализируемые пятилетки в полной мере используют результаты «бычьих» рынков в России в 1999 – 2008 гг. и в США в 2013 – 2018 гг.

Для 10-летних периодов значение 90-го перцентиля составляет 46,06%. Это меньше, чем для годовых периодов (53,96%) и для 5-летних (55,42%). Длины

Наилучшее значение доходности, выраженное в процентах годовых, для 10-летних периодов соответственно меньше, чем для годовых и 5-летних периодов (данные в крайнем правом столбце табл. 8 и правые границы отрезков на рис. 22).

Если проанализировать распределение доходностей для разных периодов инвестирования, то мы увидим, что интервалы, в которые ограничены минимальным и максимальным значением доходности, сужаются. Так, для годовых периодов инвестирования все возможные значения доходности на историческом периоде 1998 – 2018 гг. находятся между -57,88% и 251,31%, а для 10-летних периодов – между 10,75% и 72,41% (табл. 8).

Среднее ожидаемое значение ежегодной доходности для портфеля, состоящего из 50% акций компаний РФ и 50% акций компаний США, в котором доля акций каждой компаний определяется индексом ММВБ и S&P500 соответственно, для 5-летних периодов равно 26,13%, а для 10 летних 25,07%. Таким образом, диапазон возможных доходностей сжимается, а доходность приближается к своему среднему ожидаемому значению.

Если сравнить результаты инвестирования на срок 10 лет в указанный выше портфель активов и однородные портфели, то мы, как и в случае с инвестированием на срок 5 лет, можем оценить преимущество международной диверсификации. В координатах «доходность – риск», точка, соответствующая портфелю с международной диверсификацией, вновь оказалась выше и левее, чем линия, соединяющая однородные портфели (см. рис. 22 и данные в табл. 9).

Российские акции за период 1998 – 2018 гг. показали ожидаемую доходность 35,38% годовых на 10-летних периодах инвестирования (точка «Индекс ММВБ» на рис. 23). Но волатильность для них составила 34,09%. Инвестиции в акции компаний США (точка «VFINX» на рис. 23) на 10-летнем горизонте инвестирования в два раза менее рискованны (волатильность 15,58%), но и в два раза менее доходны (14,77%). А вот рассматриваемый нами простейший портфель сочетает высокую ожидаемую доходность 25,07% с волатильностью равной 12,58%, что ниже, чем у каждого из однородных портфелей.

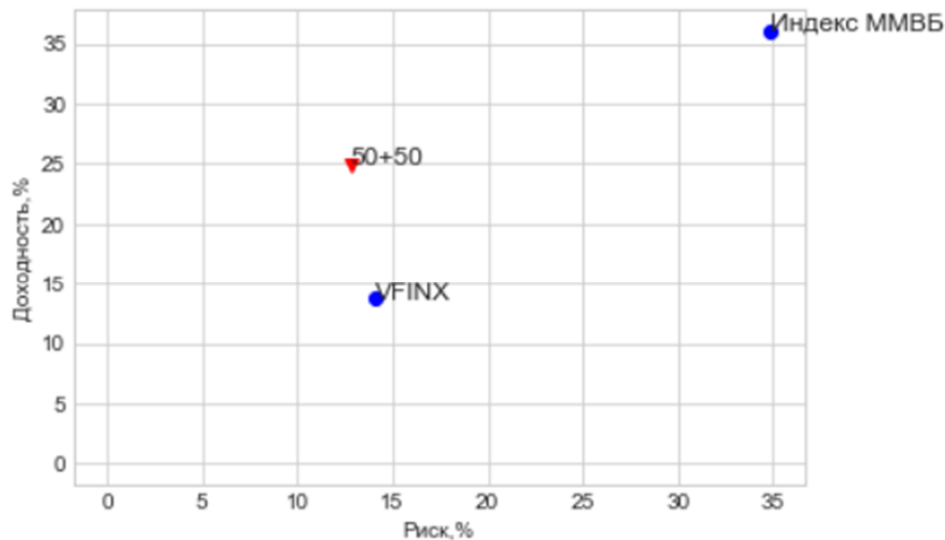


Рис. 23. Соотношение «доходность – риск» для однородных портфелей и портфеля «50+50» в 1998 – 2018 гг. (в рублях при инвестировании на 10 лет)

Источник: данные Банка России, ММВБ, Yahoo! Finance, расчеты автора.

Таблица 9

Сравнение результатов инвестирования в российские и американские акции, (при инвестировании на 10 лет) за период 1998 – 2018 гг., % годовых

Портфель	Ожидаемая доходность, %	Волатильность (риск), %	Вероятность получения положительной номинальной доходности, %	Наихудшее значение доходности	Наилучшее значение доходности
Только акции компаний РФ (индекс ММВБ)	35,38	34,09	100,00	0,67	144,77
Только акции компаний США (фонд Vanguard 500 Index Investor)	14,77	15,58	79,72	-2,38	72,49
Портфель 50% акций компаний РФ + 50% акций компаний США	25,07	12,58	100,00	10,05	72,41

До сих пор мы учитывали только рыночный риск, выраженный математически через стандартное отклонение ежегодной доходности. Однако международной диверсификации сопутствуют нерыночные риски. Можно выделить три основных нерыночных риска:

- риск банкротства зарубежного брокера или управляющей компании инвестиционного фонда;
- риск отказа зарубежного брокера (управляющей компании) работать с инвесторами из России;
- риск заморозки активов российских инвесторов со стороны властей США или законодательного запрета для граждан России владеть зарубежными активами.

В отношении первого следует отметить, что в США существует система страхования брокерских счетов от банкротства брокера или мошенничества с его стороны (естественно, страховка не защищает от рыночных рисков). Отказ зарубежного финансового посредника работать с клиентами из России может быть реализован в нескольких вариантах. Это запрет на привлечение новых клиентов, запрет приобретения существующими клиентами новых активов, требование продажи активов. К убыткам может привести только последнее, если цена такой принудительной продажи будет неприемлема для инвестора. Аналогичная ситуация возникнет в случае запрета на владение зарубежными активами.

Наконец, в случае заморозки зарубежных активов инвестор действительно не сможет распоряжаться ими в течение длительного периода времени. Возможность применения подобных мер в отношении частных российских инвесторов (кроме входящих в санкционные списки) не анонсировалась, оценить вероятность их применения в будущем можно как достаточно низкую, но ненулевую.

Выводы

Идея диверсификации портфеля российского инвестора за счет использования иностранных активов представляется привлекательной, во-первых, из-за небольшой доли российского фондового рынка в мировой капитализации, а, во-вторых, к ней подталкивает инвесторов невысокое значение ожидаемой доходности российского фондового рынка при достаточно большой его волатильности, характерное для 2011 – 2018 гг. Представляется целесообразным обратить внимание в первую очередь на фондовый рынок США как наиболее крупный и имеющий длительную историю.

Никакой из рынков акций не может рассматриваться как «тихая гавань»: как для российского, так и для американского рынка акций характерны периоды подъемов и спадов. В то же время низкая корреляция (0,38) доходности российского и американского рынка акций делает оправданным их включение в один инвестиционный портфель.

Как показал проведенный исторических данных за период 1998 – 2018 гг., на годовых периодах инвестирования портфель, состоящий из 50% акций компаний РФ (индекс ММВБ) и 50% акций компаний США (индекс S&P500), показывает сбалансированные результаты ожидаемой доходности и риска.

Увеличение периода инвестирования с одного года до пяти лет позволяет сократить волатильность каждого из рассматриваемых классов активов и уменьшить вероятность получения номинального отрицательного дохода. Диверсифицированный портфель на таких периодах инвестирования показывает соотношения «доходность-риск» лучше, чем каждый класс активов в отдельности.

На 10-летних периодах инвестирования преимущество диверсифицированного портфеля увеличивается, более того, ежегодная доходность портфеля при таком периоде инвестирования с высокой степенью вероятности будет превышать уровень инфляции.



Однако при принятии решения о международной диверсификации и выборе инструмента для ее осуществления необходимо учитывать нерыночные (в частности, политические) риски инвестирования.

Список литературы

1. Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, 1986. Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal* 42(4):39-48. [Reprinted in: *Financial Analysts Journal* 51(1):133-8.
2. Ibbotson, Roger G., and Paul D. Kaplan, 2000. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analysts Journal* 56(1):26-33. (50th Anniversary Issue.)
3. MSCI Emerging markets / MSCI. 2018. URL: <https://www.msci.com/emerging-markets>
4. MSCI ACWI (All Country World Index) / MSCI. 2018. URL: <https://www.msci.com/acwi>
5. Vanguard 500 Index Investor (Historical Data) / Yahoo! Finance. 2018. URL: <https://finance.yahoo.com/quote>
6. Банк России / ЦБ РФ. 2018. URL: <https://www.cbr.ru>
7. Индекс МосБиржи / ММББ. 2018. URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX>
8. Шубин К.А. Диверсификация инвестиционного портфеля частного инвестора в РФ // *Пермский финансовый журнал*. 2014. № 2(11). С. 62 – 73

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Шубин К.А. Преимущества международной диверсификации инвестиционного портфеля частного инвестора. // *Пермский финансовый журнал* 2018, № 2 (19). С. 75 – 98.

Konstantin A. Shubin

*Associate Professor,
Assistant Professor Finance, Credit
and Exchange Business Department,
Perm State University
Perm, Russia*

Advantages of international diversification of investment portfolio of a private investor

Abstract. The subject of the research is the investment of a private investor in various types of financial assets. The purpose of the investigation is to study the effectiveness of international diversification, that is, the distribution of invested funds among the capital markets of different countries. It is stated that the simplest version of a portfolio with international diversification even during annual investment periods

has an average expected return above the inflation rate. Based on the available historical data for the period 1998–2018 using the Pandas library for the Python programming language, the profitability of investments was calculated using the assumption that assets could be purchased by an investor at any day. The expected return and risk of investment, the minimum and maximum yield values, and the probable distribution of returns were calculated for all possible annual, 5-year and 10-year investment periods. Homogeneous and diversified investment portfolios were analyzed with the help of the methods of economic evaluation of investments and mathematical modeling. It has been established that over longer investment horizons, the interval narrows the yield of distribution, and the annual yield values become closer to the average expected values. A diversified portfolio is characterized by smaller fluctuations of return rate than homogeneous portfolio. The advantage of a diversified portfolio in terms of the “return - risk” ratio increases with an increase in the period of investment. The intervals for 10% of the worst and best annual returns with an increase in the investment period reduce for all the portfolios under consideration. The worst value of the annual expected return on investment for 10 years for a portfolio with international diversification remains at the same level of inflation, and the probability of real positive returns is more than 98%. However, when making a decision on international diversification and choosing a tool for its implementation, it is necessary to take into account non-market investment risks.

Keywords: stocks, profitability, investments, index, portfolio investment, international diversification, risk, private investor.

References

1. Brinson, Gary P., L. Randolph Hood, and Gilbert L. Beebower, 1986. Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal* 42(4):39-48. [Reprinted in: *Financial Analysts Journal* 51(1):133-8.
2. Ibbotson, Roger G., and Paul D. Kaplan, 2000. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analysts Journal* 56(1):26-33. (50th Anniversary Issue.)
3. MSCI Emerging markets / MSCI. 2018. URL: <https://www.msci.com/emerging-markets>
4. MSCI ACWI (All Country World Index) / MSCI. 2018. URL: <https://www.msci.com/acwi>
5. Vanguard 500 Index Investor (Historical Data) / Yahoo! Finance. 2018. URL: <https://finance.yahoo.com/quote>
6. Bank of Russia / CB RF. 2018. URL: <https://www.cbr.ru>
7. IMOEX Index / MOEX. 2018. URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX>
8. Shubin, K.A. (2014), “Diversification of investment portfolios of private investors in the Russian Federation”, *Perm Financial Review*, no. 2(11), pp. 62 – 73.

Please cite this article in English as:

Shubin K.A. (2018), “Advantages of international diversification of investment portfolio of a private investor”, *Perm Financial Review*, no. 2 (19), pp. 75 – 98.



УДК 336

Будникова Ольга Николаевна

*Соискатель,
учреждение образования «Белорусский государственный
экономический университет»
г. Минск, Республика Беларусь*

budnikovao@mail.ru

Межстрановой сравнительный анализ налоговой нагрузки в банковском секторе экономики (на примере Беларуси, России, Литвы и Франции)

Аннотация. Предмет исследования – уровень налоговой нагрузки в банковском секторе экономики Республики Беларусь, России, Литвы и Франции. Цель исследования – сравнительная оценка уровня налоговой нагрузки в банковском секторе Республики Беларусь, России, Литвы и Франции.

Гипотеза исследования состоит в том, что используемые в Республике Беларусь официальные методики оценки налоговой нагрузки не позволяют объективно определить ее уровень, вследствие чего банковский сектор принято относить к отраслям с невысоким уровнем налоговой нагрузки. Такая позиция привела к введению в банковском секторе повышенных ставок по налогу на прибыль и снизила наряду с влиянием прочих факторов инвестиционную привлекательность данного сектора экономики. В связи с этим в статье при расчете налоговой нагрузки в банковском секторе применена методика, используемая Всемирным банком при проведении исследования «Ведение бизнеса», а также проведен сравнительный анализ уровня налоговых изъятий из прибыли в банках Республики Беларусь, Российской Федерации, Литвы, Франции и пр.

В результате проведенного исследования установлено, что банковский сектор Республики Беларусь имеет достаточно высокую нагрузку и наряду с другими факторами это может оказать негативное влияние на привлекательность ведения банковского бизнеса в этой стране.

Ключевые слова: налог, налоговая нагрузка, банковский сектор, рейтинг, проблемы объективности оценки уровня налоговых изъятий, межстрановой анализ

* Статья опубликована по результатам XVI Международной научно-практической конференции «Современный финансовый рынок», 21 декабря 2018 г., г. Пермь

Потребность государства в финансовых ресурсах постоянно возрастает. Об этом свидетельствует анализ динамики расходов консолидированного бюджета Республики Беларусь, уровень которых в номинальном выражении в 2017 г. на 14,7% и 5,1 % выше уровня 2015 г. и 2016 г. соответственно [1]. В последние годы в Беларуси среди основных резервов роста налоговых доходов государства рассматривались налоги на доходы и прибыль, образованные в финансовой сфере. Так, с 1.01.2015 г. для банков установлена повышенная ставка налога на прибыль в размере

25% при основной ставке по налогу – 18 % [2]. С 1.04.2015 г. по Декрету Президента Республики Беларусь «О привлечении денежных средств во вклады (депозиты)» № 7 от 11.11.2015 г. введен подоходный налог для физических лиц с процентных доходов по некоторым срочным вкладам, размещенным в банках.

При снижающихся ставках кредитно-депозитного рынка встает вопрос об установлении пределов допустимости налоговой нагрузки на банковский бизнес, испытывающий дополнительный пресс пруденциальных ограничений. Программа социально-экономического развития Республики Беларусь на 2015 – 2020 гг. определяет постоянство в течение прогнозного периода налоговой нагрузки в размере не более 26 % от ВВП [3]. Однако по субъектам экономики налоговая нагрузка распределена неравномерно. И это зависит не только от величины уплачиваемых налогоплательщиками налогов и сборов в бюджет, сколько от цели, алгоритма расчета данного показателя, а также от особенностей деятельности организаций разных отраслей.

Налоговая нагрузка – один из оценочных показателей, используемый государством и бизнесом для определения уровня налогового бремени налогоплательщика. Этот показатель, как правило, выражается относительной величиной, в числителе которой сумма всех или определенных налогов, начисленных за налоговый период, а в знаменателе в зависимости от целей расчета – сумма доходов (выручки) от реализации, прибыли, чистых активов, добавленной стоимости, ВВП и пр.

Измерение налоговой нагрузки осуществляется, в основном, для достижения следующих целей:

1. оценка эффективности налоговой политики, анализ, планирование и прогноз экономической ситуации в стране в целом (осуществляется Белорусским статистическим комитетом, Министерством финансов Республики Беларусь и пр.);
2. планирование налоговых проверок и налоговый контроль (используется в деятельности Министерства по налогам и сборам Республики Беларусь);
3. анализ результатов работы, оптимизация уровня налогообложения, прогноз дальнейшей деятельности (осуществляется налогоплательщиками или для выполнения поручений последних консалтинговыми, аналитическими агентствами, аудиторскими организациями и пр.).

Показатели налоговой нагрузки имеют разную степень детализации в зависимости от целей проводимого с их помощью анализа:

- сводный показатель налоговой нагрузки, рассчитываемый отношением суммы начисленных в бюджет налогов и сборов в целом по стране к ВВП за определенный период времени. Он используется государством, в основном, для оценки эффективности проводимой налоговой политики и планирования доходов бюджета [3]. Бизнес-структуры используют его для принятия решений о размещении производства, капитала (инвестиций) в той или иной стране;



- отраслевой (региональный) показатель налоговой нагрузки, рассчитываемый отношением суммы начисленных к уплате в бюджет налогов и сборов по конкретной отрасли экономики или региона к выручке от реализации товаров (работ услуг) или валовой добавленной стоимости этой отрасли (региона) за определенный период. Используется для оценки распределения налоговой нагрузки по отраслям (регионам) и установления (упразднения) специальных (льготных) режимов налогообложения;

- показатель налоговой нагрузки по отдельному налогоплательщику, рассчитываемый отношением суммы начисленных к уплате в бюджет налогов и сборов к сумме доходов от реализации (выручки). Этот показатель используется государством в лице налоговых органов для планирования проверочных налоговых мероприятий и совершенствования системы налогового контроля [4]. Он также применяется самими налогоплательщиками как для определения вероятности их включения в план налоговых проверок, так и для анализа результатов своей работы и прогноза дальнейшей деятельности;

- показатель налоговой нагрузки по конкретным налогам, рассчитываемый отношением суммы начисленного к уплате в бюджет налога (сбора) к сумме налогооблагаемой базы. Этот показатель используется для проверки правильности исчисления налога при планировании и проведении контрольных мероприятий налоговыми органами, а также самими налогоплательщиками для разработки мероприятий по оптимизации налогообложения.

Следует отметить, что в банковской деятельности оценка налоговой нагрузки по большинству из приведенных показателей осложнена рядом факторов:

- во-первых, ограниченность оценки налоговой нагрузки по показателю выручки (доходов) от реализации. В целом показатель выручки (доходов) от реализации как экономическая база для расчета налоговой нагрузки обоснован, поскольку номинально он представляет собой совокупность налоговых баз практически всех взимаемых с банков налогов (НДС, налог на прибыль, налог на недвижимость и пр.). Однако рассчитанный при этом показатель налоговой нагрузки низко информативен, поскольку дает представление лишь о степени налогооблагаемости как банковских, так и небанковских продуктов и услуг, не позволяя определить влияние изменения структуры налогов на показатель налогового бремени. Он оправдан только с позиций налогового контроля в случае проведения сравнительной оценки налоговой нагрузки налогоплательщиков одной отрасли и сходных режимов налогообложения для определения группы риска по налогоплательщику и установления периодичности проведения налоговых проверок согласно Указу Президента Республики Беларусь «О совершенствовании контрольной (надзорной) деятельности в Республике Беларусь» от 16.10.2009 г. № 510;

- во-вторых, необъективность оценки налоговой нагрузки, рассчитанной по показателю выручки от реализации. В банковской сфере выручка от реализации как база для налогообложения используется по незначительному объему операций (реализация имущества, лизинговые операции, консультационные, юридические услуги и пр.). Это вытекает из специфики банковской деятельности, основные направления которой не подлежат косвенному налогообложению (НДС и акцизы). Кроме того, по этой же причине по большинству приобретаемых банком товаров, работ и услуг уплаченный при приобретении НДС (далее – входной НДС) не подлежит зачету, а относится на расходы банка либо на увеличение стоимости

приобретаемых основных средств и нематериальных активов согласно положениям ст. 106 Налогового кодекса РБ (далее – НК РБ). При этом объем банковских операций по приобретению товаров, работ и услуг (с уплатой входного НДС) для осуществления банковской деятельности, не подлежащей налогообложению НДС (а это подавляющее большинство банковских операций – кредитование, операции с ценными бумагами, иностранной валютой, драгоценными металлами и пр.) достаточно высок.

В связи с этим можно утверждать, что значительную часть налоговой нагрузки по уплате НДС несет на себе банк как покупатель, не имея в последующем права зачета уплаченных при приобретении сумм НДС (хотя впоследствии эти расходы частично компенсируются посредством их включения в затраты, учитываемые при налогообложении прибыли согласно п. 2 ст. 106 НК РБ, что способствует снижению величины уплачиваемого налога на прибыль).

Таким образом, основная часть входного НДС в банках, относимого на затраты и, соответственно, включаемого в состав расходов, ведет к уменьшению прибыли. Следовательно, источником выплаты входного НДС, в конечном счете, является банковская прибыль.

То же самое наблюдается и в отношении налогов, номинально включаемых в себестоимость банковских услуг, а фактически относимых на расходы банка и уменьшающих размер банковской прибыли (налог на недвижимость, экологический налог, платежи за землю). Ввиду этого использование при оценке налоговой нагрузки показателя выручки (доходов) от реализации, по нашему мнению, «занижает» уровень налоговой нагрузки в банке как налогоплательщике.

На рис. 1 приведены результаты расчета уровня налоговой нагрузки белорусских банков, проведенного на основе соотношения суммы уплаченных банками налогов и сборов к величине доходов от реализации (включающей сумму процентных, комиссионных доходов, а также доходов по операциям с ценными бумагами, производными финансовыми инструментами, иностранной валютой, драгоценными металлами и драгоценными камнями).

По представленным на рис. 1 данным видно, что минимальный уровень налоговой нагрузки в 2017 г. зафиксирован в ЗАО «ЦептерБанк» (3,2 %). Невысокий уровень показателя в изучаемом периоде наблюдается в разных по размеру активов и капитала банках - ЗАО «Банк ВТБ (Беларусь)» (4,9%), ОАО «Белагропромбанк» и ОАО «Белинвестбанк» (5,9 %). Максимальный уровень налоговой нагрузки зафиксирован в ЗАО «Банк торговый капитал» (26,1 %), ОАО «Приорбанк» (21,2 %) и ОАО «Статус банк» (20,3 %). Несмотря на это, в целом по банковской системе уровень налоговой нагрузки, рассчитанный исходя из соотношения налогов и доходов (выручки) от реализации банковских услуг и имущества, в 2017 г. составил 9,8 %.

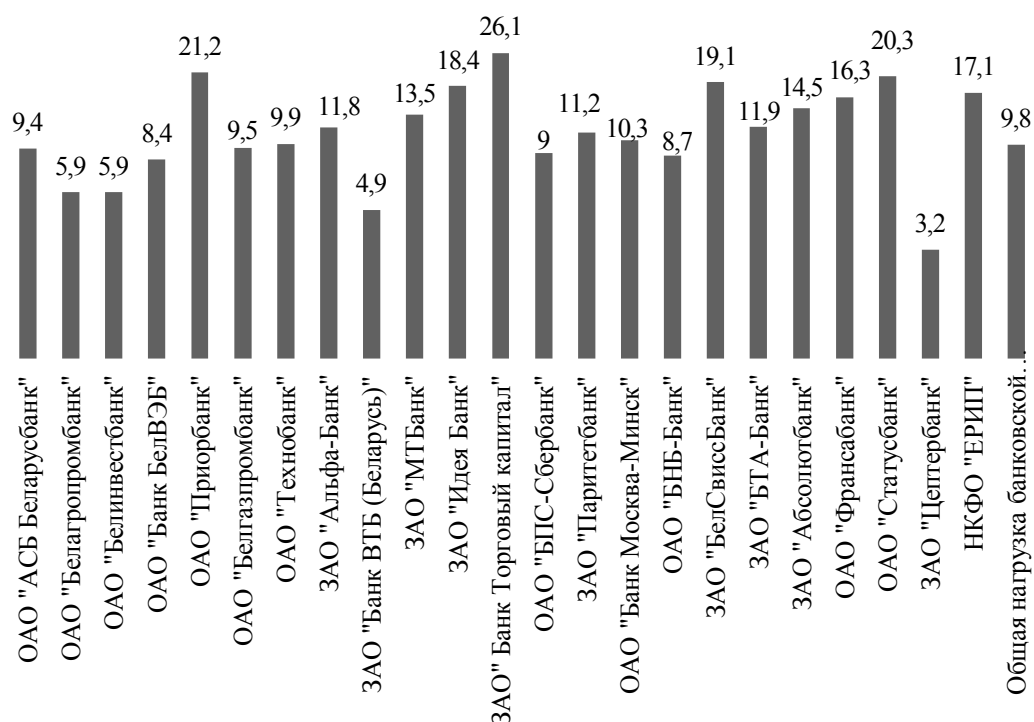


Рис. 1. Информация об уровне налоговой нагрузки белорусских банков по показателю доходов (выручки) от реализации за 2017 г., проценты

Примечание: рассчитано по данным бухгалтерской (финансовой) отчетности банков, составленной по национальным стандартам финансовой отчетности Республики Беларусь

Объективность результатов расчета налоговой нагрузки по приведенной методике можно поставить под сомнение, учитывая ряд особенностей ценообразования в банковской сфере:

Во-первых, тарифы (процентные ставки) по оказанию банковских услуг в подавляющем большинстве не основываются на калькулировании их себестоимости, а зависят от уровня конкуренции в банковской сфере, величины процентных, кредитных, валютных рисков, инструментов монетарной политики.

Во-вторых, значительная часть расходов в банке непосредственно не связана с оказанием банковских услуг, а обусловлена необходимостью формирования обязательных резервов и отчислений на риски и платежи. Так, по данным Национального банка Республики Беларусь, доля расходов банковской системы Беларуси по формированию специальных резервов в общей сумме расходов варьировалась от 65,3 % (в 2015 г.) до 71,5 % и 71,1 % (в 2016 г. и 2017 г. соответственно). При этом доля чистых отчислений в резервы в общем объеме расходов банковской системы составляет по итогам 2015 г. – 6,9 %, по итогам 2016 г. – 5,9 %, а по итогам 2017 г. – 6,1 % [5].

В-третьих, учитывая, что для целей налогообложения в Республике Беларусь все банковские доходы и расходы делятся на четыре группы – доходы от реализации и расходы по производству и реализации, внереализационные доходы и внереализационные расходы, – в банковской системе Беларуси наблюдается устойчивое превышение суммы внереализационных расходов над внереализационными доходами (табл. 1).

При таких условиях ведения банковского дела доходы от реализации, в состав которых включаются процентные, комиссионные и прочие банковские доходы, выступают источником покрытия отрицательного сальдо внереализационных доходов и расходов – чистых внереализационных расходов. Это подтверждают и данные табл. 1, свидетельствующие о том, что источники получения внереализационных доходов не позволяют покрыть внереализационные расходы банка.

Таблица 1

**Показатели агрегированного отчета о прибылях и убытках
по банковскому сектору Республики Беларусь в 2015-2017 гг. (тыс. бел.руб.)**

Показатели	2015	2016	2017
1 Чистые процентные доходы	2 050,2	3 113,0	3 013,1
2 Чистые комиссионные доходы	880,5	851,7	943
3 Чистый доход по операциям с иностранной валютой	476,1	452,6	519,4
4 Чистый доход по операциям с ценными бумагами	1,8	11,3	10,7
5 Итого чистые доходы от реализации банковских услуг (стр.1+стр.2+стр.3+стр.4)	3 408,6	4 428,6	4 486,2
6 Чистые отчисления в резервы	1 624,5	1 412,2	1 166,7
7 Операционные расходы	1 882,7	2 182,1	2 312,6
8 Прочие расходы	506,8	519,4	296,3
9 Доход в форме дивидендов	21,9	9,1	13,2
10 Прочие доходы	1 323,0	842,4	361,8
12 ИТОГО чистые внереализационные расходы (стр.6+стр.7+стр.8-стр.9-стр.10)	2 669,1	3 262,2	3 400,6
13 Прибыль (до выплаты налогов)	739,4	1033,0	1085,5
14 Налог на прибыль	153,5	148,1	198,8

Примечание: составлено по данным Национального банка Республики Беларусь [5]

По методологии Всемирного банка при проведении исследования «Ведение бизнеса» расчет показателя совокупной налоговой нагрузки производится путем деления суммы налогов, фактически подлежащих уплате, на размер коммерческой прибыли, представляющей собой чистую прибыль до уплаты всех налогов. Она рассчитывается как сумма выручки от реализации товаров, работ, услуг (объем продаж), выручки от продажи капитального имущества, и сальдо процентных доходов и расходов, уменьшенная на величину себестоимости реализованной продукции, валовой заработной платы, административных и прочих расходов, резервов и коммерческой амортизации [6]. Согласно указанной методологии коммерческая прибыль по существу представляет собой чистую прибыль до уплаты всех налогов и социальных взносов. Ее отличие от традиционной прибыли до вычета налогов, представляемой в финансовой отчетности, состоит в том, что при расчете коммерческой прибыли все налоги и платежи в бюджет (включая НДС,



земельный, налог на недвижимость и др., отчисления на социальные нужды) не вычитаются.

Таким образом, коммерческая прибыль дает четкое представление о фактической прибыли организаций до вычета каких-либо налогов и взносов, уплачиваемых ими в течение финансового года.

Оценка налоговой нагрузки на основе указанной методологии отражает размер изъятия прибыли в бюджет посредством налогов. Интерпретация указанной методологии для банковской системы представлена формулой (1):

$$НН = \frac{НП}{П + НП} * 100 \quad (1)$$

где НН – налоговая нагрузка, проценты;

НП – сумма налогов на прибыль, на недвижимость, земельного, НДС, экологического, обязательных страховых взносов в Фонд социальной защиты населения и пенсионный фонд, а также сборов и пошлин, относимых на затраты банка, учитываемые при налогообложении (включая оффшорный, консульский, гербовый, госпошлина, патентная пошлина, утилизационный сбор), руб.;

П – прибыль (убыток) банка после выплаты всех налогов, руб.

Расчет уточненной налоговой нагрузки по банковской системе Республики Беларусь представлен в табл. 2, составленной на основании данных примечаний к годовой консолидированной бухгалтерской отчетности банков, сформированной согласно требованиям Международных стандартов финансовой отчетности (далее – МСФО).

Как видно из приведенных в табл. 2 данных, уровень налоговой нагрузки в банковском секторе Республики Беларусь в среднем составляет 40,2 %. При этом наименьший уровень налоговой нагрузки наблюдается в государственном банке ОАО «Паритетбанк» (22,7 %) и частном банке ЗАО «Банк ВТБ (Беларусь)» (23,3 %). Максимальный уровень налоговой нагрузки зафиксирован в государственном банке ОАО «Белинвестбанк» и частном банке ЗАО «Белсвиссбанк» (78,1 %), а также небанковской кредитно-финансовой организации «Инкасс.Эксперт» (90,3 %).

Приведенный расчет показывает, что уровень налоговой нагрузки по методологии МВФ несопоставимо выше показателя налоговой нагрузки, используемой в официальной статистике Республики Беларусь.

Для проведения сравнительного анализа налоговой нагрузки в банковском секторе Беларуси с рядом других государств в табл. 3 были обобщены данные о размере налоговых изъятий из прибыли по ряду европейских стран, государств постсоветского пространства, включая страны-участницы ЕАЭС.

Таблица 2

**Расчет налоговой нагрузки в банковской системе Республики Беларусь
по методологии исследования «Ведение бизнеса» МВФ за 2017 г. (тыс. бел. руб.)**

Показатели	1	2	3	4	5	6	7
	Прибыль до налогообложения	Расход (доход) по налогу на прибыль	Текущий налог на прибыль	Прочие налоги и сборы	Расходы по социальному страхованию и обеспечению	Налоговая нагрузка по налогам текущего периода (Σ ст. 3, 4, 5) / (Σ ст. 1, 4, 5)	Налоговая нагрузка по значению расхода по налогу (Σ ст. 2, 3, 4) / (Σ ст. 1, 4, 5)
Беларусбанк	311 056	68 900	34 275	17 669	102 519	35,8	43,8
Белгазпромбанк	32 838	-4 477	1 000	21 871	36 382	65,0	59,0
Белинвестбанк	12 541	7 181	413	5 232	13 874	61,7	83,1
БелВЭБ	52 726	8 677	17 520	3 868	13 871	50,0	37,5
Приор-банк	211 351	51 377	73 172	3 625	24 979	42,4	33,3
Белгазпромбанк	101 643	16 899	23 410	4 493	11 933	33,7	28,2
Техно-банк	4 380	2 008	-	763	3 628	50,1	73,0
Альфа-банк	59 669	14 481	17 301	695	11 508	41,1	37,1
ВТБ банк	46 499	3 660	785	1 718	7 617	18,1	23,3
МТБанк	85 170	21 264	14 059	783	8 423	24,7	32,3
Идея-банк	14 983	4 386	5 315	1 201	3 438	50,7	46,0
ТК-Банк	14 536	1 803	5 197	2 136	645	46,1	26,5
БПС-Сбербанк	73 150	8 124	15 371	11 962	20 243	45,2	38,3
Паритетбанк	13 402	1 000	824	483	2 152	21,6	22,7
Банк Москва-Минск	21 582	2 921	2 387	1 731	5 265	32,8	34,7
БНБ-Банк	11 582	1 443	1 605	1 134	2 913	36,2	35,1
БелСвиссБанк	3 694	2 234	4 546	372	2 609	112,8	78,1
БТА-банк	2 112	176	214	226	1 478	50,3	49,3
Абсолютбанк	1 603	43	211	179	1 268	54,4	48,9
Франса-банк	4 275	746	577	434	1 157	37,0	39,8
Статус-банк	5 544	959	375	107	1 974	32,2	39,9
Центер-банк	1 594	-	-	1 051	716	52,6	52,6
Решение	2 458	165	165	1 512	1 349	56,9	56,9
РРБ-банк	2 224	1 451	231	489	1 122	48,0	79,8
ЕРИП	4 433	1 219	1 247	112	1 057	43,1	42,6
Инкасс. Эксперт	1 934	895	873	4 238	4 578	90,1	90,3
Всего	1 096 979	217 535	221 073	88 084	286 698	40,5	40,2



Таблица 3

Сведения о рейтинге стран постсоветского пространства по результатам исследования МВФ «Ведение бизнеса» за 2017 г.

Страна	Уровень дохода	Рейтинг по показателю «Налогообложение»	Рейтинг по показателю «Условия ведения бизнеса»	Общая ставка налогов и взносов (% от прибыли)	Количество платежей в год
1. Латвия	высокий	13	19	36,0	7
2. Эстония	высокий	14	16	48,7	8
3. Грузия	ниже среднего	16	6	9,9	5
4. Литва	высокий	18	14	42,6	10
5. Азербайджан	выше среднего	28	25	40,8	6
6. Молдова	ниже среднего	35	47	40,5	10
7. Россия	выше среднего	53	31	46,3	7
8. Украина	выше среднего	54	71	41,7	5
9. Казахстан	выше среднего	56	28	29,4	7
10. Узбекистан	ниже среднего	64	76	32,1	10
11. Армения	выше среднего	82	41	18,5	14
12. Беларусь	выше среднего	99	37	53,3	7
13. Таджикистан	низкий	136	126	67,3	6
14. Кыргызстан	ниже среднего	150	70	29,0	51

Примечание: составлено по данным доклада МВФ «Ведение бизнеса 2019» [7]

Данные табл. 3 свидетельствуют о том, что Беларусь по показателю «Налогообложение» занимает 99 место в общем рейтинге и 12-е место – в рейтинге стран постсоветского пространства. Общая ставка налогов и взносов в целом по республике составляет 53,3 % в 2017 г. В банковской системе значение этого показателя на 12,8 пп. ниже среднереспубликанского и составляет 40,5 %. При этом по рейтингу «Налогообложение» Республика Беларусь отстает от подавляющего большинства стран постсоветского пространства с аналогичным уровнем дохода: Азербайджан, Россия, Казахстан, Армения и пр. и имеет одну из самых низких рейтинговых позиций.

Для сравнения уровня налоговой нагрузки в банковском секторе экономики были выбраны страны с более высокой, чем Беларусь, позицией в рейтинге стран «Ведение бизнеса 2018» по показателю «Налогообложение» и имеющие определенные особенности в области банковского налогообложения: Российская Федерация с аналогичным уровнем дохода на душу населения, банки которой активно взаимодействуют с белорусскими банками; Литва как страна постсоветского пространства с наиболее высокой рейтинговой позицией, входящая в настоящее время в Евросоюз; а также Франция, имеющая довольно высокую налоговую нагрузку в банковском секторе, применяющая налог на финансовые операции.

Таблица 4

**Расчет налоговой нагрузки в банковской системе
Российской Федерации по методологии исследования
МВФ «Ведение бизнеса» за 2017 г.**

Показатели	1	2	3	4	5	6	7	8
	Прибыль до налогообложения, млн. руб.	Расход по налогу на прибыль, млн. руб.	Текущий налог на прибыль, млн. руб.	Прочие налоги и сборы, млн. руб.	Расходы по социальному страхованию и обеспечению, млн. руб.	Налоговая нагрузка по текущему налогу, %	Налоговая нагрузка по расходу по налогу на прибыль, %	Индивидуальная налоговая нагрузка на прибыль (стр. 3 /стр.1 *100), %
ПАО «АК БАРС Банк»	8 691	1 412	212	313	930,25	14,7	26,7	2,4
АО «Банк Русский Стандарт»	3 539	1 147	805	775	1 702	54,4	60	22,6
ПАО «Банк Урал-СИБ»	5 224	1 096	1 536	982	2 310	56,9	51,5	29,8
АО Банк «ВБРР»	6 624	860	1 833	469	732	39	26,3	28
ПАО «КБ Восточный»	5 354	974	1 472	830	2 645,5	56	50,4	27,5
АО «Банк ГПБ»	43 165	9 343	9 704	3 506	6 326	36,9	36,2	22,5
ПАО «Мин-Банк»	-3 907	1	196	482,04	951	-65,9	-58	-5
ПАО «МК-Банк»	26 817	6 114	2 891	666	1 874	18,5	29,5	10,8
ПАО «Пром-связь-банк»	-395 890	9 661	1 705	481	2 650	-1,2	-3,3	-0,4
АО «Райффайзен-банк»	37 000	7 857	5 175	239	2 452	19,8	26,6	14
АО «Россельхозбанк»	-14 635	4 844	3 465	1 512	4 944	-121,3	-138,2	-23,7
ПАО «АКБ Российский капитал»	-13 716	356	833	350	1 281	-20,6	-16,4	-6,2
ПАО «АКБ Связь-Банк»	-3 145	184	184	66	772	-44,3	-44,3	-5,9
АО «СМП Банк»	3 922	726	443	193	527,09	25	31,1	11,3
ПАО «Совкомбанк»	36 659	7 088	6 354	229	2 635	23,3	25,2	17,3
АО «Тинькофф Банк»	23 761	5 018	5 268	1 694	2 470	33,8	32,9	22,2
ПАО «КБ УБРиР»	974	137	1 312	-	3 805	107,1	82,5	134,7
ПАО «Банк ФК Открытие»	-432 941	6 191	2 998	2 838	4 930	-2,5	-3,3	-0,7
ООО «ХКФ Банк»	17 841	3 596	1 932	223	1 961	20,6	28,9	10,8
АО «ЮниКредит Банк»	22 714	4 657	7 858	135	427	36,2	22,4	34,6

Примечание: составлено на основе данных годовой консолидированной отчетности по МСФО, размещенной на официальных сайтах банков Российской Федерации



Российская Федерация занимает 53 позицию в рейтинге по показателю «Налогообложение», что выше положения в рейтинге Республики Беларусь на 46 позиций. Общий процент налоговых изъятий из прибыли в этой стране составляет 46,3 %. Налоговая нагрузка в банковском секторе России имеет большую степень дифференциации (табл. 4).

В таблице приведены данные по наиболее крупным банковским корпорациям Российской Федерации, капитал и прибыль отчетного года (2017 г.) которых занимают подавляющую долю в капитале и прибыли банковской системы Российской Федерации в изучаемом периоде [8].

Из приведенных данных видно, что налоговая нагрузка в банковском секторе Российской Федерации распределена неравномерно. Так, расчет показателя по текущему налогу на прибыль (подлежащему уплате по итогам отчетного периода) показал, что максимальный уровень налоговой нагрузки в 2017 г. в группе изучаемых банков зафиксирован в ПАО «Банк УралСИБ» (56,9%), ПАО «КБ Восточный» (56,0 %), АО «Банк Русский Стандарт» (54,4 %). Наиболее привлекательным ведение бизнеса было в 2017 г. в ПАО «АК БАРС Банк», АО «Райффайзенбанк», ООО «ХКФ Банк», налоговая нагрузка в которых в 2017 г. была минимальной и составила 14,7 %, 19,8 % и 20,6 % соответственно.

Сравнительный анализ налоговой нагрузки в белорусской и российской банковских системах показывает, что ее уровень в Беларуси на порядок выше. При этом следует отметить, что уровень ставок по налогу на прибыль в Беларуси и доля прибыльных банков в 2017 г. значительно выше, чем в Российской Федерации.

Для постсоветских стран с высоким уровнем дохода, к каковым относятся страны Балтии, характерна невысокая налоговая нагрузка и процент изъятий из прибыли в некоторых из них ниже, чем в Беларуси и России (табл. 3).

Представленные в табл. 5 данные показывают, что налоговая нагрузка в банках Литвы также распределена неравномерно и колеблется от 27,9 % до 57,0 %. Среднее значение налоговой нагрузки по выборке банков составляет 33,8 %, что ниже общей ставки налогов и взносов по стране, составляющей 42,6 % от прибыли.

Для проводимого исследования интерес представляет изучение уровня налоговой нагрузки на банковский сектор Франции ввиду того, что в данной стране с августа 2012 г. введен налог на финансовые операции, который применяется к каждой покупке акций французской компании, чья капитализация на бирже превышает 1 млрд. евро. Ставка налога составляла 0,2%, а с 1 января 2017 г. выросла до 0,3%. Налог применяется в момент перехода собственности на акции, но спекулятивные операции, такие как перепродажа в течение одного дня или короткие покупки с перепродажей в конце месяца, налогом не облагаются [9].

Таблица 5

Расчет налоговой нагрузки по ведущим банковским группам и банкам Литвы по методологии исследования МВФ «Ведение бизнеса» за 2017 г.

Показатели	Банк Citadele		Банковская группа «Luminor»	Банк Medicinos		Всего по выборке банковских групп
	по банковской группе	индивидуально по банку		по банковской группе	индивидуально по банку	
1. Прибыль до налогообложения, тыс. евро	42 708	26 739	7 238	1 633	1 654	51 579
2. Налог на прибыль (подходный корпоративный налог):						
2.1. расход по налогу, тыс. евро	26 745	25 482	12 907	7	7	39 659
2.2. текущий налог, тыс. евро	2003	831	1341	7	7	3 351
2.3. налог, уплаченный за границей, тыс. евро	28	28	-	-	-	28
3. Налоги и сборы, кроме налога на прибыль (включая невозмещенный НДС и налоговые комиссии), тыс. евро	3 565	2 605	-	538	450	4 103
4. Расходы по социальному страхованию и обеспечению, тыс. евро	8 996	6 575	6 470	1 608	1 570	17 074
5. Налоговая нагрузка по текущему налогу, %	26,4	27,9	57,0	57,0	55,2	33,8
6. Налоговая нагрузка по расходу по налогу на прибыль, %	71,2	96,6	141,4	57,0	55,2	83,7
7. Индивидуальная налоговая нагрузка на прибыль (стр. 2.2 /стр.1 *100), %	4,7	3,1	18,5	0,4	0,4	6,5

Примечание: составлено на основе данных годовой консолидированной отчетности по МСФО, размещенной на официальных сайтах банков Литвы

Расчет налоговой нагрузки в банковской системе Франции по методологии исследования МВФ «Ведение бизнеса» за 2017 г. согласно данным консолидированной отчетности, сформированной по МСФО, представлен в табл. 6.

Приведенные в табл. 6 данные свидетельствуют о том, что по консолидированным банковским группам налоговая нагрузка, рассчитанная по текущему налогу на прибыль, варьируется в пределах 12,3 пп. – от 44,4 % до 58,7%. Размер эффективной налоговой ставки в банковской системе Франции колеблется от 19,4 % до 41,1 %.



Таблица 6

**Расчет налоговой нагрузки в банковской системе Франции
по методологии исследования МВФ «Ведение бизнеса» за 2017 г. (млн. руб.)**

Показатели	BNP Paribas	Groupe BPCE	BPI Financement	Groupe Crédit Mutuel	Credite Agricole	HSBC	Societe Generale	La Banque Postale
1. Прибыль до налогообложения	11 310	5 516	313,9	4 334	10 469	19	5 138	1 138,1
2. Налог на прибыль:								
2.1. расход (доход) по налогу	3 103	1 811	131,6	1 929	3 479	3	1 708	340,1
2.2. текущий налог	нд	675	140,5	1 889	2 665	3	нд	296,8
3. Налоги и сборы	нд	861	30,7	425	1 146	д	919	60,6
4. Расходы по соц. страхованию и обеспечению	3 542	2 328	44,8	1 155	2896	71	1 605	нд
5. Налоговая нагрузка по текущему налогу	х	44,4	55,5	58,7	46,2	х	х	х
6. Налоговая нагрузка по расходу по налогу на прибыль	х	57,4	53,2	59,3	51,8	х	55,2	х
7. Индивидуальная налоговая нагрузка на прибыль (стр. 2.2/стр.1 *100)	х	12,2	44,8	43,6	25,5	9,6	х	26,1
8. Эффективная ставка расходов по налогу на прибыль по данным отчетности, %	28,7	34,0	нд	41,1	36,41	9,4	33,9	38,89
9. Общая ставка налогов и сборов из прибыли в целом по стране согласно исследованию «Ведение бизнеса» МВФ за 2017 г.	60,4							

Примечание: составлено на основе данных [10]

Таким образом, налоговое бремя в банковских группах Франции распределено неодинаково. При этом налоговая нагрузка в банковской системе Франции довольно высока и превышает среднее значение по банковским системам рассмотренных ранее стран постсоветского пространства. Следует отметить, что Франция занимает 55 место в рейтинге стран «Ведение бизнеса 2018» по показателю «Налогообложение», и 32 место – по показателю «Условия ведения бизнеса», отставая от Российской Федерации, Казахстана и стран Балтии, но значительно опережая Республику Беларусь, несмотря на высокий уровень налоговых изъятий из прибыли в банковском секторе.

Уровень налоговой нагрузки является одним из определяющих факторов при оценке стран по привлекательности инвестиций и условиям ведения бизнеса. Ее объективная оценка и сравнительный анализ с показателями других государств позволят определить «слабые места» в налоговой политике.

Проведенный анализ показал, что в банковском секторе Республики Беларусь среди ряда стран постсоветского пространства налоговая нагрузка одна из самых высоких (по методологии Всемирного банка). Такое положение в числе

прочих факторов может способствовать сдерживанию развития банковского сектора страны, объем иностранных инвестиций в который за последние годы устойчиво снижается [11, 12].

Подводя итоги проведенного исследования, полагаем возможным отметить, что оценка налоговой нагрузки в банковской системе и решение проблем, оказывающих прямое и опосредованное влияние на ее размер, требуют дополнительного исследования, как на уровне методологического обеспечения, так и на уровне проведения сравнительного анализа информации по налоговой нагрузке для субъектов экономики (в том числе и по банкам) по странам Единого экономического пространства и другим союзным объединениям.

Список литературы

1. О состоянии государственных финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.minfin.gov.by>. – Дата доступа: 20.10.2017.
2. Налоговый кодекс Республики Беларусь. Особенная часть [Электронный ресурс] : закон Респ. Беларусь от 29 декабря. 2009 г., № 71-3 (с изм. и доп. от 9 янв.2017 г., № 15-3). – Режим доступа: <http://www.nalog.gov.by>. – Дата доступа: 20.10.2017.
3. Программа социально-экономического развития Республики Беларусь на 2016-2020 гг. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.government.by/upload/docs/program_ek2016-2020.pdf. – Дата доступа: 20.10.2017.
4. Критерии отнесения проверяемых субъектов к группе риска для назначения плановых проверок [Электронный ресурс]: утв. Указом Президента Респ. Беларусь от 16 октября 2009 г., № 510 (с изм. и доп.). – Режим доступа: <http://www.pravo.by/document/?guid=3871&p0=P30900510>. – Дата доступа: 20.10.2017.
5. Банковский сектор Республики Беларусь. Краткая характеристика устойчивости функционирования [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/publications/banksector>. – Дата доступа: 20.10.2017.
6. Налогообложение // Doing Business. Оценка Бизнес Регулирования [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://russian.doingbusiness.org/Methodology/Paying-Taxes>. – Дата доступа: 20.10.2017.
7. Рейтинг стран // Doing Business. Оценка Бизнес Регулирования [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://russian.doingbusiness.org/ru/rankings>. – Дата доступа: 20.11.2018.
8. Сводная статистическая информация по крупнейшим банкам Российской Федерации по состоянию на 1 января 2018 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8641/svst01012018.pdf>. – Дата доступа: 15.11.2018.
9. Европа присматривается к налогу на финансовые операции [Электронный ресурс] // Инвест.Форсайт. – ноябрь, 2018. – Режим доступа: <https://www.if24.ru/evropa-nalog-na-finoperatsii>. – Дата доступа: 20.11.2018.
10. Données granulaires.Banque.2017 [Electronic resource]. – Access mode: <http://webstat.banque-france.fr/fr/downloading.do>. – Date of access: 02.11.2018.



11. В 2017 г. объем прямых иностранных инвестиций сократился на 4,6% [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://naviny.by/new/20180214/1518604504-v-2017-godu-obem-pryamyh-inostrannyh-investitsiy-sokratilsya-na-46>. – Дата доступа: 28.11.2018.
12. Финансовая стабильность в Республике Беларусь в 2017 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.nbrb.by/Publications/finstabrep/FinStab2017.pdf>. – Дата доступа: 28.11.2018.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Будникова О.Н. Межстрановой сравнительный анализ налоговой нагрузки в банковском секторе экономики (на примере Беларуси, России, Литвы и Франции) // Пермский финансовый журнал, 2018 № 2 (19). С. 99 – 114.

Olga N. Budnikova

Applicant

Establishment of education "The Belarusian state economic university"

Minsk, Republic of Belarus

Intercountry comparative analysis of tax burden in the banking sector of economy (on the example of Belarus, Russia, Lithuania and France)

Abstract. The object of the research is the level of tax burden in the banking sector of economy of Republic of Belarus, Russia, Lithuania and France. The research objective is comparative assessment of level of tax burden in the banking sector of Republic of Belarus, Russia, Lithuania and France.

The hypothesis of the research assumes that the official techniques of assessment of tax burden used in Republic of Belarus do not allow to determine its level objectively. Consequently, the banking sector can be considered as the industry with low level of tax burden. Such position has led to the establishment of the raised rates of income taxes in the banking sector and reduced investment attractiveness of this sector of economy alongside with the influence of other factors. While calculating tax burden in the banking sector was used the technique applied by the World Bank when carrying out the research "Business". The comparative analysis of level of tax withdrawals from profit in banks of Republic of Belarus, the Russian Federation, Lithuania, France and was carried out.

As a result of the research it was established that the banking sector of Republic of Belarus has rather high burden and alongside with other factors it can have negative impact on realization of conducting banking business in this country.

Keywords: tax, tax burden, banking sector, rating, problems of objective assessment of taxing level of withdrawals, intercountry analysis

References

1. About a condition of public finances of Republic of Belarus [An electronic resource]. – Access mode: <http://www.minfin.gov.by>. – Date of access: 20.10.2017.
2. Tax Code of Republic of Belarus. Special part [Electronic resource]: the law of Republic Belarus from 29.12.2009, No. 71-Z (with amendment and, additional

- from 9 January.2017, No. 15-Z). – Access mode: <http://www.nalog.gov.by>. – Date of access: 20.10.2017.
3. The program of social and economic development of Republic of Belarus for 2016-2020 [An electronic resource]. – Access mode: http://www.government.by/upload/docs/program_ek2016-2020.pdf. – Date of access: 20.10.2017.
 4. Criteria of reference of the checked subjects to risk group for purpose of planned inspections [An electronic resource]: утв. The decree of the President of Republic Belarus of October 16, 2009, No. 510 (with amendment and additional). – Access mode: <http://www.pravo.by/document/?guid=3871&p0=P30900510>. – Date of access: 20.10.2017.
 5. Banking sector of Republic of Belarus. Short characteristic of stability of functioning [Electronic resource]. – Access mode: <https://www.nbrb.by/publications/banksector>. – Date of access: 20.10.2017.
 6. Taxation//Doing Business. Assessment Regulation Business [Electronic resource]. – Access mode: <http://russian.doingbusiness.org/Methodology/Paying-Taxes>. – Date of access: 20.10.2017.
 7. Rating of the countries//Doing Business. Assessment Regulation Business [Electronic resource]. - Access mode: <http://russian.doingbusiness.org/ru/rankings>. – Date of access: 20.11.2018.
 8. Summary statistical information on the largest banks of the Russian Federation as of January 1, 2018 [An electronic resource]. - Access mode: <https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8641/svst01012018.pdf>. – Date of access: 15.11.2018.
 9. Europe looks narrowly at a tax on financial transactions [An electronic resource]//Invest. Forsythe. – November, 2018. – Access mode: <https://www.if24.ru/evropa-nalog-na-finoperatsii>. – Date of access: 20.11.2018.
 10. Données granulaires.Banque.2017 [Electronic resource]. - Access mode: <http://webstat.banque-france.fr/fr/downloading.do>. - Date of access: 02.11.2018.
 11. In 2017 the volume of direct foreign investments was reduced by 4,6% [An electronic resource]. – Access mode: <https://naviny.by/new/20180214/1518604504-v-2017-godu-obem-pryamyh-inostrannyh-investiciy-sokratilsya-na-46>. – Date of access: 28.11.2018.
 12. Financial stability in Republic of Belarus in 2017 [An electronic resource]. – Access mode: <https://www.nbrb.by/Publications/finstabrep/FinStab2017.pdf>. – Date of access: 28.11.2018.

Please cite this article in English as:

Budnikova O.N. (2018), “Intercountry comparative analysis of tax burden in the banking sector of economy (on the example of Belarus, Russia, Lithuania and France)”, *Perm Financial Review*, no. 2 (19), pp. 99 – 114.



УДК 336.581

Черемисинова Диана Валерьевна,*старший преподаватель кафедры «Финансы и кредит»,**obsidian78@mail.ru***Тарасенко Сергей Викторович,***к.э.н., заведующий кафедрой «Финансы и кредит»,**serg.taras76@gmail.com***Скороход Александра Анатольевна,***студент 2 курса магистратуры,**кафедра «Финансы и кредит»**zaichikowa.aleksandra2016@yandex.ru**ФГАОУ ВО «Севастопольский государственный университет»**г. Севастополь, Россия*

Зарубежный опыт финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства и возможность его имплементации

Аннотация. Статья посвящена проблемам финансирования инфраструктурных проектов на основе систематизации зарубежного опыта, в частности, в сфере реализации государственно-частного партнерства. Доказывается необходимость реализации взвешенного подхода к инфраструктурной политике, что позволит РФ выйти на траекторию экономического роста и преодолеть явления социально-экономической деградации.

Цель статьи заключается в исследовании зарубежного опыта финансирования инфраструктурных проектов на основе практики ГЧП и возможность его имплементации в РФ.

В качестве методов исследования применялись теоретические методы научного познания. Рассмотрены основные источники и инструменты финансирования инфраструктурных проектов, в т.ч. с позиции инвестиционной привлекательности для различных групп инвесторов. Проведен сравнительный анализ практики реализации ГЧП за рубежом. Выявлены общие черты, присущие проектам в сфере ГЧП. Показано, что комплекс решений по мобилизации значительных объемов финансовых ресурсов для масштабной инфраструктурной модернизации заключается в создании определенных механизмов взаимодействия государства и частных инвесторов.

Ключевые слова: финансирование инфраструктуры, инфраструктурный дефицит, государственно-частное партнёрство, инструменты финансирования, мезонинное финансирование, волатильность денежного потока, доходность на вложенный капитал, институциональные инвесторы

* Статья опубликована по результатам XVI Международной научно-практической конференции «Современный финансовый рынок», 21 декабря 2018 г., г. Пермь

Модернизация российской экономики в значительной мере определяется необходимостью преобразований во всех сферах хозяйствования. Очевиден тот факт, что диверсификация отечественной экономики, ее технологическое перевооружение не может происходить без соответствующей инфраструктурной модернизации. Без продуманной, взвешенной политики в области инфраструктурной модернизации консервация нынешней, исчерпавшей себя экспортно-сырьевой модели роста приведет к необратимому отставанию страны не только от уровня развитых стран-лидеров, но и активно развивающихся. В то же время реализация активной политики в области инфраструктуры для перехода страны к технологической модернизации и современным инновационным формам хозяйствования является обязательным условием преодоления последствий дестабилизации социально-экономического развития, наблюдавшейся последние годы. Кроме того, неравномерное инфраструктурное обеспечение угрожает дальнейшей социально-экономической дифференциацией территорий, неравномерностью развития регионов, усилением центробежной территориальной эволюции страны при ухудшении благосостояния населения. Эффективная политика в области инфраструктуры может способствовать снижению перечисленных выше дезинтеграционных процессов. Таким образом, тот факт, что без радикального обновления инфраструктуры войти в число развитых стран невозможно, является неоспоримым. Инфраструктурная политика должна лежать в конструктивной плоскости, заключаться в поиске реальных управленческих технологий, направленных на эффективное решение конкретных социально-экономических проблем регионов и территорий.

Значительный неудовлетворенный спрос на создание, модернизацию и поддержание общественной инфраструктуры существует во всем мире. Согласно докладу Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), мировая потребность в новых инфраструктурных активах до 2030 г. составит 90 трлн. дол. США [1], т.е. ежегодные инвестиционные вложения должны быть не менее 6 трлн. дол. США. Однако на сегодняшний день совокупные инвестиционные вложения в инфраструктурные активы составляют только 3 трлн. дол. США, следовательно, ежегодный инфраструктурный дефицит достигает 50%. Что касается развивающихся стран, то в докладе Всемирного банка сделан вывод о необходимости в период с 2014 по 2020 год ежегодных инвестиций в размере 836 млрд. дол. США, что составляет 6,1 % от текущего валового внутреннего продукта, для удовлетворения нового спроса на инфраструктуру и поддержания уровня обслуживания существующих инфраструктурных активов [2].

Также, по оценке Всемирного банка, совокупные расходы на реализацию инвестиционных проектов в Российской Федерации должны достигать 4-5% ВВП, чтобы нивелировать существующее отставание, а для достижения приемлемых темпов роста экономики они должны быть еще выше [2].

Традиционно так сложилось, что инвестиции в инфраструктуру финансировались, в основном, за счет государственных средств в связи с важностью объектов инфраструктуры как источника общественных благ. Правительства выступали главным заказчиком, распорядителем средств и бенефициаром. Однако ряд негативных факторов, таких как растущий бюджетный дефицит, увеличение государственного долга по отношению к ВВП, зачастую неспособность государственного сектора обеспечить приемлемую эффективность инвестиционных расходов и заданный уровень социально-



экономический эффективности инфраструктурных благ, во многих странах привели к сокращению объема государственных средств, выделяемых на инфраструктуру. Кроме того, в государственном секторе часто отсутствуют технологии, мотивация и компетенции, необходимые для эффективного инвестирования и развития инфраструктуры. Поэтому поиск альтернативных источников, разработка и внедрение инновационных инструментов финансирования, является крайне актуальной задачей как в национальном, так и мировом масштабе.

При финансировании инфраструктурных проектов могут быть использованы различные каналы поступления капитала. При этом возможно сочетание как различной структуры капитала, так и использование разнообразных финансовых инструментов для привлечения и секьюритизации доходов на вложенный капитал. В основе такой классификации лежит разделение капитала на собственный, заемный и смешанный. Наиболее полная классификация инструментов, методов и участников финансирования инфраструктурных проектов рассмотрена в работе [3].

В 2017 г. на долю заемного финансирования приходилось 70% совокупных инфраструктурных инвестиций в мире [4]. Заемное финансирование обычно реализуется либо путем выпуска облигаций, либо путем прямого или синдицированного кредитования.

Инвестиционные вложения в инфраструктурные проекты часто имеют более высокий уровень финансового рычага, нежели вложения, не связанные с инфраструктурой, что обусловлено более низкой волатильностью денежных потоков по ним, а также готовностью спонсоров инфраструктурных проектов принимать более высокие уровни задолженности. Долговые инструменты составляют порядка 70-90% от общей капитализации инфраструктурных проектов.

Гибридные инструменты, такие как субординированный долг, привилегированные акции и гибридные облигации, позволяют на основе схем мезонинного финансирования путем поглощения потерь по кредитам старших траншей улучшить качество заимствований. Такой вариант финансирования также обеспечивает более высокую доходность, чем у долговых инструментов, может также включать права участия в капитале, что представляет определенный интерес для некоторых институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды.

Собственный капитал имеет решающее значение для финансирования инвестиций в инфраструктуру в качестве основного источника рискованного капитала при иницировании проекта или его рефинансировании. Поскольку акционеры заинтересованы в максимизации отдачи на вложенный капитал, то в случае инфраструктурных проектов такая цель может быть достигнута за счет максимизации дивидендной доходности, т.к. потенциальный рост курсовой стоимости таких акций, как правило, низок. В случае частного инвестирования решающее значение могут иметь также другие требования инвесторов, в частности, такие как стратегия выхода. На долю финансирования за счет собственного капитала в 2017 г. приходилось 26% глобальных вложений в инфраструктурные проекты [3].

Не вызывает сомнения тот факт, что рынок капитала является ключевой основой для мобилизации долгосрочных фондов инфраструктурных инвестиций. Краткосрочный профиль финансирования денежного рынка делает его непригодным для инвестиций в инфраструктурные проекты, поэтому рынок капитала должен создавать благоприятные условия для формирования долгосрочного финансирования и активного участия частного сектора в развитии инфраструктуры. Кроме того, рынок капитала предлагает широкий диапазон финансовых инструментов, там представлены различные категории инвесторов, что в совокупности способствует мобилизации значительного объема средств. В результате устойчивое рыночное финансирование может сыграть важную роль в устранении разрыва между спросом и предложением ресурсов для долгосрочного финансирования при реализации масштабных проектов по модернизации объектов инфраструктуры.

В этом контексте большое внимание уделяется институциональным инвесторам, поскольку они заинтересованы в долгосрочных финансовых активах, имеющих гарантированную стабильную доходность с незначительной волатильностью на протяжении длительного периода времени. Поэтому, учитывая долгосрочный характер финансирования инфраструктурных проектов, привлечение институциональных инвесторов на современном этапе является приоритетной задачей для многих стран.

Так, согласно данным Национальной ассоциации концессионеров и долгосрочных инвесторов в инфраструктуру (НАКДИ), максимальное представительство в пятёрке крупнейших инвесторов по абсолютному размеру инфраструктурных активов у пенсионных фондов Канады (44,4 млрд. дол. США): Инвестиционная компания, управляющая активами канадской пенсионной системы (Canada Pension Plan Investment Board), – 18,2 млрд. дол. США; Пенсионный фонд учителей Онтарио (Ontario Teachers' Pension Plan) – 13,2 млрд. дол. США; Пенсионный фонд муниципальных служащих Онтарио (OMERS) – 13 млрд. дол. США. В пятёрку также вошёл Государственный пенсионный фонд южной Кореи (National Pension Service) – 16 млрд. дол. США.

Абсолютными лидерами по объёму инфраструктурных инвестиций стали суверенные фонды Китая и ОАЭ: Китайская Инвестиционная Корпорация (China Investment Corporation) – свыше 40 млрд. дол. США; Инвестиционное управление Абу-Даби (Abu Dhabi Investment Authority) – 24,8 млрд. дол. США [5].

Стабильность и долгосрочная предсказуемость денежных потоков делают инфраструктуру потенциально привлекательным предложением для институциональных инвесторов.

Опыт зарубежных стран показывает, что эффективным решением проблемы поиска агентов по финансированию и реализации проектов в области инфраструктуры может стать государственно-частное партнерство (ГЧП). Актуальность данного исследования обусловлена тем, что на сегодняшний день государство испытывает острую потребность в средствах для обеспечения развития регионов. В таком случае альянс с частным бизнесом может стать решением вопросов реализации масштабных проектов, которые бы способствовали модернизации инфраструктуры, территориальному и региональному развитию.



ГЧП представляют собой форму сотрудничества между общественным сектором (государством) и бизнесом, на основе соглашения о совместной деятельности для достижения общей цели или выполнения конкретной задачи при совместном распределении рисков и обязанностей на основе объединения ресурсов и компетенций.

При этом за государством в качестве основных задач закрепляются следующие: ликвидация «провалов рынка», поддержание производства и распределение общественных благ. Однако, в силу влияния ряда факторов (в частности, отсутствия здоровой конкуренции), государство не может достаточно эффективно справляться с поставленными задачами. Решение данной проблемы лежит в плоскости делегирования государством части своих функций хозяйствующим субъектам. Это, в свою очередь, будет способствовать одновременному росту качества производимых благ и их стоимостного удешевления. Следовательно, необходимо формирование благоприятных условий в экономической системе, направленных на укрепление взаимоотношений субъектов партнерства.

В мировой практике ГЧП обычно рассматривается в разрезе следующих аспектов:

- 1) с точки зрения теоретико-методологического подхода как система экономических отношений, возникающих между государством и его органами власти, с одной стороны, и частного сектора, с другой, что находит отражение в качестве инструмента регулирования и полноценного развития экономической жизни на всех уровнях;
- 2) с практической точки зрения как определенный проект, совместно реализуемый государством и частными партнерами по созданию/модернизации определенных объектов, в т.ч. инфраструктурных.

Государственно-частное партнерство является молодым элементом системы интегрированных связей мирового хозяйства. Партнерские отношения между государственным и частным секторами (ГЧП) играют важную роль в обеспечении конкуренции частного сектора и государственных монополий в области развития инфраструктуры и предоставления услуг, а также в объединении материальных, трудовых, финансовых, интеллектуальных и иных ресурсов как государственного, так и частного бизнеса для более эффективного удовлетворения общественных потребностей.

Мировая практика знает несколько популярных методов финансирования проектов государственно-частного партнерства. Так, поиск методов достижения намеченной цели в 1992 г. привел Великобританию к построению принципиально новой формы отношений - «частной финансовой инициативе» [6]. Её сущность состояла в том, что всем негосударственным предприятиям предоставлялась возможность на условиях возвратности принять участие в финансировании строительства или работ по реконструкции перечня объектов социального значения. Такой принцип работы стал фундаментом института государственно-частного партнерства, с течением времени опыт перенимался другими странами. На сегодняшний день Великобритания имеет за плечами продолжительный опыт использования ГЧП, в основном, реализуемый в консорциумной форме. Согласно такой системе взаимоотношений, между государством и частным сектором

закljučается долгосрочный контракт, а финансирование сторон происходит в течение жизни проекта. Для фиксации целей и задач оформляется дорожная карта, где указывается перечень условий, при котором государство имеет право прекратить его выполнение. Следует отметить, что прекращение договоренности – сложный процесс, поэтому стороны заинтересованы в обоюдном соблюдении требований. Количество реализуемых проектов в рамках данной модели достигло 720, основные сферы деятельности – медицинская (Strategic Health Authorities), образовательная (Building Schools for the Future) и железнодорожная (возведение Hatfield).

В Германии ГЧП приобрело популярность с начала 90-х гг. XX в. При этом государству была отведена регулирующая роль, дополнительно стали формироваться институты партнерства, которые занимались разработкой рекомендаций по повышению эффективности сотрудничества с частным капиталом. Отличительными чертами немецкой системы является одновременное существование двух подходов к организации - сетевой (с отсутствием четкого механизма вертикали, разделением долей финансирования) и оперативных групп (ответственность за финансирование с учетом делегирования функций берет на себя определенная группа). Последние несколько лет наблюдается тенденция к созданию специальных советов по поддержке институтов ГЧП [7].

Во Франции ГЧП имеет строгую законодательную базу, поскольку рассматривается как одна из форм эффективного развития экономики. Основными сферами реализации являются образование, здравоохранение, развитие спортивных комплексов, строительство социально-значимых объектов, модернизация дорог. Основной формат сотрудничества – концессии, согласно которым частный сектор берет на себя 75% ответственности.

Широкую популярность взаимодействие государства и частного капитала приобрело на территории США и Канады. На сегодняшний момент рассматривается как перспективный элемент государственного планирования. Поддержка государства направлена на развитие нескольких областей одновременно: образование, транспорт, освоение космоса, окружающая среда, автодороги, внедрение инноваций. При этом государство отвечает за контроль и регулирование процессов на каждом этапе реализации проекта, материально поощряя инициативу частного сектора путем предоставления лицензий на право использования научных и технических достижений, присуждения национальной премии. Характерными особенностями реализации ГЧП в США являются:

- ответственность за инфраструктуру преимущественно государственных, местных и муниципальных органов власти;
- разнообразие правовой / нормативной базы в разных юрисдикциях;
- надежность рынка субсуверенных долгов (муниципальные облигации);
- частная собственность во многих секторах, куда за рубежом только входит частный капитал [8].

На основании обобщения зарубежного опыта в сфере ГЧП можно сделать вывод о многообразии типов структур реализации взаимодействия государства и



частного бизнеса, но при этом большинство из них имеют следующие схожие характеристики:

- представляет собой, как правило, долгосрочное соглашение на договорной основе;
- в большинстве случаев не происходит полного перехода собственности на активы к частному капиталу;
- механизм обеспечивает контроль затрат для государственного сектора;
- подрядчик из частного сектора принимает на себя риски и ответственность за проектирование, строительство, финансирование, техническое и оперативное обслуживание объекта;
- государственный сектор сохраняет стратегический контроль за предоставлением услуг, может сохранять определенные риски, которые он способен обрабатывать более эффективно, чем частный сектор, и либо уступает выручку от актива, либо производит платежи за производительность;
- денежный поток частному сектору либо поступает непосредственно от проекта (существует риск дохода), либо представляет собой поток платежей от правительства (оплата доступности);
- основная часть стоимости в ГЧП зависит от эффективности проектирования, строительства, эксплуатации и обслуживания актива или услуги, а не от финансовой инженерии.

Однако следует принимать во внимание и то, что как в мировой, так и в российской практике результаты реализации ГЧП зачастую имеют неоднозначный характер. Ряд исследователей выступают с критикой практики ГЧП, относительно ее эффективности ведутся дискуссии и предлагается различная аргументация за и против. В исследовании [10] приводятся такие недостатки ГЧП как: длительный период разработки нормативно-правовой базы; необходимость государственных гарантий; неоптимальность аллокации рисков; более высокая стоимость реализации проекта нежели только за счет государственного финансирования, поскольку государство может обеспечить привлечение более дешевых источников финансирования.

На основе анализа зарубежного опыта определены ключевые факторы процессов развития, становления и использования института партнерства [9]:

- форма государственного устройства. Формирование ГЧП в государствах с федеративным устройством (например, в США) осуществляется на уровне субъектов федерации, а в странах с унитарной формой (в Великобритании) – на уровне высших государственных органов власти. Следует обратить внимание, что такое разделение является относительно условным. Так, Канада считается федеративным государством, но там широкую популярность приобрело государственно-частное партнерство не только на федеративном уровне, но и на уровне субъектов.

- правовая государственная система. По сравнению со странами, в которых преобладает англо-саксонская система права, романо-германские государства в государственно-частном партнерстве меньше акцентируют внимание на построении смешанных и частных по собственности объектов, а отношения договора занимаются регулированием, в большей мере, вопросов создания государственных объектов.

Одним из основных направлений реализации программ государственно-частного партнерства является рост конкурентных преимуществ национальной экономики. Инфраструктура определяет конкурентоспособность экономики, логистическую доступность, способствует улучшению уровня и качества жизни населения, т.е. определяет долгосрочные социально-экономические эффекты. Однако реализация таких капиталоемких долгосрочных и связанных с рисками проектов предъявляет нестандартные требования к их финансовому обеспечению и сопряжено с целым рядом особенностей, что ограничивает участие в них частного капитала.

В случае, если государство берет на себя активную направляющую роль в процессе решения масштабных задач инфраструктурной модернизации, задав ориентир для частного капитала, то это даст гораздо больший положительный эффект, нежели индивидуальный лоббизм проектов, полностью непрозрачный для общественной экспертизы и контроля, когда реализация социально значимых или перспективных проектов, способствующих обеспечению конкурентоспособности экономики территории, региона или всей страны, доверяется субъектам хозяйствования, не являющимися объективно лучшими, а имеющим лоббистский потенциал.

Как показывает опыт других стран, не рыночная стихия, а именно правильный выбор точек приложения для концентрации материальных, трудовых, финансовых и иных ресурсов имеет важнейшее значение для устойчивого роста экономики страны. При этом роль государства заключается в том числе в оценке основных системных угроз для экономики, формировании рекомендаций относительно наиболее желательных направлений инвестиционной активности частного капитала в реализации ГЧП-проектов, использовании прямых и косвенных методов и инструментов привлечения и стимулирования бизнеса в инфраструктурные проекты. Очевидно, что частный капитал руководствуется прежде всего принципом получения максимальной отдачи на вложенный капитал, однако, действуя в русле государственных приоритетов, имеет возможность получить гарантированный доход на инвестированные средства в зависимости от схемы реализации ГЧП, при этом снизив риски благодаря их перераспределению между участниками проекта.

Одной из ключевых проблем реализации проектов ГЧП на сегодняшний день по-прежнему также остается правильный выбор фундаментальных приоритетов. Основной задачей государственного регулирования в таком случае становится достижение оптимальных результатов. Несмотря на особенности реализации структурной политики, она предусматривает наличие четких государственных приоритетов.



Постепенное увеличение доходности выбранных направлений реализации политики в области инфраструктурных проектов, расширение процесса reinvestирования в эти направления и действие эффекта мультипликатора инвестиций позволяет достичь определенного результата. Однако для его достижения необходимо подчинение данной целевой установке всего инструментария экономической политики, включая фискальную и денежно-кредитную политику, институциональные и организационные трансформации. Следует отдавать предпочтение тем проектам, которые помимо экономического и (или) социального эффекта будут способны обеспечить наибольший мультипликационный эффект прироста занятости и вовлечения дополнительных (вспомогательных) субъектов хозяйствования. В работе Д.А. Татаркина и др. обосновано, что мультипликативный эффект реализации проектов ГЧП следует рассматривать как комплексное влияние, оказываемое проектом на экономическую систему по цепи межотраслевых связей, определяемых косвенными эффектами выгод (при использовании выпускаемой продукции, работ, услуг и создании возможностей применения факторов производства) и затрат (при обеспечении поставок продукции и использовании ресурсов) [11].

Бизнес не имеет достаточной экономической мотивации к участию в ГЧП вследствие, как правило, низкого уровня рентабельности инфраструктурных проектов, необходимости концентрации значительных финансовых ресурсов для обеспечения финансирования проекта, высоких рисков, значительной продолжительности реализации проектов.

На концептуальном уровне одним из важнейших вопросов является вопрос финансового обеспечения реализации политики в области инфраструктуры, т.е. вопрос выбора источников, за счет которых будет осуществляться финансирование инфраструктурных проектов, а также каким образом будет проводиться их мобилизация и целевое использование. Кроме того, немаловажным является вопрос о том, каким должен быть экономический механизм, обеспечивающий заинтересованность бизнеса в активном участии в инфраструктурных проектах. Ключевая роль отводится и проблеме обеспечения прозрачности входящих и исходящих финансовых потоков по таким проектам, а также проблема обеспечения эффективной оценки и контроля рисков реализации и целевого использования предоставленных средств.

Список литературы

1. McKinsey Global Institute Bridging global infrastructure gaps // McKinsey&Company, 2016. 48 p.
2. Ruiz-Núñez F., Wei Z. Infrastructure Investment Demands in Emerging Markets and Developing Economies // Policy Research Working Paper No. 7414, World Bank, Washington, DC, 2015.
3. OECD Infrastructure Financing Instruments and Incentives. // Paris: OECD Publishing, 2015 . 74 p.
4. Saha D., Hong S. H., Shao A., Modi A., Zemlytska I. Private participation in infrastructure (PPI) annual report 2017 (English) // Washington, D.C.: World

Bank Group. [Электронный ресурс]. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/658451524561003915/Private-participation-in-infrastructure-PPI-annual-report-2017>

5. Долгосрочные институциональные инвестиции в инфраструктуру России на основе концессии: итоги 2017 г. // Годовой аналитический доклад НАКДИ. 2017. - 79 с. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.investinfra.ru/godovoj-doklad-2017>
6. Corner D. The United Kingdom Private Finance Initiative: The Challenge of Allocating Risk // OECD Journal on Budgeting, 2006, vol. 5, no. 3, pp. 37–55 [Электронный ресурс]. URL: <https://www.oecd.org/governance/budgeting/43479923.pdf>
7. Delmon J. Private Sector Investment in Infrastructure: Project Finance, PPP Projects and Risk // The World Bank and Kluwer Law International. 2009. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.fa.ru/org/chair/gchp/Documents/biblio/Private%20sector%20investment%20in%20infrastructure%2C%20Jeffrey%20Delmon.pdf>
8. Van Ham H., Koppenjan J. Building Public-private partnerships: assessing and managing risks in port development // Public Management Review, 2001, vol. 4, no. 4, pp. 593–616. [Электронный ресурс]. URL: https://www.researchgate.net/publication/254348156_Building_public-private_partnerships_Assessing_and_managing_risks_in_port_development
9. Белицкая А.В. Правовое регулирование государственно-частного партнерства: Монография / Белицкая А.В. - М.: Статут, 2012. - 191 с.
10. Бакке Х. Государственно частное партнерство - невыгодно и нецелесообразно // Отчет Халлварда Бакке, 2011. – 45 с. [Электронный ресурс]. URL: www.alswu.ru/%2Fdocuments%2Fhallvard_bakke_gosudarstvenno-chastnoe_partnerstvo_nevygodno_i_necelесообразно.pdf
11. Татаркин Д.А., Сидорова Е.Н., Трынов А.В. Методические основы оценки мультипликативных эффектов от реализации общественно значимых инвестиционных проектов // Вестник УрФУ. Серия «Экономика и управление». 2015. № 4. С. 574–587.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Черемисинова Д.В., Тарасенко С.В., Скороход А.А. Зарубежный опыт финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства и возможность его имплементации // Пермский финансовый журнал, 2018 № 2 (19). С. 115-126.



Diana V. Cheremisinova,

senior lecturer, Department of Finance and credit,

obsidian78@mail.ru

Sergei V. Tarasenko,

PhD, Chair of Department of Finance and Credit,

serg.taras76@gmail.com

Alexandra A. Skorokhod

student of the 2nd year of a master's degree,

zaichikowa.aleksandra2016@yandex.ru

Sevastopol State University,

Sevastopol, Russia

Foreign experience of financing infrastructure projects based on public-private partnership and the possibility of its implementation

Abstract. The article is devoted to the problems of financing infrastructure projects based on the systematization of foreign experience, in particular, in the implementation of public-private partnerships. It proves the need to implement a balanced approach to infrastructure policy, which will allow the Russian Federation to enter the trajectory of economic growth and overcome the phenomena of social and economic degradation.

The aim of the paper is to study foreign experience in financing infrastructure projects based on the practice of PPP and the possibility of its implementation in the Russian Federation.

Theoretical methods of scientific knowledge are used as research methods. The main sources and instruments of financing infrastructure projects, including from the position of investment attractiveness for various groups of investors. A comparative analysis of the practice of the implementation of PPP abroad. Identified common features inherent in projects in the field of PPP. It is shown that the complex of solutions for the mobilization of significant amounts of financial resources for large-scale infrastructure modernization is to create certain mechanisms of interaction between the state and private investors.

Keywords: infrastructure financing, infrastructure gap, public-private partnership, financing instruments, mezzanine financing, cash flow volatility, return on invested capital, institutional investors

References

1. McKinsey Global Institute Bridging global infrastructure gaps. McKinsey&Company. 2016. 48 p.
2. Ruiz-Núñez F., Wei Z. Infrastructure Investment Demands in Emerging Markets and Developing Economies. Policy Research Working Paper No. 7414. World Bank. Washington, DC. 2015. 26 p.
3. OECD Infrastructure Financing Instruments and Incentives. Paris: OECD Publishing. 2015 . 74 p.

4. Saha D., Hong S. H., Shao A., Modi A., Zemlytska I. Private participation in infrastructure (PPI) annual report 2017 (English). Washington, D.C.: World Bank Group. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/658451524561003915/Private-participation-in-infrastructure-PPI-annual-report-2017>
5. Long-term institutional investments in the infrastructure of Russia on the basis of the concession: the results of 2017 year. Annual Analytical Report NACDI. 2017. 79 p. URL: <https://www.investinfra.ru/godovoj-doklad-2017>
6. Corner D. The United Kingdom Private Finance Initiative: The Challenge of Allocating Risk. OECD Journal on Budgeting. 2006. Vol. 5. No. 3. P. 37–55. URL: <https://www.oecd.org/governance/budgeting/43479923.pdf>
7. Delmon J. Private Sector Investment in Infrastructure: Project Finance, PPP Projects and Risk. The World Bank and Kluwer Law International. 2009. URL: <http://www.fa.ru/org/chair/gchp/Documents/biblio/Private%20sector%20investment%20in%20infrastructure%2C%20Jeffrey%20Delmon.pdf>
8. Van Ham H., Koppenjan J. Building Public-private partnerships: assessing and managing risks in port development. Public Management Review. 2001. Vol. 4. No. 4. P. 593–616. URL: https://www.researchgate.net/publication/254348156_Building_public-private_partnerships_Assessing_and_managing_risks_in_port_development
9. Belitskaya A.V. Law regulation of public-private partnership: Monograph. M.: Statute. 2012. 191 p.
10. Bakke H. Public-private partnership is unprofitable and impractical. Hallvard Bakke Report. 2011. 45 p. URL: www.alswu.ru%2Fdocuments%2Fhallvard_bakke_gosudarstvenno-chastnoe_partnerstvo_nevygodno_i_necelesoobrazno.pdf
11. Tatarkin D. A., Sidorova E. N., Trynov A. V. Methodical bases for evaluating the multiplicative effects of the implementation of socially significant investment projects. Vestnik UrFU. Series «Economics and Management». 2015. No. 4. P. 574–587.

Please cite this article in English as:

Cheremisinova D.V., Tarasenko S.V., Skorokhod A.A. (2018), “Foreign experience of financing infrastructure projects based on public-private partnership and the possibility of its implementation”, *Perm Financial Review*, no. 2 (19), pp. 115 – 126.



УДК 336

Мельников Алексей Евгеньевич

*к.э.н., доцент кафедры финансов,
кредита и биржевого дела
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»*

*г. Пермь, Россия**melnikov-ae@yandex.ru*

К статье Черемисиновой Д.В., Тарасенко С.В., Скороход А.А. «Зарубежный опыт финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства и возможность его имплементации»

Аннотация. Представлен ответ на статью Черемисиновой Д.В., Тарасенко С.В., Скороход А.А. «Зарубежный опыт финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства и возможность его имплементации» [Пермский финансовый журнал, №2(19) 2018].

Высказано мнение и критические замечания на подходы к проблеме, рассматриваемой авторами научной статьи.

Ключевые слова: финансирование инфраструктуры, инфраструктурный дефицит, государственно-частное партнёрство, инструменты финансирования, мезонинное финансирование, волатильность денежного потока, доходность на вложенный капитал, институциональные инвесторы

* Статья опубликована по результатам XVI Международной научно-практической конференции «Современный финансовый рынок», 21 декабря 2018 г., г. Пермь

Проблема финансирования инфраструктурных проектов, бесспорно, интересна и актуальна, и справедливо отмечают авторы, «...что диверсификация отечественной экономики, ее технологическое перевооружение не может происходить без соответствующей инфраструктурной модернизации». Но, читая статью, возникает вопрос: «О какой инфраструктуре идет речь?» Представляется целесообразным разделять инфраструктуру российской экономики, инфраструктуру финансового рынка, социальную инфраструктуру и пр.

«Традиционно, так сложилось, что инвестиции в инфраструктуру финансировались, в основном, за счет государственных средств в связи с важностью объектов инфраструктуры как источника общественных благ», – пишут авторы. И тут становится совсем непонятно: идет ссылка на СССР, где кроме личной собственности было два вида собственности – государственная и кооперативная, т.е. тоже государственная, но переданная в безвозмездное пользование крестьянству, которую финансировал и создавал – собственник, т.е. государство; или речь идет о рыночной экономике, где результаты функционирования общественного сектора воплощаются в общественных благах, которые чаще представляют собой различного рода услуги, либо созданные полезные эффекты, предназначенные для совместного потребления? Общественные блага обладают двумя основными свойствами – неконкурентностью и неисключаемостью, взаимосвязаны между собой, имеют специфические особенности производства (положительные или отрицательные внешние эффекты, информационную асимметрию) и, главное, не имеют целью получение прибыли, что и требует при производстве общественных благ бюджетного финансирования и способствует появлению некоммерческих организаций.

Так статья 69 «Бюджетные ассигнования» Бюджетного кодекса РФ не предусматривает выделение бюджетных средств на инвестиции в инфраструктуру экономики или финансового рынка, инвестиции предусмотрены на выполнение государственного задания и предоставление государственных услуг. Для полноты картины необходимо рассмотреть и систему государственных закупок как одну из альтернатив ГЧП, на которые предоставляются бюджетные ассигнования (без этого сформулировать эффективность ГЧП в рамках применения зарубежного опыта проблематично). Авторы используют вместо понятной терминологии: бюджетные ассигнования, бюджетное финансирование, реальные инвестиции и т.д., термин – «...устойчивое рыночное финансирование», который требует обоснования, особенно по критерию устойчивости.

Рассматривая возможность применения государственно-частного партнерства в РФ необходимо сформулировать доказательную базу необходимости использования зарубежного опыта. ГЧП в РФ регулируется двумя основными федеральными законами № 224-ФЗ от 13.07.2015 г. «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» и №115-ФЗ от 21.07.2005 г. «О концессионных соглашениях». Законодатель определил формы и порядок применения ГЧП на территории РФ. Таким образом, авторам статьи следует в своих последующих исследованиях выделить основные элементы ГЧП, используемые за рубежом, и предусмотреть сравнительный анализ иностранных государств и РФ с целью возможной имплементации.

При формировании терминологии в статье, авторы выделили только ГЧП, при этом не использована фундаментальная терминологическая база ГЧП в иностранных государствах, что не позволяет определить источник использования термина ГЧП в статье. Также дальнейшие исследования авторов необходимо дополнить рассмотрением концессии как наиболее распространенной формы



партнерства государства и бизнеса. Рассматривая терминологию авторов, возникает вопрос об использовании термина «имплементация» в контексте ГЧП. Говоря об имплементации, нужно понимать, что это – практическая реализация международных обязательств по ГЧП на внутригосударственном уровне, в частности на уровне РФ.

Авторы предположили, что именно опыт иностранных государств в сфере ГЧП может стать решением вопросов реализации масштабных проектов, которые бы способствовали модернизации инфраструктуры, территориальному и региональному развитию, при этом не выделены основные формы использования ГЧП, а определены только риски и объекты, что не позволяет в полной мере определить эффективность использования ГЧП в различных государствах.

В заключении хотелось бы отметить, что авторы в аннотации к своей статье сформулировали возможность применения ГЧП (и соответствующего зарубежного опыта) в преодолении социально-экономической деградации и статья «Зарубежный опыт финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства и возможность его имплементации», на наш взгляд, может стать первым шагом в исследовании международных практик применения ГЧП.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Мельников А.Е. К статье Черемисиновой Д.В., Тарасенко С.В., Скорохода А.А. «Зарубежный опыт финансирования инфраструктурных проектов на основе государственно-частного партнерства и возможность его имплементации» // Пермский финансовый журнал, 2018 № 2 (19). С. 127-129.

УДК 336.01

Чепкасов Вячеслав Владимирович

*студент 2 курса магистратуры,
кафедра финансов, кредита и биржевого дела
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
Пермь, Россия*

Segger009@mail.ru

Налоговые риски как объект управления

Аннотация. Статья посвящена управлению налоговыми рисками. Цель статьи – дать характеристику налоговым рискам как объекту управления. В качестве источников информации использованы научные статьи, прикладные статьи и диссертации российских авторов, написанные в период 2004 – 2018 гг. Основными методами исследования стали: анализ литературных источников и законодательства, синтез, обобщение и систематизация.

В статье уточнено определение налоговых рисков как объекта управления, а также определены основные факторы возникновения налоговых рисков, среди которых изменение налогового законодательства, ошибки, возникшие в ходе налоговых правоотношений, стремление налогоплательщиков снизить налоговое бремя и налоговые проверки.

В работе сформулировано определение управления налоговыми рисками, выявлена его основная цель. В результате анализа законодательной базы и научной литературы определены основные методы управления налоговыми рисками. Методы управления налоговыми рисками классифицированы по различным признакам. Предложена классификация – по широте применения, согласно которой можно разделить указанные методы управления налоговыми рисками на общие и специфические. К общим отнесены: избегание риска, лимитирование, и диверсификация. Специфические методы представлены методом дополнительного документального подтверждения, налоговым консалтингом, созданием внутренней системы аудита налоговых рисков и методом судебного прецедента. Принимая во внимание особенности российской практики, методы обеих групп проанализированы с точки зрения их практической применимости.

Вывод: существующие методы управления налоговыми рисками можно классифицировать по множеству признаков, а сам процесс управления налоговыми рисками обладает рядом особенностей, определенных самой сущностью налоговых рисков. Кроме того, было выявлено, что необходима разработка новых методов управления налоговыми рисками, которые будут носить более универсальный характер.

Ключевые слова: налоговые риски, факторы налоговых рисков, управление налоговыми рисками, методы управления налоговыми рисками, эффективность метода управления налоговыми рисками, результативность метода управления налоговыми рисками.

*** Научный руководитель: О.И. Голева, к.э.н., доцент кафедры финансов, кредита и биржевого дела Пермского государственного национального исследовательского университета**



Налоговые риски: актуальность изучения вопроса

Осуществляя экономическую деятельность, хозяйствующий субъект сталкивается с рисками, в том числе, рыночными, кредитными и юридическими. Экономический ущерб может возникнуть и при взаимодействии с налоговыми органами, что зачастую объясняется неоднозначностью трактовки нормативно-правовых актов, связанных с налогообложением. Потери, вызванные штрафами и начисленными пенями, могут оказать ощутимый негативный эффект на хозяйствующий субъект, значительно снизив его финансовый результат, а также в некоторых случаях подорвав его деловую репутацию.

В последние годы в Российской Федерации налоговые риски организаций существенно возросли. В первую очередь, это связано с многочисленными законодательными изменениями. Была не только увеличена ставка по НДС, но и ужесточен налоговый контроль. Так, были приняты нормативно-правовые акты, направленные на укрепление сотрудничества между государственными органами по вопросам выявления правонарушений в налоговой сфере. В частности, Приказ МВД России N 317, ФНС России N ММВ-7-2/481@ от 29.05.2017 «О порядке представления результатов оперативно-розыскной деятельности налоговому органу» регламентирует и в значительной степени упрощает взаимодействие ФНС РФ с МВД РФ по вопросам получения информации, необходимой для выявления нарушений налогового законодательства. Согласно документу, МВД могут направлять в налоговые органы результаты оперативно-розыскной деятельности, а ФНС и его структурные подразделения, в свою очередь, имеют право запрашивать подобные данные у правоохранительных органов [5]. Таким образом, данный приказ повышает качество информационной базы ФНС и значительно упрощает ее деятельность в рамках выявления налоговых правонарушений, что несет дополнительные риски компаниям-налогоплательщикам.

Другой наиболее значимый нормативно-правовой акт, свидетельствующий об ужесточении налогового контроля, а также увеличении налоговых рисков организаций - Письмо ФНС России от 13.07.2017 № ЕД-4-2/13650@ «О направлении Методических рекомендаций по установлению в ходе налоговых и процессуальных проверок обстоятельств, свидетельствующих об умысле в действиях должностных лиц налогоплательщика, направленном на неуплату налогов (сборов)». Большая часть методических рекомендаций посвящена вопросам выявления умышленности совершения налоговых правонарушений. При этом значительную роль в доказательстве умысла налогоплательщика по совершению налогового правонарушения играют не только факты, прямо или косвенно доказывающие умысел, но и стиль изложения доказательств в акте налоговой проверки. Налоговым органам рекомендовано применять стиль изложения, характерный для составления обвинительных заключений в рамках уголовного процесса. На примере конкретных судебных споров в документе перечисляются признаки, прямо указывающие на умышленный характер действия (бездействия) лица. Кроме того, подробно разобраны и проанализированы схемы, которые применяются с целью уклонения от уплаты налогов. В целях повышения качества собранной доказательной базы, налоговым органам рекомендуется проводить выездные проверки совместно с сотрудниками МВД [7]. Результатом применения методических рекомендаций может стать рост числа выявленных налоговых преступлений, которые ввиду более высокой своей тяжести, могут

привести к реализации более высоких налоговых рисков для компаний. Именно поэтому каждому хозяйствующему субъекту необходимо управлять налоговыми рисками: корректно выбранные и примененные методы управления позволят значительно минимизировать негативные последствия от реализации налоговых рисков.

Теме управления налоговыми рисками российских организаций посвящено большое количество научных работ. В целях написания статьи были использованы работы только российских исследователей, поскольку они учитывают отечественную специфику налогового законодательства, а также специфику взаимоотношений налогоплательщика и налоговых органов.

Детальное изучение данного вопроса российскими исследователями началось в середине нулевых. Часть публикаций ставит целью дефинирование и раскрытие сущности налоговых рисков, а также выделение их основных видов и классификаций. К таким работам относятся статьи А.Г. Иваняна и А.Ю. Че, М.Р. Пинской, Н.А. Павленко и других авторов.

В других исследованиях рассматривается анализ и инструментарий оценки налоговых рисков: к данной категории работ относятся статьи Е.В. Поповой и Н.С. Щербаковой, М.Ф. Сафоновой и С.М. Резниченко, А.В. Бобровой и Л.Г. Ильинской, а также диссертация Э.В. Калашниковой.

Большое количество научных работ посвящено вопросам управления налоговыми рисками. Они характеризуются более глубокой степенью проработки, поскольку значительная их часть представлена научными диссертациями. К данным работам относятся статьи таких исследователей, как Д.Н. Тихонов и Л.Г. Липник, Л.И. Гончаренко, а также диссертации Л.Г. Чанкселиани и других авторов.

В научных статьях Евлоевой М.М. и Лавреньевой Е.А. была подчеркнута специфика управления налоговыми рисками в образовательных учреждениях и судоходных компаниях соответственно. Повышенный интерес исследователей в совокупности с практической значимостью свидетельствует о высокой степени актуальности данной темы.

Определение налоговых рисков как объекта управления

Прежде чем проанализировать методы управления налоговыми рисками, необходимо дать определение налоговых рисков и рассмотреть основные факторы их наступления. В российском законодательстве определение налоговых рисков организации напрямую не дается, однако упоминается в Приказе ФНС России от 30.05.2007 N ММ-3-06/333@ (ред. от 10.05.2012) «Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок». В данном нормативно-правовом акте в качестве одного из критериев приводится «ведение финансово-хозяйственной деятельности с высоким налоговым риском». При этом из описания критерия следует, что под налоговым риском понимаются риски потерь, возникающих из-за санкций, которые накладывают налоговые органы за способы ведения финансово-хозяйственной деятельности, направленные на получение необоснованной налоговой выгоды. Подобная трактовка является косвенной, и, по мнению экспертов, достаточно узкой, поскольку отождествляет налоговые



риски с одним фактором наступления рискованной ситуации для организации. В связи с этим, многими отечественными исследователями были предложены свои трактовки данного термина. Основные определения налоговых рисков представлены в табл. 1.

Таблица 1

Определения налоговых рисков

№	Автор определения	Определение налогового риска
1	А.Г. Иванян, А.Ю. Че	опасность возникновения непредвиденного отчуждения денежных средств налогоплательщика из-за действий (бездействия) государственных органов и (или) органов местного самоуправления [16, с. 3]
2	М.Р. Пинская	вероятность доначисления налогоплательщику налогов, пеней и штрафов в ходе налоговой проверки из-за возникших разногласий между налогоплательщиками и налоговыми органами в трактовке налогового законодательства, которая может обернуться для хозяйствующего субъекта действительным возрастанием налогового бремени [23, с.101].
3	Е.В. Попова, Н.С. Щербакова	вероятность финансовых и иных потерь в случае проведения проверки налоговыми органами [8, с.62].
4	Д.Н. Тихонов, Л.Г. Липник	возможность для налогоплательщика понести финансовые и иные потери, связанные с процессом уплаты и оптимизации налогов, выраженная в денежном эквиваленте [26, с. 5].
5	Н. А. Павленко	финансовая (денежная) оценка негативных последствий нерациональных действий (или бездействия) конкретного лица или группы лиц в организации в области управления налоговыми обязательствами налогоплательщика [21]
6	Э. Л. Калашникова	риски в виде вероятности наступления для налогоплательщика в процессе налогообложения неблагоприятных экономических последствий, включая изъятие имущества в пользу бюджета в виде дополнительных сумм налогов, налоговых санкций и пени вследствие асимметрии информации, человеческого фактора и негативных изменений в финансово- хозяйственной деятельности налогоплательщика [17, с. 3].
7	Л.И. Гончаренко	возможное наступление неблагоприятных материальных (прежде всего финансовых) и иных последствий для налогоплательщика или государства в результате действий (бездействий) участников налоговых правоотношений [18, с.3].
8	Л.Г. Чанкселиани	вероятность наступления неблагоприятных финансовых, процессуально-правовых и социальных последствий, возникающих в ходе исполнения налогоплательщиком своих обязанностей перед бюджетом вследствие налоговых ошибок, неоднозначного толкования норм налогового законодательства, иных результатов налоговой деятельности в условиях налоговой неопределенности и несовпадения позиции хозяйствующего субъекта и налогового органа в определении факторов налогового риска: статуса налогоплательщика, объекта налогообложения, налогооблагаемой базы, налогового периода, налоговой ставки, порядка исчисления, срока и порядка уплаты сумм налога [29, с 6].

Приведенные в табл. 1 определения весьма различаются по своему содержанию, однако, у большинства из них одна и та же структура:

- 1) определена сама сущность налоговых рисков, т.е. что именно обозначает данная категория;
- 2) выявлен основной субъект налоговых рисков;
- 3) определены обстоятельства, при котором субъект налоговых рисков несет риск.

Поскольку налоговые риски рассматриваются как объект управления, то их можно определить как риск возникновения экономического ущерба, который может понести налогоплательщик в ходе участия в налоговых правоотношениях.

Основные факторы налоговых рисков

Среди основных факторов налоговых рисков можно выделить изменение налогового законодательства, ошибки, возникшие в ходе налоговых правоотношений, стремление налогоплательщиков снизить налоговое бремя, а также налоговые проверки.

1) Изменение налогового законодательства. налоговое законодательство постоянно меняется, всегда существует вероятность введения нового налога, либо изменения уже существующего налога. В частности, может быть повышена налоговая ставка, расширен круг налогоплательщиков, а также изменена налоговая база. Кроме того, может измениться размер штрафов и пеней. Одним из примеров реализации налоговых рисков в результате изменения законодательства является изменение налоговой базы по налогу на имущество организаций применительно к объектам недвижимости. Согласно федеральному закону от 02.11.2013 N 307-ФЗ «О внесении изменений в статью 12 части первой и главу 30 части второй Налогового кодекса Российской Федерации» налоговая база налога на имущества организации по недвижимому имуществу организаций стала определяться как кадастровая стоимость [3]. Кадастровая стоимость в значительной степени приближена к рыночной, а поэтому, гораздо выше, чем среднегодовая остаточная стоимость, исходя из которой рассчитывался налог до принятия закона. Именно поэтому величина налога на имущество организаций значительно возросла, что сделала деятельность по сдаче объектов недвижимости куда менее рентабельной.

2) Ошибки, возникшие в ходе налоговых правоотношений. Ошибки могут совершаться как самим налогоплательщиком, так и налоговыми органами. К ошибкам, совершенным внутри самой организации, можно отнести: несвоевременное предоставление налоговой отчетности, ошибки, повлекшие за собой занижение налоговой базы и грубые нарушение правил учета доходов и расходов, а также ошибки, повлекшие за собой предоставление недостоверных сведений о сделках и другие. Все перечисленные ошибки налогоплательщика приводят к штрафам. Так, согласно статьям 129.3 и 129.5 Налогового кодекса Российской Федерации штраф за неполную уплату сумм налога (сбора, страховых взносов) в результате занижения налоговой базы (базы для исчисления страховых взносов) варьируется от 20 до 40 % от неуплаченной суммы налога [1].

Если говорить об ошибках налоговых служб, то наиболее частые среди них связаны с некорректными расчетами величины налоговой базы, что приводит к доначислению налогов, а также штрафам. Теоретически, компания-налогоплательщик защищена от подобных действий налоговых органов. Так,



согласно пункту 11 статьи 21 Налогового кодекса Российской Федерации, налогоплательщики имеют право не выполнять неправомерные акты и требования налоговых органов. Кроме того, согласно пункту 6 статьи 108 Налогового кодекса Российской Федерации, налоговым органам необходимо доказать факт налогового правонарушения в ходе судебного разбирательства [1]. Однако судебные разбирательства сопряжены со значительными издержками: компания несет расходы на почтовые отправления, расходы на привлечение сторонних экспертов и юристов, а также расходы на уплату пошлин. Компенсировать подобные издержки компании-налогоплательщику удастся лишь том случае, если удастся отстоять свою правоту в налоговом споре, что происходит далеко не всегда.

3) Стремление налогоплательщиков снизить налоговое бремя. С целью снижения суммы уплачиваемых налогов, компании зачастую используют различные способы налоговой оптимизации. Так, в профессиональном журнале «Коммерческий директор» приводится 22 способа минимизации налогового бремени [34]. Однако их применение может повлечь за собой реализацию налогового риска. Так, в качестве одного из способов налоговой оптимизации приводится способ замещения, который подразумевает применение гражданско-правовых норм в процессе юридического оформления хозяйственных последствий. Например, стороны могут вместо договора купли-продажи заключить сделку по лизингу. Оплата осуществляется в рассрочку, но официально оформляется как лизинговые платежи. Поскольку договор лизинга позволяет налогоплательщику использовать ускоренную амортизацию, стоимость объекта будет списываться в расходы по налогу на прибыль в три раза быстрее. Данный способ налоговой оптимизации может быть эффективен, однако работает он не всегда ввиду законодательных особенностей. Согласно подпункту 3 пункта 2 статьи 45 Налогового кодекса Российской Федерации, налоговые органы имеют право изменять юридическую квалификацию сделки, совершенной налогоплательщиком, а также изменять статус деятельности налогоплательщика [1]. Особенно рисковыми являются контракты, которые не предусмотрены Гражданским Кодексом РФ: их налоговые органы стремятся квалифицировать как виды договоров, которые перечислены в Налоговом кодексе РФ.

Таблица 2

Договоры, наиболее часто подвергающиеся переквалификации со стороны налоговых органов

Первоначальный договор	Договор после переквалификации
договор займа	договор купли-продажи
договор поставки	агентский договор
договор о совместной деятельности	договор аренды
договор розничной продажи	договор поставки
договор перенайма по лизинговому договору	договор аренды

Источник: [21]

Таким образом, налоговые органы могут либо признать сделку неправомерной, либо переквалифицировать ее, после чего доначислить налог, а также пени и штрафы. Компания может оспорить решение налоговых органов, однако судебные разбирательства сопряжены с возникновением издержек,

которые получится возместить только в случае решения суда в пользу налогоплательщика.

4) Налоговые проверки. В статье 87 Налогового Кодекса РФ (часть первая) выделяются камеральные и выездные налоговые проверки. Наибольшую угрозу для организаций представляют выездные проезды, особенно внеплановые. После внедрения риск-ориентированного подхода к проведению налоговых проверок, их количество снизилось, однако эффективность значительно возросла. Так, показатель эффективности выездных налоговых проверок, рассчитываемый как отношение суммы доначисленных платежей по результатам выездных налоговых проверок к числу выездных налоговых проверок, в ходе которых были выявлены нарушения законодательства о налогах и сборах, в Пермском крае за период 2014-2017 гг. возрос на 66,74 %. Об этом свидетельствуют данные, приведенные в табл. 3.

Таблица 3

Классификации методов управления налоговыми рисками

Показатель	2014	2015	2016	2017
дополнительно начислено налогов и иных платежей, млн. руб.	3 020,92	4 592,8	6 316,2	4 695,9
количество выездных проверок	443	610	535	413
эффективность выездных проверок, млн. руб.	6,82	7,53	11,81	11,37

Источник: [35], рассчитано и составлено автором

Многие эксперты отмечают, что если налоговые органы приняли решение провести выездную налоговую проверку, то они обязательно доначислят налоги. Именно поэтому выездные налоговые проверки становятся рискованной ситуацией для налогоплательщика. В ходе налоговых проверок налоговый риск может порождаться неоднозначностью отдельных положений налогового законодательства, наличием у налоговых органов негласных нормативов по доначислениям, а также ошибками, совершенными сотрудниками организации во время проведения налоговой проверки.

Из четырех упомянутых факторов возникновения налоговых рисков наиболее управляемыми представляются ошибки, возникшие в ходе налоговых правоотношений, стремление налогоплательщиков снизить налоговое бремя и в меньшей степени налоговые проверки. Что касается изменения законодательства, то этим рисковым фактором организация-налогоплательщик управлять не может.

Управление налоговыми рисками: понятие, цели и методы управления

Под управлением налоговыми рисками понимается процесс принятия и реализации управленческих решений, которые направлены на снижение вероятности возникновения налоговых рисков, а также минимизацию возможных потерь, вызванных реализацией различных факторов налоговых рисков.

Как и управление другими видами рисков, основная цель управления налоговыми рисками заключается в снижении потерь, связанных с данным риском, до минимального уровня. Поскольку данная цель относится к управлению всеми видами рисков, то корректнее использовать формулировку,



предложенную А.В. Зуйковым: цель управления налоговыми рисками заключается в уменьшении вероятности возникновения или минимизации негативных последствий, связанных с процессом налогообложения.

Результативность в контексте управления налоговыми рисками представляет собой степень достижения запланированных компанией результатов при реализации как совокупности методов управления налоговыми рисками, так и отдельных методов и мероприятий. Результативность как отдельных методов управления налоговыми рисками, так и управления в целом, может оцениваться как качественно, так и количественно.

Качественная оценка результативности управления налоговыми рисками предполагает ответ на вопрос: «Удалось ли избежать рискованного события, либо снизить его величину или вероятность за счет комплекса мер по управлению налоговыми рисками?».

Говоря о количественной оценке результативности методов управления налоговыми рисками, она может определяться с помощью абсолютных показателей, выраженных в рублях. Примером такого показателя может служить размер снижения штрафа за нарушение налогового законодательства.

Эффективность в контексте управления налоговыми рисками представляет собой соотношение между достигнутыми в результате управления налоговыми рисками результатами и затраченными на их реализацию ресурсами.

Для управления налоговыми рисками, вызванными описанными факторами, применяют широкий спектр методов. Несмотря на актуальность темы и большое количество исследований, методы управления налоговыми рисками классифицированы не были. Именно поэтому представляется целесообразным разработать обширную классификацию методов управления налоговыми рисками по разным существенным признакам. Для этого необходимо рассмотреть существующие классификации методов управления рисками с учетом особенностей налоговых рисков. За основу была взята обобщенная классификация методов управления рисками, предложенная Н.А. Вяцковой.

1) По осуществлению финансовых затрат на реализацию. Согласно данной классификации, методы управления налоговыми рисками можно разделить на финансовые и нефинансовые. Финансовые методы требуют определенных финансовых затрат: к ним можно отнести налоговый консалтинг, привлечение аудиторов, юристов и других сторонних экспертов, а также метод судебного прецедента. Что касается нефинансовых методов управления налоговыми рисками, то они не предполагают прямые расходы, поэтому к ним можно отнести избегание риска, лимитирование и диверсификацию.

2) По отношению ко времени возникновения риска. В рамках данной классификации методы управления налоговыми рисками можно разделить на дособытийные, текущие и послесобытийные. Методы, относящиеся к дособытийным, предполагают проведение определенных мероприятий до момента реализации риска. Характерный пример дособытийных методов – это отказ от осуществления рискованных с точки зрения налоговых рисков операций и сделок.

Таблица 4

Классификации методов управления налоговыми рисками

Признак, лежащий в основе классификации	Методы управления рисками
По осуществлению финансовых затрат на реализацию	1) финансовые 2) нефинансовые
По отношению ко времени возникновения риска	1) дособытийные 2) текущие 3) послесобытийные
По характеру воздействия на риск	1) превентивные 2) репрессивные
По запланированности применения	1) плановые 2) экстренные
По направленности воздействия на параметры риска	1) методы, направленные на снижение вероятности реализации риска 2) методы, направленные на снижение величины риска
По субъекту управления налоговыми рисками	1) методы, характерные для малого бизнеса 2) методы, характерные для среднего и крупного бизнеса
По продолжительности действия эффекта от применения	1) одномоментные 2) кратковременные 3) долговременные
По широте применения методов	1) общие 2) специфичные

Источник: [11], составлено автором

Текущие методы предполагают оказание управленческого воздействия на риск, который реализуется в данный момент. К таким методам относятся, например, использование услуг адвоката во время делопроизводства по судебному делу, связанному с нарушением налоговым законодательством.

Послесобытийные методы управления налоговыми рисками предполагают проведение определенных мероприятий, осуществляемых организацией после реализации налогового риска. В качестве примера послесобытийного метода управления можно привести обжалование действий налоговой в арбитражном суде. Так, например, налоговое законодательство РФ предполагает наличие смягчающих обстоятельств, при наличии которых штрафы могут быть снижены. Однако, практика демонстрирует, что суд чаще всего встает на сторону налоговых органов, в связи с чем добиться снижения налоговых штрафов удается далеко не всегда.

3) По характеру воздействия на риск. Согласно данной классификации, методы управления налоговыми рисками можно разбить на превентивные и репрессивные. Превентивные методы предполагают создание и проведение мероприятий, а также создания необходимых условий для предотвращения рисков. К таковым в чистом виде относится избегание рискованных операций, а также аудит налоговых рисков. Репрессивные методы предполагают обеспечение своевременного покрытия убытков и потерь, которые были вызваны реализацией риска. В частности, в качестве репрессивного метода управления налоговыми рисками можно привести создание специальных фондов для оплаты пеней, доначисленных налогов и штрафов за нарушения налогового законодательства.



4) По запланированности применения. По этой классификации методы управления налоговыми рисками подразделяются на плановые и экстренные методы. К плановым методам можно отнести те методы, которые осуществляются организацией-налогоплательщиком в плановом порядке, в рамках разработанной программы управления налоговыми рисками. В частности, к ним можно отнести избегание рискованных ситуаций, а также разработку определенных лимитов в отношении показателей деятельности фирмы и числа рискованных сделок.

Экстренные методы управления налоговыми рисками предполагают мероприятия, реализуемые при возникновении непредвиденных обстоятельств, а также изменений факторов внешней и внутренней среды организации. В частности, это может быть реализация или ликвидация объекта налогообложения при неблагоприятных изменениях налогового законодательства.

5) По направленности воздействия на параметры риска. При классификации по данному признаку, методы управления налоговыми рисками разделяются на методы, направленные на снижение вероятности реализации риска и методы, направленные на снижение величины риска.

6) По субъекту управления налоговыми рисками. В рамках данной классификации предполагается, что применение некоторых методов управления налоговыми рисками определяется величиной компании. Можно выделить методы, применяемые субъектами малого бизнеса и методы, применяемые преимущественно субъектами средними и крупного бизнеса. Так, например, малый бизнес в большей степени ориентирован на методы, не требующие больших финансовых затрат, а также расширения штата компании. Что касается среднего и крупного бизнеса, то они в большей степени склоны формировать специализированные отделы по управлению налоговыми рисками.

7) По продолжительности действия эффекта от применения. Данная классификация подразумевает разделение методов управления налоговыми рисками на одномоментные, кратковременные и долговременные. К числу одномоментных методов относятся те, которые способны давать лишь мгновенный однократный эффект, например, отказ от выполнения рискованной операции. Кратковременные методы – методы, эффект от реализации которых может действовать в течение определенного небольшого промежутка времени, например, применение механизма налоговых каникул, который полностью исключает рискованную ситуацию. К долговременным методам относятся те методы, эффект от реализации которых не ограничен во времени. К таковым относится создание в организации специальной системы аудита налоговых рисков.

8) По широте применения методов. Согласно данной классификации, методы управления налоговыми рисками можно разделить на общие, характерные для управления всеми видами рисков, а также специфичные, которые могут использоваться только для налоговых рисков. Подробно данная классификация рассмотрена в табл. 5.

Таблица 5

Общие и специфичные методы управления налоговыми рисками

Общие	Специфичные
Избегание риска	Метод дополнительного документального подтверждения
Лимитирование	Налоговый консалтинг
Диверсификация	Создание внутренней системы аудита налоговых рисков или привлечение внешних аудиторов
-	Метод судебного прецедента

Источник: составлено автором

Рассмотрим общие методы управления налоговыми рисками.

1. Избегание риска в контексте налоговых рисков представляет собой отказ от осуществления операций и сделок, уровень налогового риска по которым представляется чрезмерно высоким. Избегание риска может вестись по нескольким направлениям:

- отказ от осуществления сомнительных сделок (мнимых, притворных), в том числе в результате использования фиктивных поставщиков и сотрудничества с проблемными контрагентами и «фирмами-однодневками»;

- исключение обстоятельств, свидетельствующих о получении необоснованной налоговой выгоды в соответствии с Постановлением Пленума ВАС РФ от 12.10.2006 N 53 «Об оценке арбитражными судами обоснованности получения налогоплательщиком налоговой выгоды» [8];

- полное соблюдение требований налоговых органов по спорным вопросам налогообложения, в частности, предоставление пояснений и запрашиваемых на уведомление налогового органа о выявлении несоответствия показателей деятельности.

Особое внимание компании-налогоплательщику следует обратить на виды договоров, которые наиболее часто переqualифицируются налоговыми органами. В ряде случаев целесообразно будет отказаться от одного из способов налоговой оптимизации – замещения.

Наиболее удобным для компании-налогоплательщика способом реализации данного метода управления налоговыми рисками является создание специального перечня или реестра, в котором перечислены действия и виды договоров, которые организация будет избегать с целью митигации налоговых рисков. Целесообразным представляется создание реестра недобросовестных поставщиков. Для оценки широты применения данного метода необходимо сопоставлять размер возможного ущерба от реализации налогового риска и возможных упущенных выгод компании от реализации тех или иных сделок, а также эффекта от налоговой оптимизации в денежном выражении. Для оценки эффективности избегания налоговых рисков требуется провести аналогичную



процедуру, с той разницей, что для расчетов используются ретроспективные данные.

Преимуществом данного метода выступает то, что он не требует больших затрат: компания-налогоплательщик не отвлекает значительных объемов денежных средств из своей основной деятельности. Единственные расходы, которые могут возникнуть у организации при применении данного метода, связаны с привлечением стороннего эксперта, необходимого для составления реестра. Однако, зачастую, такую работу можно сделать внутренними силами компании, используя для этого имеющихся в компании специалистов.

Среди недостатков данного метода можно отметить его ограниченный характер, поскольку почти все операции в той или иной степени сопряжены с налоговыми рисками. Так, при отказе от осуществления некоторых сделок, у компании-налогоплательщика может возникнуть упущенная выгода. Кроме того, чрезмерное использование данного метода не позволяет компании снижать налоговое бремя. Однако данный недостаток в значительной степени устраняется тщательной процедурой оценки границ применения описанного метода.

2. Лимитирование в контексте налоговых рисков представляет собой установление определенных ограничений предельных сумм, на которые могут быть проведены сделки, которые характеризуются высокой степенью налогового риска. Особенно данный метод актуален в отношении сделок, которые вызывают большие подозрения у налоговых органов, в частности, сделок, которые не соответствуют сложившейся практике деловых отношений. Кроме того, рискованными с данной точки зрения являются договоры, которые отсутствуют в Гражданском кодексе Российской Федерации. Их налоговые органы стремятся квалифицировать как договоры, перечисленные в Налоговом Кодексе. В отношении таких сделок целесообразно устанавливать ограничения по их суммам. Для реализации данного метода, как и для избегания, целесообразно использовать реестр наиболее рискованных с точки зрения налоговых рисков договоров и действий организации.

Кроме того, лимитированием в контексте налоговых рисков может считаться установление ограничений на значение показателей, содержащихся в критериях самостоятельной оценки рисков для налогоплательщиков. На основании критериев, перечисленных в Приказе ФНС России от 30.05.2007 N ММ-3-06/333@ (ред. от 10.05.2012) «Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок» [4], налоговые органы выбирают компании-налогоплательщиков для проведения выездной налоговой проверки. В документе содержатся как количественные, так и качественные критерии.

Для оценки эффективности использования лимитирования необходимо сопоставить размер возможного ущерба от реализации налогового риска и возможных упущенных выгод компании от реализации тех или иных сделок, а также эффекта от налоговой оптимизации в денежном выражении.

Таблица 6

**Лимитирование показателей деятельности компании
с целью снижения налоговых рисков**

Критерий	Допустимое значение критерия
Величина налоговой нагрузки у налогоплательщика	Не ниже среднего уровня по хозяйствующим субъектам ведущих ту же экономическую деятельность
Отражение в бухгалтерской или налоговой отчетности убытков на протяжении нескольких налоговых периодов	Убытки наблюдаются в течение менее двух календарных лет
Отражение в налоговой отчетности значительных сумм налоговых вычетов за определенный период	Доля вычетов по НДС от суммы начисленного с налоговой базы налога должна быть ниже 89% за период 12 месяцев.
Соотношение темпа роста расходов с темпом роста доходов от реализации товаров (работ, услуг).	Темп роста расходов не должен превышать темп роста доходов
Размер выплаты среднемесячной заработной платы на одного работника.	Равен или выше среднего уровня по виду экономической деятельности в субъекте Российской Федерации
Приближение к предельному значению установленных Налоговым кодексом Российской Федерации величин показателей, предоставляющих право применять налогоплательщикам специальные налоговые режимы.	Разница между фактической и установленной законом величиной показателей, которые дают право налогоплательщикам применять специальный налоговый режим, составляет 5 % и более.
Соотношение суммы расхода и дохода, полученного индивидуальным предпринимателем за календарный год.	в общей сумме их доходов превышает 83 процента
Число процедур снятия с учета и постановки на учет в налоговых органах налогоплательщика в связи с изменением места нахождения	Не должно превышать 1
Отклонение уровня рентабельности по данным бухгалтерского учета от уровня рентабельности для данной сферы деятельности по данным статистики.	Отклонение не должно достигать значения 10% и более.

Источник: [4]

Преимущества и недостатки данного метода управления налоговыми рисками аналогичны преимуществам и недостаткам избегания: лимитирование не требует больших затрат, однако может привести организацию к упущенным выгодам.

3. Диверсификация в контексте налоговых рисков может осуществляться либо за счет использования нескольких налогоплательщиков, либо за счет применения нескольких видов сделок.

3.1 Диверсификация за счет использования нескольких налогоплательщиков. Так, если компания осуществляет несколько видов деятельности, то логичным выходом представляется эти виды деятельности разделить между несколькими юридическими лицами, использующих разные системы налогообложения, или, другими словами, осуществить дробление бизнеса.



Однако, по мнению М.А. Городилова и Т.В. Коняевой, функционирование в рамках группы компаний существенно повышает риски нарушения действующего законодательства о налогах и сборах [13, с.284]. Подобная позиция подтверждается законодательно, что делает этот способ управления налоговым риском ненадежным. Так, Федеральная налоговая служба Российской Федерации в Письме от 31.10.2013 N СА-4-9/19592 «О направлении обзора практики рассмотрения жалоб налогоплательщиков и налоговых споров судами по вопросам необоснованной налоговой выгоды» в качестве одной из схем ухода от налогов выделяет «дробление» бизнеса с целью применения льготного режима налогообложения [6]. В Письме ФНС России от 31.10.2017 N ЕД-4-9/22123@ «О рекомендациях по применению положений статьи 54.1 Налогового кодекса Российской Федерации» схема дробления бизнеса признается одним из характерных примеров искажения фактов хозяйственной жизни, влекущее за собой неправомерное применение специальных режимов налогообложения [7]. Таким образом, диверсификация за счет использования нескольких налогоплательщиков сопряжена с возникновением дополнительных рисков, что значительно снижает эффективность использования данного метода в целях управления налоговыми рисками.

3.2 Диверсификация за счет использования нескольких видов сделок. Данный вид диверсификации может быть реализован посредством заключения однотипных сделок в их различных вариантах. При этом, они должны в значительной степени варьироваться по степени налогового риска. Данный метод управления налоговыми рисками актуален для компаний, которые проводят налоговую оптимизацию за счет применения способа замещения. Кроме того, метод может применяться для снижения вероятности выездной налоговой проверки.

Оценка эффективности применения диверсификации осуществляется за счет сопоставления размера возможного ущерба от реализации налогового риска и возможных упущенных выгод компании от реализации тех или иных сделок, а также эффекта от налоговой оптимизации в денежном выражении.

Преимущества и недостатки аналогичны преимуществам и недостаткам других методов, относящихся к группе общих. Следует отметить, что диверсификация, как и лимитирование, оказывает достаточно ограниченный эффект на минимизируемые факторы риска.

Рассмотрев общие методы управления налоговыми рисками, можно заключить, что их характерной чертой является отсутствие затрат, но вместе с тем, значительная ограниченность в применении.

Специфичные методы управления налоговыми рисками представлены методом дополнительного документального подтверждения, налоговым консалтингом, созданием внутренней системы аудита налоговых рисков и методом судебного прецедента.

1) Метод дополнительного документального подтверждения. Данный метод управления налоговыми рисками основывается на том, что налогоплательщиком составляются и предоставляются в налоговые органы те документы, которые подтверждали бы обстоятельства, которые могут привести к реализации

налогового риска. Важно подчеркнуть, что в данном методе налогоплательщиком должны составляться дополнительные документы, а не только те, которые установлены законодательно, в частности, первичные. Подобный метод управления налоговыми рисками особенно актуален в условиях риска переквалификации операций налогоплательщика налоговыми органами, и поэтому направлен на то, чтобы доказать деловую цель сделок и экономическую оправданность затрат, уменьшающих налоговую базу.

В качестве дополнительной доказательной базы могут быть задействованы различные виды документов, среди которых можно выделить:

- заключения экспертов об экономической целесообразности проводимых хозяйственных операций;
- почтовая или электронная переписка с деловыми партнерами;
- запросы и ответы на них различных государственных структур;
- аналитические справки, составленные как самой компанией, так и внешними консультантами.

Кроме того, применение данного метода позволяет снизить риск выездной налоговой проверки за счет подачи уточненных налоговых деклараций по налогам за те периоды, в которых деятельность компании осуществлялась с высоким налоговым риском.

Преимущество данного метода управления налоговыми рисками заключается в том, что сбор и составление дополнительных документов в значительной степени позволяет минимизировать вероятность переквалификации сделки, а соответственно, избавить компанию от доначисленных налогов, штрафов и пеней. Среди недостатков можно выделить возникновение дополнительных издержек, связанных с привлечением сторонних экспертов для подтверждения целесообразности каждой рискованной операции.

2) Налоговый консалтинг представляет собой постоянное сотрудничество с фирмами, предоставляющими консультационные услуги по вопросам налогообложения. Данный метод является весьма эффективным, поскольку опытные налоговые консультанты и эксперты по вопросам налогообложения владеют актуальной информацией по изменениям в налоговом законодательстве, а также на основе практического опыта могут дать рекомендации по правильному документарному оформлению операции или юридическому оформлению сделки. Несмотря на то, что данный метод не требует расширения штата компании-налогоплательщика, он характеризуется высокими издержками, связанными с оплатой консультационных услуг. Поэтому данный метод подходит для компаний, деятельность которых характеризуется высокой рентабельностью.

3) Создание внутренней системы аудита налоговых рисков или привлечение внешних аудиторов. Если говорить о внутренней системе аудита, то данный метод представляет собой создание в компании-налогоплательщике специального подразделения, которое отвечает за соблюдение законодательно установленного порядка исчисления и уплаты налогов. Регламентированный документацией



компании-налогоплательщика внутренний аудит проводится строго в ее интересах: все операции осуществляются без привлечения сторонних специалистов. Данный метод отличается высокой эффективностью: он позволяет избегать многих ошибок, приводящих к штрафам и пеням, тем самым снижая налоговый риск. Однако, поскольку применение данного метода сопряжено с высокими издержками на выплату заработной платы, отчисления во внебюджетные фонды, он в большей степени становится актуальным для крупных компаний. Для небольших компаний более целесообразным представляется привлечение внешних аудиторов. Однако привлечение специалистов, находящихся на аутсорсинге, тоже сопряжено с возникновением дополнительных затрат у компании, в связи с чем его эффективность снижается.

4) Метод судебного прецедента. Метод судебного прецедента состоит в том, что для устранения налоговых рисков налогоплательщик первоначально платит налог, а затем сдает уточненную налоговую декларацию и требует вернуть из бюджета излишне уплаченный налог. В этом случае, если ситуация будет разрешена судом не в пользу налогоплательщика, он уже не понесет неблагоприятных правовых последствий, так как налог уплачен. Это особенно важно в связи с уголовной ответственностью – в данном случае никаких оснований для нее не будет. Если же налогоплательщик выиграет суд, то он сможет вернуть себе излишне уплаченный налог. Таким образом, в этой ситуации налогоплательщик отвлекает из оборота на какое-то время денежные средства и несет затраты на ведение судебного процесса, однако устраняет для себя налоговые риски.

Среди общих методов управления налоговыми рисками не были рассмотрены такие методы, как хеджирование и страхование. Хеджирование в случае с налоговым риском невозможно, поскольку таких инструментов на рынке производных финансовых инструментов не существует. В теории можно было бы разработать беспоставочный производный финансовый инструмент, базовый актив которого – это размер штрафа за определенное нарушение налогового законодательства или ставка налога. Но данные величины относительно стабильны, т.е. в контексте производных финансовых инструментов – низковолатильны, а, следовательно, неинтересны для участников рынка производных финансовых инструментов.

Что касается страхования, то данный метод пока не используется в Российской Федерации при управлении налоговыми рисками. Однако, принимая во внимание опыт зарубежных стран, такая практика может быть перенесена на российские реалии и стать достаточно эффективной. Данный вопрос требует более подробного и глубокого изучения.

Выводы

Таким образом, налоговые риски можно определить как риски возникновения экономического ущерба, который может понести налогоплательщик в ходе участия в налоговых правоотношениях. Среди факторов, приводящих к реализации налоговых рисков, выделяются изменения налогового законодательства, ошибки, возникшие в ходе налоговых правоотношений, стремление налогоплательщиков снизить налоговое бремя и налоговые проверки.

Управление налоговыми рисками представляет собой процесс принятия и реализации управленческих решений, которые направлены на снижение вероятности возникновения налоговых рисков, а также минимизацию возможных потерь, вызванные реализацией различных факторов налоговых рисков. Основная цель управления налоговыми рисками заключается в обеспечении успешного функционирования фирмы в условиях риска.

На практике существует и реализуется достаточно небольшое количество методов управления налоговыми рисками. Условно методы управления налоговыми рисками можно разделить по многим классификационным признакам (по отношению ко времени возникновения риска, по характеру воздействия на риск, по запланированности применения, по направленности воздействия на параметры риска, по субъекту управления и т.д.), однако основная классификация подразумевает деление методов на общие и специфичные. К общим методам относятся избегание, лимитирование и диверсификация. Характерной чертой общих методов управления налоговыми рисками является отсутствие затрат, но вместе с тем, они весьма ограничены в применении. Что касается специфичных методов, то они включают в себя дополнительное документальное подтверждение, налоговый консалтинг и создание внутренней системы аудита налоговых рисков, либо привлечение внешних аудиторов. Специфичные методы характеризуются возникновением у компании-налогоплательщика дополнительных затрат.

Ввиду некоторой ограниченности существующих методов управления налоговыми рисками, актуальным остается вопрос о разработке новых методов, которые бы характеризовались более высокой степенью применимости, а, следовательно, более высокой степенью эффективности и результативности. В частности, перспективным представляется применение методов, которые активно используются в иностранных государствах. В качестве одного из таких методов может рассматриваться страхование налоговых рисков. Однако внедрение и возможность реализации такого метода применительно к реалиям Российской Федерации требует проведения дополнительных исследований, подразумевающих подробное изучение юридических аспектов и осуществление актуарных расчетов по новому страховому продукту.

Список литературы

1. «Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая)» от 31.07.1998 № 146-ФЗ (в ред. от 28.12.2016).
2. «Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая)» от 05.08.2000 № 117-ФЗ (в ред. от 03.04.2017).
3. Федеральный закон от 2 ноября 2013 г. N 307-ФЗ «О внесении изменений в статью 12 части первой и главу 30 части второй Налогового кодекса Российской Федерации»
4. Приказ Федеральной налоговой службы от 30.05.2007 №ММ-3-06/333@ «Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок»



5. Приказ МВД России N 317, ФНС России N ММВ-7-2/481@ от 29.05.2017 «О порядке представления результатов оперативно-розыскной деятельности налоговому органу»
6. Письмо Федеральной налоговой службы от 31.10.2013 №СА-4-9/19592 «О направлении обзора практики рассмотрения жалоб налогоплательщиков и налоговых споров судами по вопросам необоснованной налоговой выгоды»
7. Письмо Федеральной налоговой службы от 31.10.2017 № ЕД-4-9/22123@ «О рекомендациях по применению положений статьи 54.1 Налогового кодекса Российской Федерации»
8. Постановление Пленума ВАС РФ от 12.10.2006 N 53 «Об оценке арбитражными судами обоснованности получения налогоплательщиком налоговой выгоды»
9. Письмо ФНС России от 13.07.2017 № ЕД-4-2/13650@ «О направлении Методических рекомендаций по установлению в ходе налоговых и процессуальных проверок обстоятельств, свидетельствующих об умысле в действиях должностных лиц налогоплательщика, направленном на неуплату налогов (сборов)»
10. Боброва А.В., Ильинская Л.Г. Оценка и анализ налоговых рисков в предпринимательстве // Вестник ЮУрГУ. Серия «Экономика и менеджмент». 2011. № 41
11. Вяцкова Н.А. К вопросу о сущности и классификации методов управления рисками // Проблемы экономики и менеджмента. 2015. № 9. С 15-26.
12. Гончаренко Л. И. Налоговые риски: теория и практика управления // Финансы и кредит. 2009. № 2 (338). С.1-10.
13. Городилов М.А., Коняева Т.В. Совершенствование методики оценки налоговой нагрузки в группе компаний // Вестник Пермского университета. Сер. «Экономика» = Perm University Herald. Economy. 2018. Том 13. № 2. С. 282–302.
14. Евлоева М.М. Управление налоговыми рисками в модели налогового контроля в вузах // Современные исследования социальных проблем. 2012. №4(12). С.3-10.
15. Замула Е.В., Кузьмичева И.А. Международный журнал прикладных и фундаментальных исследований. 2014. № 8– С. 118-122
16. Иванян А. Г. О налоговых рисках / А. Г. Иванян, А. Ю. Че // Налоговый вестник. 2007. № 10
17. Калашникова Э.Л. Налоговые риски: оценка и их финансовые последствия [Текст]: автореф. дис. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук (08.00.10) / Эльвира Леонидовна Калашникова; Байкальский государственный университет экономики и права – Иркутск, 2007. - 24 с.

18. Лаврентьева Е.А. Научные подходы к сущности управления налоговыми рисками в судоходной деятельности // Вестник государственного университета морского и речного флота имени адмирала С.О. Макарова. 2015. № 2. С.154-164
19. Ломейко А.В. Принятие решений по управлению налоговыми рисками в коммерческих организациях [Текст]: автореф. дис. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук (08.00.10) / Анна Владимировна Ломейко; Волгоградский государственный университет – Волгоград, 2011. – 35 с.
20. Мигунова М.И. Финансовые риски в налоговом планировании. [Текст]: автореф. дис. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук (08.00.10) / Марина Ивановна Мигунова; Новосибирский государственный университет экономики и управления.– Новосибирск, 2006. - 27 с.
21. Павленко Н.А. Как классифицировать налоговые риски // Ваш налоговый адвокат. 2008. № 12
22. Пансков В.Г. Налоговые риски: налогоплательщики и государство // Налоговый вестник. 2009. №1. С.3-7
23. Пинская М.Р. Налоговый риск: сущность и проявления//Финансы. 2009. № 2. С.101-109
24. Сафонова М.Ф., Резниченко С.М. Анализ и оценка налоговых рисков в организации // Научный журнал КубГАУ. 2014. №101(07). С.1-11
25. Сафонова М.Ф., Резниченко С.М. Оценка эффективности управления налоговыми рисками // Инновационное развитие экономики. 2017. №1 (37). С.88-98.
26. Тихонов Д.Н., Липник Л.Г. Налоговое планирование и минимизация налоговых рисков. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 205 с.
27. Тоцкая К.П. Развитие методов управления налоговыми рисками в организации. [Текст]: автореф. дис. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук (08.00.10) / Ксения Павловна Тоцкая; Национальный исследовательский Томский Государственный университет – Томск, 2012. - 27 с.
28. Цыркунова Т.А., Мигунова М.И. Налоговые риски: сущность и классификация // Финансы и кредит. 2005. №3. С.48-52.
29. Чанкселиани Л.Г. Налоговый риск-менеджмент в коммерческих организациях [Текст]: автореф. дис. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук (08.00.10) / Лана Гогиевна Чанкселиани; Волгоградский государственный университет – Волгоград, 2011. – 36 с.
30. Чекулаева Е.Н. Методы и этапы управления налоговыми рисками в организациях // Инновационное развитие экономики. 2012. № 4(10) С.35-41
31. Шакирова Д.Ю., Засько В.Н. Налоговая экспертиза договоров как способ оптимизации налоговых рисков. Российское предпринимательство, 2015. № 6, том 16. С.853-862



32. Щербакова Н.С. Налоговые риски, их сущность и оценка / Н.С. Щербакова, Е.В. Попова // Аудиторские ведомости. 2014. № 7.
33. Бухгалтерия.ру: переквалификация гражданско-правового договора в трудовой договор. Как этого не допустить. URL: <http://www.buhgalteria.ru/article/n142174-> (Дата обращения: 22.06.2018).
34. Коммерческий директор: профессиональный журнал коммерсанта. 22 способа оптимизации налогов организации URL: <https://www.kom-dir.ru/article/1624-optimizatsii-nalogov-organizatsii> (Дата обращения: 22.06.2018).
35. Официальный сайт ФНС России. URL: <http://www.nalog.ru> (Дата обращения: 22.06.2018).
36. Помощь бизнесу: управление налоговыми рисками: мнение специалиста. URL: <http://bishelp.ru/business/buhuchet-nalogi/upravlenie-nalogovymi-riskami-mnenie-specialista> (Дата обращения: 22.06.2018).
37. Audit-it.ru: Налоговые риски и необоснованная налоговая выгода. URL: <https://www.audit-it.ru/articles/account/court/a53/929937.html> (Дата обращения: 22.06.2018).

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Чепкасов В.В. Налоговые риски как объект управления // Пермский финансовый журнал, 2018 № 2 (19). С. 130 –152.

Viacheslav V. Chepkasov

*Student of the 2nd year of a master's degree,
Finance, Credit and Exchange Business Department,
Perm State University*

Perm, Russia

Tax risk as an object of management

Abstract. The article is devoted to the topic of tax risk management. The purpose of the article is to characterize a tax risk as an object of management. The sources of information used during writing the article include science articles, practical papers and dissertations of Russian authors written between 2004 and 2018. The main methods used in this research are literature review, synthesis, generalization and systematization.

The article specifies tax risk definition as an object of management. It also finds out that the main tax risk factors are tax legislation changes, mistakes made during tax legal relationship, using tax optimization schemes and tax inspections.

The article gives a definition of tax risk management and defines its main purpose. As a result of legislation analysis and scientific researches review, the main methods of tax risk management are

defined. All methods are classified into groups based on different characteristics. One of classifications divides all tax risk management methods by the scope of application, including general and specific methods. General methods contain avoiding risks, limiting risks and diversification, while documentary evidence, tax consulting, implementing inner tax risk audit system and judicial precedent method are considered as specific methods. Taking into account all features of taxation system in Russia, the methods are assessed by their practical applicability.

In conclusion, all existing tax risk management methods can be classified by different characteristics. The process of tax risk management has a plenty of features that are defined by the nature of tax risk itself. In addition, the research shows that new universal methods of tax risk management should be created.

Key words: tax risks, tax risks factors, tax risk management, tax risk management methods, efficiency of tax risk management method, effectiveness of tax risk management method

References

1. The Tax Code of the Russian Federation (Part One). Federal Law № 146-FZ of July 31, 1998
2. The Tax Code of the Russian Federation (Part Two). Federal Law № 117-FZ of August 5, 2000
3. Federal Law No. 307-FZ of the Russian Federation of November 2, 2013 «Concerning the Introduction of Amendments to Article 12 of Part One and Article 30 of Part Two of the Tax Code of the Russian Federation»
4. Order of the Federal Tax Service of the Russian Federation №MM-3-06/333@ of May 30, 2007 «On the approval of the Field tax inspection planning system concept»
5. Order of the Ministry of Internal Affairs of the Russian Federation № MMV-7-2/481@ of May 29, 2017 «On the procedure of presenting the results of the operational and investigative activity to the tax authority»
6. Letter of the Federal Tax Service of the Russian Federation № SA-4-9/19592 of October 10, 2013 «On reviewing taxpayer complaints and tax disputes over unjustified tax benefits»
7. Letter of the Federal Tax Service of the Russian Federation № ED-4-9/22123@ «On the recommendations for application of the article 54.1 of the Tax Code of the Russian Federation»
8. Resolution of the Plenum of the Supreme Court of Arbitration of the Russian Federation № 53 of October 12, 2006 «On identifying validity of taxpayer to obtain tax benefits by arbitration courts»
9. Letter of the Federal Tax Service of the Russian Federation № ED-4-2/13650@ «On providing with Methodological recommendations on identifying circumstances indicating intention in the actions of taxpayer officials aimed at not paying taxes (fees)»



10. Bobrova A.V., Elijinskaya L. G.-G. Assessment and analysis of tax risks in entrepreneurship // Bulletin of South Ural State University, Series "Economics and Management". 2011. №41.
11. Vyatskova N.A. The question of the essence and classification of risk management methods// The problems of economics and management. 2015. № 9. pp. 15-26.
12. Goncharenko L. I. Tax risk: theory and practice of management / Finance and Credit, №2 (338), 2009. pp. 1-10.
13. Gorodilov M.A., Konyaeva T.V. Improvement of methods for estimation of tax burden in a group of companies // Perm University Herald. Economy. 2018, vol. 13, № 2, pp. 282-302.
14. Evloeva M.M. Tax risk management in the model tax control in universities // Russian Journal of Education and Psychology. 2012. №4 (12). pp. 3-10
15. Zamula E.V., Kuzmicheva I.A. Tax risks of the enterprise and the ways of their mini-minimization // International Journal of Applied and fundamental re-search. 2014. no. 8–3, pp. 118–122.
16. Ivanyan A.G., Che A.Yu. Tax Risks. Tax Bulletin. 2007. №10.
17. Kalashnikova E.L. Tax risks: assessment and their financial consequences. [Text] Abstract of the Ph.D of Economic Sciences (08.00.10). Elvira Leonidovna Kalashnikova. Baikal State University of economics and law - Irkutsk, 2007, 21 p.
18. Lavrentieva E.A. A scientific approach to tax risk management in shipping // Federal State-financed Educational institution of higher professional education Admiral Makarov State University of Maritime and Inland Shipping Herald. № 2. pp. 154-164.
19. Lomeyko A. V. Decision-making in tax risk management of commercial organizations. Abstract of the Ph.D of Economic Sciences [Text] // Anna Vladimirovna Lomeyko; Volgograd State University – Volgograd, 2011. – 35 p.
20. Migunova M.I. Financial risks in tax planning. [Text] Abstract of the Ph.D of Economic Sciences (08.00.10). Marina Ivanovna Migunova; Novosibirsk State University of Economics and Management. – Novosibirsk, 2006. – 27 p.
21. Pavlenko N.A. How to Classify Tax Risks // Your Tax Attorney. 2008. № 12.
22. Panskov V.G. Tax risks: taxpayers and state // Tax Bulletin. 2009. №1
23. Pinskaya M.R. Tax Risk: Essence and Development// Finance. 2009. № 2.
24. Safonova M.F., Reznichenko S.M. Analysis of the tax risk of organizations // Kuban State Agrarian University Scientific Journal. 2014. №101 (07). pp. 1-11.
25. Safonova M.F., Reznichenko S.M. Assessment of tax risk management efficiency // Innovative development of economy. 2017. №1(37). pp. 88-98.

26. Tikhonov D., Lipnik L. Tax planning and tax risk minimization. Moscow, Alpina Business Books P., 2004, 253 p.
27. Totskaia K.P. Development tax risk management methods in organization. [Text] Abstract of the Ph.D of Economic Sciences (08.00.10). Kseniia Pavlovna Totskaia; National Research Tomsk State University – Tomsk, 2012. – 27 p.
28. Tsyrkunova T.A., Migunova M.I. Tax risks: essence and classification // Finance and credit. 2005. № 3. pp. 48-52.
29. Chankseliani L.G. Tax risk management in commercial organizations [Text]. Abstract of the Ph.D of Economic Sciences (08.00.10). Chankseliani Lana Gogievna; Vologograd State University – Volgograd, 2011. – 36 p.
30. Chekulaeva E.N. Methods and stages of management of tax risks in the organizations // Innovative development of economy. 2012. № 4(10) pp.35-41
31. Shakirova D.Y., Zasko V.N. Tax analysis of contracts as a way to minimize tax risks // The RUSSIAN JOURNAL OF ENTREPRENEURSHIP. 2015. № 6. v. 16. pp. 853-862.
32. Shcherbakova N.S., Popova E.V. Tax Risks, their Essence and Evaluation. Audit Statements. 2014. № 7.
33. Buhgalteria.ru: turning a civil law contract into an employment contract. How to avoid it. URL: <http://www.buhgalteria.ru/article/n142174-> (application date: 22.06.2018).
34. Chief Commercial Officer. Professional journal for a businessman. 22 methods of tax optimization. URL: <https://www.kom-dir.ru/article/1624-optimizatsii-nalogov-organizatsii-> (application date: 22.06.2018).
35. The Federal Tax Service of the Russian Federation official website. URL: <http://www.nalog.ru> (application date: 22.06.2018).
36. Help for business. Tax risk management: expert's opinion. URL: <http://bishelp.ru/business/buhuchet-nalogi/upravlenie-nalogovymi-riskami-mnenie-specialista> (application date: 22.06.2018).
37. Audit-it.ru: Tax risks and unjustified tax benefit. URL: <https://www.audit-it.ru/articles/account/court/a53/929937.html> (application date: 22.06.2018).

Please cite this article in English as:

Chepkasov V.V. (2018), "Tax risk as an object of management", *Perm Financial Review*, no. 2 (19), pp. 130 – 152.

Научное издание

Подписано в печать 28.12.2018. Формат 60х84/8.
Усл. печ. л. 17,2. Тираж 500 экз. Заказ 126.12

Редакционно-издательский отдел
Пермского государственного национального исследовательского университета
614990, г. Пермь, ул. Букирева, д. 15

Отпечатано в типографии «Печатная студия XXI век»
614022, г. Пермь, ул. Карпинского, 17

Распространяется бесплатно