



Кафедра финансов, кредита
и биржевого дела ПГНИУ



НП «Клуб финансистов
Пермского края»

ISSN 2410-2776

№ 02 (15) | 2016

ПЕРМСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ЖУРНАЛ

Уважаемые читатели! Дорогие друзья!

Вот и заканчивается знаменательный для нас 2016 год. Пермский государственный национальный исследовательский университет отметил 100-летие. За свою вековую историю университет приобрел особый статус: форпост науки, вольномыслия, либерализма. Он стал плодотворной почвой для появления различных, непрерывно развивающихся институтов: экономических, социальных, политических, культурных. Благодаря этому 21.12.1991г. была создана кафедра «Финансов, кредита и биржевого дела» на базе кафедры «Планирования народного хозяйства и статистики» по инициативе Юрия Лазаревича Гантмана, который и стал первым ее заведующим.

Из воспоминаний Гантмана Ю.Л.: «В 1991 году планирование и статистика в традиционном советском понимании вступили в противоречие с зарождающейся в России рыночной экономикой. В России, и в Перми в частности, начался процесс возникновения, становления и развития первых коммерческих банков, инвестиционных институтов (в новой терминологии - профессиональных участников рынка ценных бумаг), страховых компаний, фондовых бирж, перестраивалась работа финансовых отделов, как промышленных предприятий, так и органов государственной власти и управления. Естественно, университетскому экономическому образованию была необходима перестройка. Это прекрасно понимал заведующий кафедрой Ю.Л. Гантман, который в это время сам активно занимался практической работой на финансовом рынке. Специализированная университетская кафедра для этого весьма подходила. Инициативу активно поддержали декан экономического факультета Ю.Ю. Миролюбов и заведующие других кафедр. Они помогли первоначальную идею всесторонне проработать, состыковать с направлениями развития других кафедр. Помогали все. Так, декан Ю.Ю. Миролюбов помог организовать первый набор студентов - банкиров для получения высшего образования на базе среднего специального. Заведующая кафедрой бухгалтерского учета Т.Г. Шешукова на протяжении нескольких лет, до открытия соответствующей кафедры специальности «Финансы и кредит» (1999 г.), помогала выпускать банкиров в рамках специальности «Бухгалтерский учет, анализ и аудит». Заведующий кафедрой экономической кибернетики В.И. Аверин явился «крестным отцом» кафедры - именно выпускники его кафедры (Ю.Л. Гантман, В.А. Баяндина, М.Ю. Молчанова) составили костяк новой кафедры. А своим названием кафедра обязана заведующему кафедрой менеджмента профессору, д.э.н. Р.А. Коренченко»¹.

В этом юбилейном номере мы поместили статьи наших студентов, преподавателей, сподвижников. Это – А.А. Моночков, работавший председателем ГЭК, а сегодня активно поддерживающий кафедру как соорганизатор конференций и олимпиад; представители старшего поколения преподавателей кафедры – А.И. Лобанов и О.Б. Ганин; сподвижник кафедры, поддерживающий нас в любых начинаниях – М.Р. Усманов; О.Н. Савина – вчерашний лаборант, выпускник, преподаватель, а сегодня – к.э.н., доцент Финансового университета при Правительстве РФ и наш верный партнер.

Центральное место в этом номере отведено молодому поколению кафедры: И.Г. Шапошников, А.С. Волегова – выпускники, а сегодня - преподаватели кафедры; магистранты кафедры – Э. Шагиахметова и Е. Петрайтис; А.И. Хисамова – представитель преподавателей, пришедших в этом году на кафедру.

Отдельно хочется сказать огромное спасибо за помощь в издании журнала Белоусову Андрею Михайловичу, директору по экономике и финансам ОАО «Редуктор-ПМ», и HR директору Западно-Уральского банка ПАО «Сбербанк России» Щукиной Наталье Николаевне.

С уважением, главный редактор журнала,
зав. кафедрой финансов, кредита и биржевого дела ПГНИУ
Молчанова Маргарита Юрьевна

¹ Гантман Ю.Л. К 10-летию кафедры // Современный финансовый рынок РФ: материалы региональной научно-практической конференции (21 декабря 2001г.) – Перм. ун-т – Пермь, С 3.

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»

Выходит 2 раза в год

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.)

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

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

Редакционная коллегия:

Белкин Владимир Алексеевич (д.э.н., г. Челябинск, Россия)
Гаджикурбанов Джабраил Магомедович (д.э.н., г. Ижевск, 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 Магомед 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)
Поляк Владимир Сергеевич (к.э.н., г. Реховот, Израиль)
Ролдугин Валерий Иванович (д.э.н., г. Рига, Латвия)
Фатхуллаева Хосият Хабибуллаевна (к.э.н., г. Душанбе, Таджикистан)

Верстка: Храпатая А.Г.

Редактор английского текста: Волегова А.С.

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 (209 каб.)
Тел.: + 7 (342) 2 396 294,
E-mail: PermFinance@psu.ru

Founders:

Perm State University, Financier's club of Perm region

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

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

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)

Vladimir S. Poljak (Associate Professor, Rehovot, Izrael)

Valery I. Roldugin (Professor, Riga, Latvia)

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

Page-proof: Anna G. Khrapataya

Editor of English version: Anna S. Volegova

Publication is included in national informational analytical system "Russian Index of Science Quotation".

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

Мнения практиков

Моночков А.А.
Рынки банковского кредитования
и микрофинансирования
в Пермском крае: состояние рынка

Научные исследования

Лобанов А.И., Митюшкина Е.Н.
Факторы стоимости предприятия:
общие понятия и классификация

Шапошников И.Г.
Банковское потребительское
кредитование в современных условиях

Волегова А.С.
Структурные проблемы российского
рынка структурированных продуктов

Хисамова А.И.
Оценка финансово-экономического
потенциала промышленных
предприятий Пермского края

Савина О.Н.
Оценка эффективности налоговых
льгот: действующие региональные
практики и проблемы их реализации

Дискуссии

Усманов М.Р.
2016. Что дальше? Продолжение пути!

Ганин О.Б.
К статье Усманова М.Р. «2016.
Что дальше? Продолжение пути!»

Статьи молодых ученых

Шагиахметова Э.А.
Особенности оценки эффективности
инвестиционных проектов
в электроэнергетике (на примере
консолидации электросетевых активов)

Петрайтис Е.Е.
Модель расчета ставки дисконтирования
для инвестиционно-строительных
компаний

Contents

Expert view

Monochkov A.A.
Bank lending
and microfinance in the Perm region:
market conditions

Academic researches

Lobanov A.I., Mityushkina E.N.
13 General definitions and classification of
enterprise value factors

Shaposhnikov I.G.
24 Consumer lending
in the current environment

Volegova A.S.
31 Structural problems of the Russian market
of structured products

Khisamova A.I.
49 Evaluation of financial
and economic potential
of industrial enterprises of Perm Region

Savina O.N.
64 Evaluation of the effectiveness of tax
incentives: current regional practices
and their implementation

Discussions

Usmanov M.R.
83 2016. What's next? Continued hard route!

Ganin O.B.
108 To the article of Usmanov M.R. "2016.
What's next? Continued hard route!"

Young scientist's articles

Shagiakhmetova E.A.
111 The features of efficiency estimation
of investment projects in the electric power
industry (using the example of the
consolidation of electric grid assets)

Petraitis C.E.
125 The model for calculating the discount rate
for the investment and construction
companies

УДК 336.71; 332.1 (470.53)

Моночков Алексей Алексеевич

*к.э.н., управляющий
Отделением по Пермскому краю
Уральского Главного управления
Центрального банка Российской Федерации,
г. Пермь, Россия*

57MonochkovAA@cbr.ru

Банковское кредитование и микрофинансирование в Пермском крае: состояние рынка

Аннотация. В статье приводится оценка состояния рынков банковского кредитования и микрофинансирования в Пермском крае в первом полугодии 2016 г. на основании анализа показателей их функционирования. Резкий спад, который испытал рынок банковского кредитования в регионе в конце 2014 – начале 2015 г. на фоне существенного ухудшения внешнеэкономических условий и ужесточения процентной политики Банка России, в первой половине 2016 г. сменился восстановительным ростом. Увеличение объемов кредитования наблюдается практически по всем видам экономической деятельности при сохранении отраслевой структуры. Увеличивается число кредитов и займов предприятиям малого и среднего бизнеса, а также физическим лицам, в особенности – ипотечное жилищное кредитование. Результаты опросов кредитных организаций позволяют прогнозировать сохранение спроса на заемные средства на сравнительно высоком уровне и дальнейшее смягчение ценовых и неценовых условий их предоставления. Вместе с тем сохраняются риски кредитования, прежде всего, в сфере строительства, торговли, потребительских товаров и услуг. Активное увеличение объемов предоставленных ипотечных кредитов и микрозаймов субъектам МСП обеспечивается государственными программами субсидирования ставок и поддержки через краевые и муниципальные институты развития. В целом восстановление рынка банковского кредитования происходит на фоне разнонаправленных тенденций, сохраняющегося уровня неопределенности в экономике региона и в определенной мере обусловлено стремлением кредитных организаций сохранить приемлемый уровень процентных доходов. В обозримой перспективе сохранится зависимость регионального рынка банковского кредитования от состояния экономики Пермского края, финансового состояния предприятий-заемщиков и процентной политики Банка России.

Ключевые слова: экономика региона, банки, микрофинансовые организации, Банк России, ключевая ставка, процентная политика, условия кредитования, кредит, микрозаем.

Рынок банковского кредитования играет ведущую роль в обеспечении субъектов экономики региона заемными средствами. Рост объема вновь выданных кредитов, наблюдавшийся в июле-декабре 2014 г., сменился резким спадом в январе 2015 г. Он был обусловлен ужесточением условий кредитования на фоне ухудшения экономических условий и значительного увеличения ключевой ставки Банка России. В течение первого полугодия 2016 г., вместе с восстановлением экономики и адаптацией финансовых рынков к текущей ситуации и снижением ключевой ставки, наблюдалось восстановление рынка кредитования.



Вновь выданные кредиты

В январе-июне 2016 г. объем вновь выданных кредитов по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (АППГ) вырос на 29% до 187 млрд. руб. При этом восстановление кредитования физических лиц происходило более высокими темпами: объем предоставленных им кредитов увеличился на 51%, в то время как корпоративные клиенты банков получили кредитов больше на 19%, субъекты малого и среднего предпринимательства (МСП) – на 30%.

При этом объем выданных ипотечных кредитов вырос в 1,5 раза, превысив 12 млрд. руб., что на 50% выше аналогичного периода прошлого года. Существенную поддержку увеличению объемов ипотечного заимствования оказала государственная программа по субсидированию процентных ставок по кредитам на приобретение жилья в новостройках.

В текущем году приоритеты при кредитовании субъектов экономики Пермского края в разрезе видов экономической деятельности сохранились.

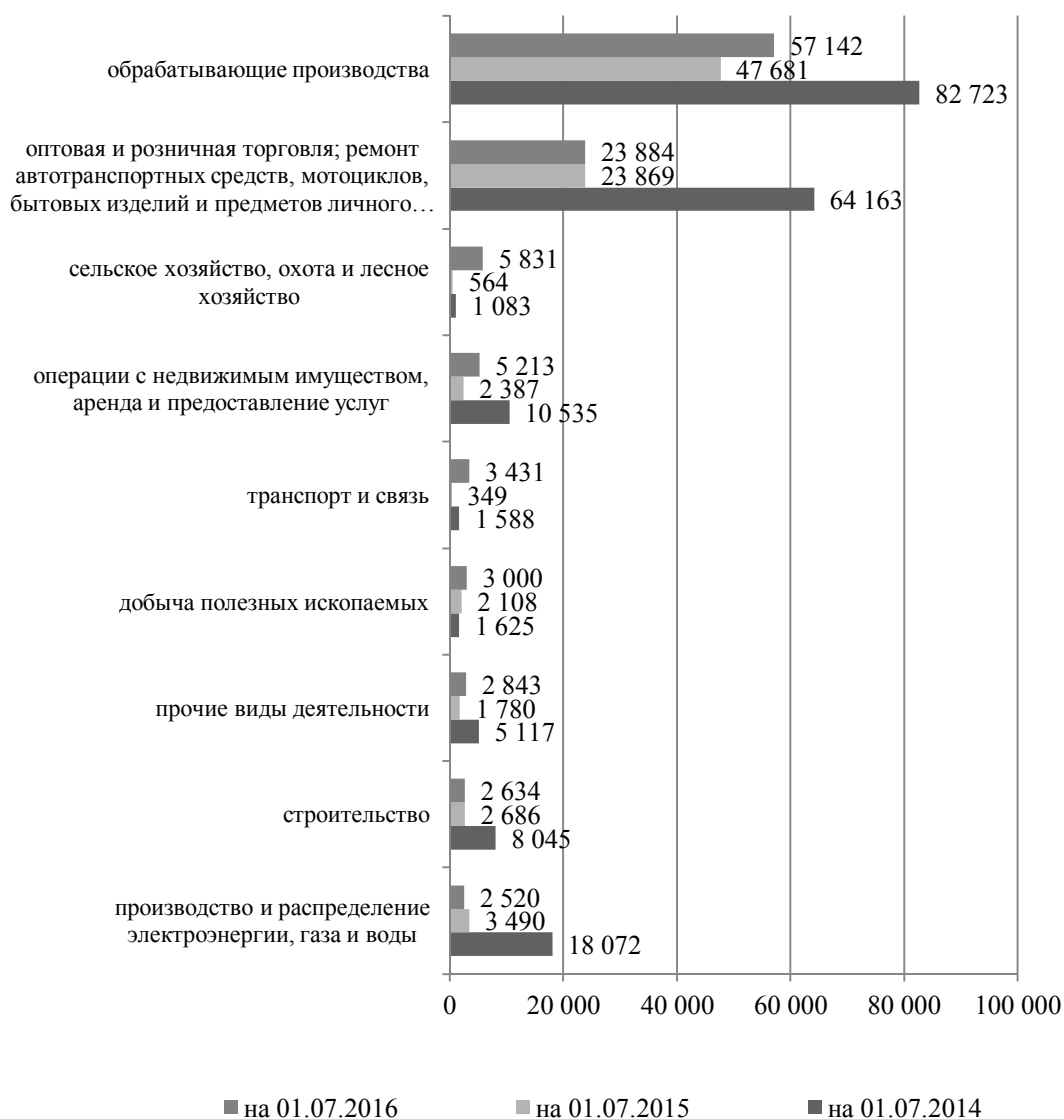


Рис. 1. Объем вновь выданных кредитов, млрд. руб.

Основная доля предоставленных в первом полугодии 2016 г. кредитов по-прежнему приходилась на такие отрасли, как обрабатывающие производства (30% от общего объема) и оптовая и розничная торговля (13%). При этом наибольшие темпы восстановления объемов кредитования продемонстрировали такие отрасли как транспорт и связь, сельское хозяйство.

Объем предоставленных кредитов предприятиям по производству и распределению электроэнергии, газа и воды, а также строительной отрасли по сравнению с первым полугодием 2015 г. снизился.

Банки воздерживаются от активного кредитования предприятий строительной отрасли в силу ряда причин: из-за непрозрачности заемщиков, сравнительно большой доли просроченной задолженности данной категории клиентов и т.д. Кредиты предоставляются конечным потребителям на рынке – ипотечным заемщикам, которые затем направляют средства строительным компаниям по договорам долевого участия в строительстве и, таким образом, фактически принимают на себя значительную часть рисков, связанных с данным видом экономической деятельности.

Необходимо отметить, что, несмотря на высокие темпы восстановления кредитования по отдельным направлениям и отраслям, за шесть месяцев 2016 г. не были достигнуты пиковые показатели 2014 г.

Срочная задолженность

Темп прироста объема кредитного портфеля за 6 месяцев текущего года по сравнению с АППГ составил 5%. Объем срочной задолженности по кредитам, предоставленным кредитными организациями РФ субъектам экономики Пермского края, на 01.07.2016 составил почти 645 млрд. руб.

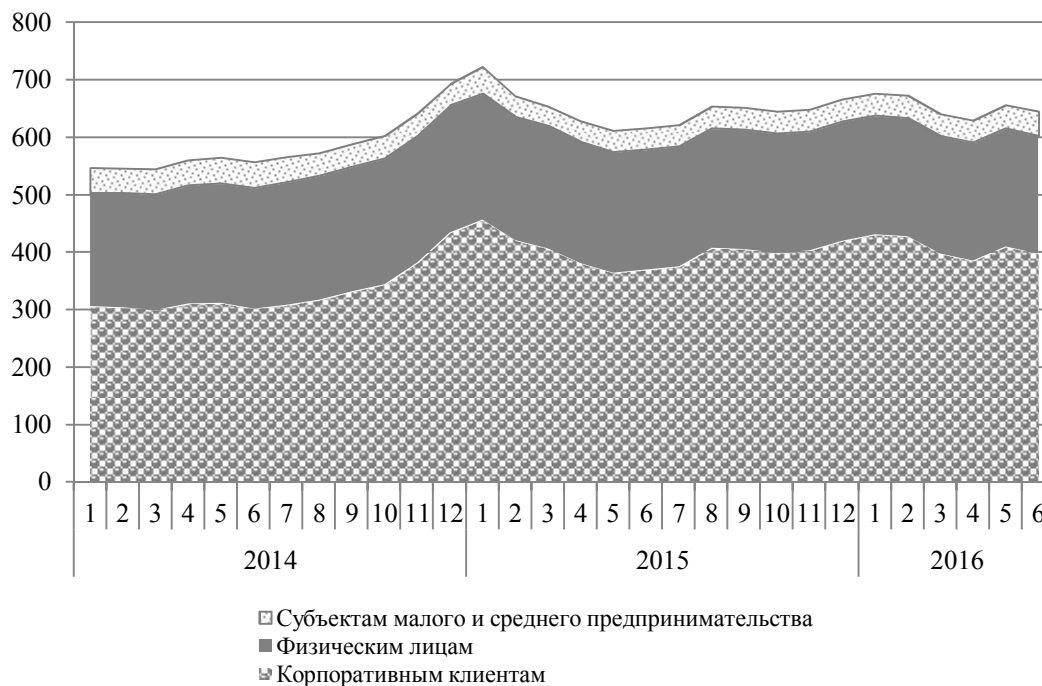


Рис. 2. Объем срочной задолженности по кредитам, предоставленным субъектам экономики Пермского края, млрд. руб.



При этом объем срочной задолженности по кредитам корпоративным клиентам вырос на 8% и составил 398 млрд. руб. Наибольшую долю составляют кредиты, выданные предприятиям обрабатывающего производства (48%). Рост кредитного портфеля данного вида деятельности по отношению к АППГ составил 5 процентных пунктов (п.п.), из них большая часть – это химическое производство. Задолженность по кредитам, выданным предприятиям оптовой и розничной торговли, составляет 6% в общем объеме портфеля, по данному показателю наблюдается снижение на 2 п.п. по отношению к АППГ.

Задолженность субъектов малого и среднего предпринимательства в первом полугодии 2016 г. возросла на 13% и составила 41 млрд. руб. При этом задолженность по кредитам, предоставленным физическим лицам, снизилась на 2% и составила чуть менее 206 млрд. руб. Вместе с тем общий объем задолженности по ипотечным кредитам вырос на 20% и составил 81 млрд. руб., при этом доля просроченной заложенности по данному виду кредитов остается по-прежнему самой низкой во всех сегментах кредитования и колеблется в пределах 2%.

Увеличение объема срочной задолженности в первом полугодии 2016 г. носило нестабильный характер: в январе-апреле и июне 2016 г. было зафиксировано снижение его абсолютного значения. Это, в свою очередь, приводит к снижению процентных доходов банков, что является для них стимулом наращивания объемов кредитования. По данным кредитных организаций, основным препятствием к активизации выдачи кредитов является нехватка заемщиков, чья деятельность достаточно стабильна и прозрачна для банков.

Риски кредитования

Просроченная задолженность по всем сегментам кредитования в рассматриваемом периоде выросла на 5% и составила 33 млрд. руб. При этом наибольшая доля в общем объеме просроченной задолженности приходится на потребительские кредиты физических лиц (56%).

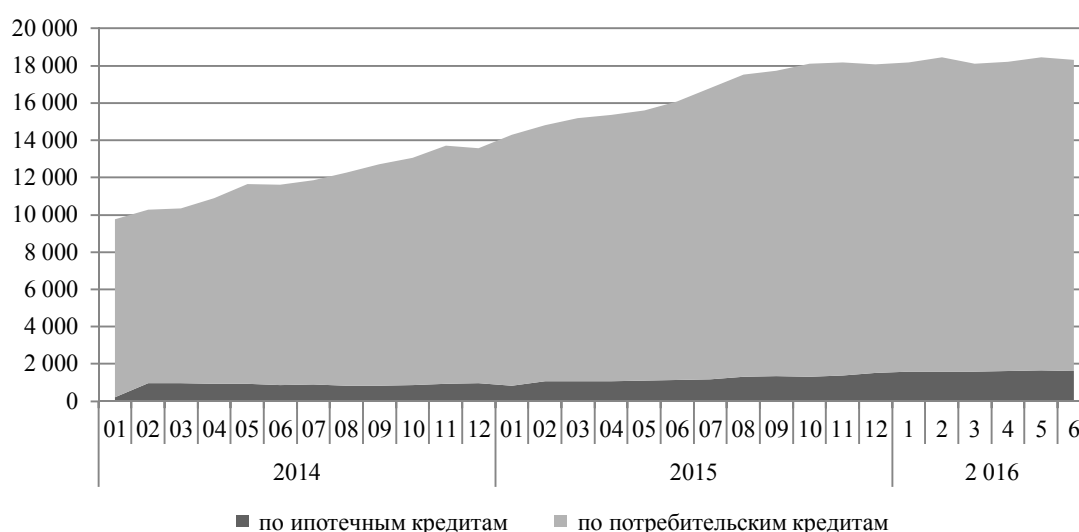


Рис. 3. Объем просроченной задолженности по кредитам физическим лицам, зарегистрированным на территории Пермского края, млрд. руб.

По кредитам корпоративным клиентам отмечается снижение доли просроченной задолженности с 2,3% до 1,7%. Наибольшая доля просроченной задолженности отмечается по кредитам, выданным организациям, занимающимся строительством и оптовой и розничной торговлей: 10% и 20% соответственно. Сравнительно высокая доля просроченной задолженности – одна из причин, по которой привлекательность кредитования предприятий строительной отрасли для банков остается на низком уровне.

Доля просроченной задолженности в общем объеме срочной задолженности по кредитам субъектам экономики Пермского края в рассматриваемом периоде составила 5%, что говорит о достаточно высоком уровне стабильности банковской системы региона, достигнутой благодаря взвешенной политике деятельности банков и эффективной работе регулятора отрасли.

Условия кредитования

Средневзвешенные процентные ставки по краткосрочным и долгосрочным рублевым кредитам в условиях смягчения процентной политики Банка России снижаются, но продолжают оставаться на сравнительно высоком уровне.

По состоянию на 01.07.2016 г. средневзвешенные процентные ставки по краткосрочным кредитам всех видов заемщиков снизились на 2 п.п. и составили: по кредитам физическим лицам – 18%, по кредитам МСБ – 16%, по кредитам нефинансовым организациям – 14%.

По долгосрочным кредитам средневзвешенные процентные ставки выросли на 1 п.п. и составили: по потребительским кредитам физическим лицам – 17%, по ипотечным кредитам – 13%, по кредитам МСБ – 18%, по кредитам нефинансовым организациям – 15%.

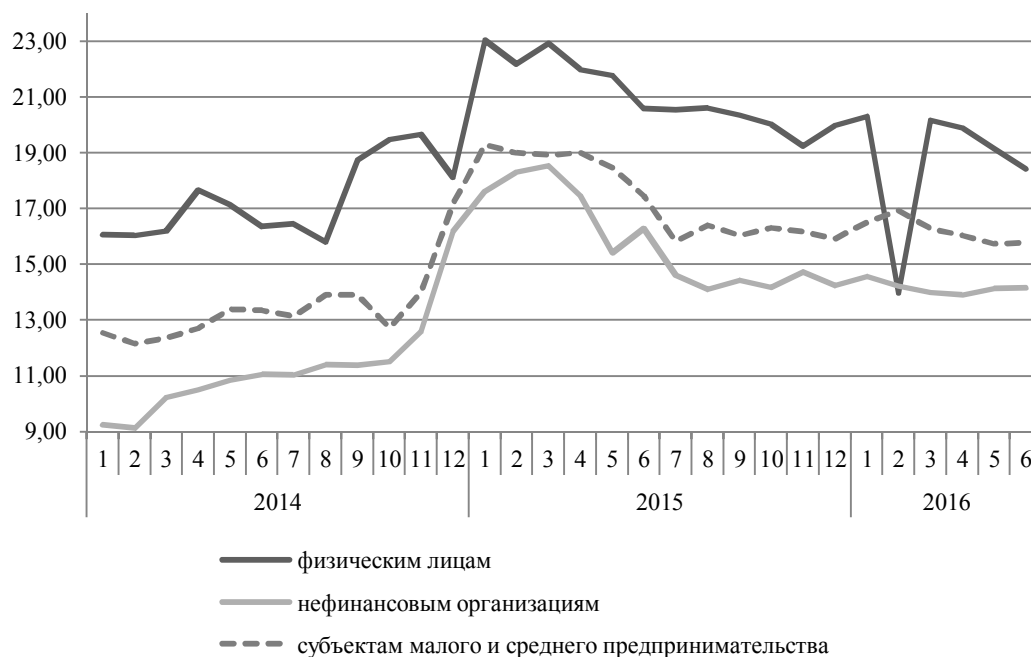


Рис. 4. Средневзвешенные ставки по краткосрочным кредитам, проценты

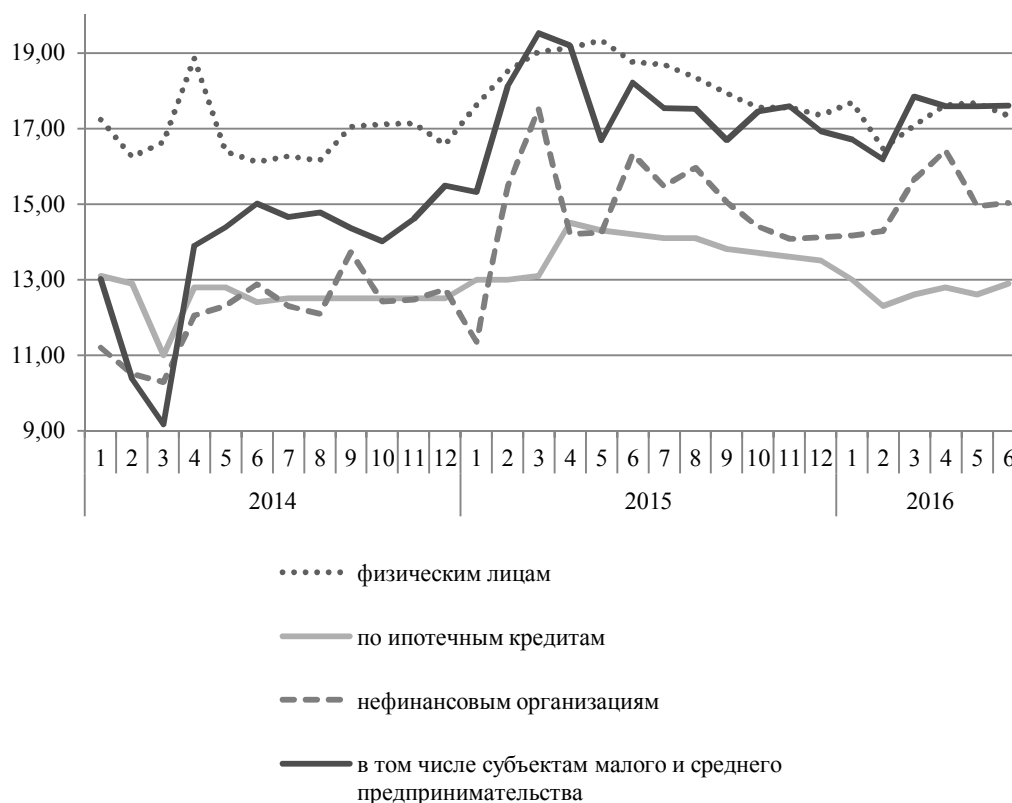


Рис. 5. Средневзвешенные ставки по долгосрочным кредитам, проценты

В период с начала 2014 г. по 1 квартал 2015 г. неценовые условия кредитования находились в зоне ужесточения.* В это время для банков, кредитовавших заемщиков Пермского края, основными факторами, влиявшими на ужесточение условий банковского кредитования, были проблемы с получением фондирования как на внутренних, так и на внешних рынках, ужесточение параметров операций денежно-кредитной политики Банка России, изменение политики управления активами и пассивами банков, ситуация в нефинансовом секторе экономики.

Начиная со второго квартала 2015 г., наметилось смягчение условий банковского кредитования. Основную роль в этом сыграли смягчение условий проведения операций денежно-кредитной политики Банка России, повышение доступности внутреннего фондирования и рост конкуренции в банковской сфере. В совокупности все это привело к положительной динамике увеличения объемов кредитования в 2016 г. В дальнейшем кредитные организации ожидают незначительный рост доступности банковских ресурсов для всех сегментов кредитного рынка, кроме крупного бизнеса.

*Данные результатов ежеквартального обследования условий банковского кредитования, проводимого Банком России. В опросе участвуют региональные кредитные организации, филиалы инорегиональных кредитных организаций и внутренние структурные подразделения инорегиональных кредитных организаций, доля кредитного портфеля которых составляет более 70% в общем объеме кредитного портфеля заемщиков Пермского края.

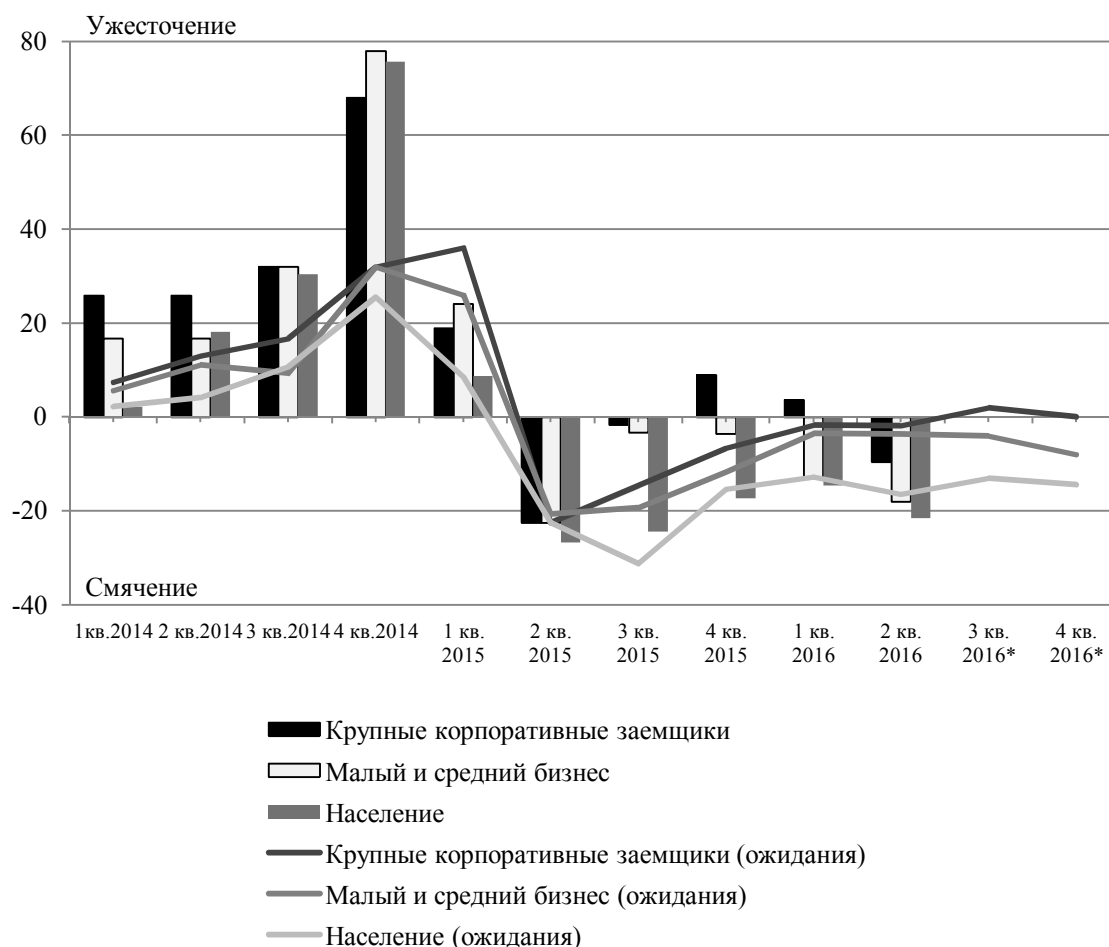


Рис. 6. Динамика индекса условий банковского кредитования*

Увеличение объемов банковского кредитования субъектов экономики Пермского края в первом полугодии 2016 г. происходило на фоне снижения ключевой ставки Банка России и в условиях смягчения ценовых и неценовых условий договоров. При этом приоритетными направлениями предоставления кредитов для банков оставались промышленность (за исключением строительной отрасли), сельское хозяйство, субъекты МСП, а также ипотечное жилищное кредитование физических лиц.

Рынок микрофинансирования

Собственную нишу в обеспечении субъектов экономики Пермского края заемными средствами нашли и участники рынка микрофинансирования, прежде всего – микрофинансовые организации (МФО). На 30.06.2016 в государственном реестре МФО насчитывалось 96 компаний, зарегистрированных в регионе.

Показатели деятельности МФО демонстрируют значительный рост: в первом полугодии 2016 г. количество договоров займа, заключенных с

* С целью оценки условий кредитования Пермского края применены диффузные индексы, которые рассчитываются следующим образом: (% банков, сообщивших о существенном ужесточении условий кредитования) + 0,5* (% банков, сообщивших об умеренном ужесточении условий кредитования) — 0,5* (% банков, сообщивших об умеренном смягчении условий кредитования) — (% банков, сообщивших о существенном смягчении условий кредитования).



юридическими лицами, увеличилось по сравнению с январем-июнем 2015 г. на 60%, с индивидуальными предпринимателями (ИП) – на 40%, с физическими лицами – почти в 2 раза.

Сумма выданных микрозаймов возросла с 430 до 720 млн. руб. Средняя сумма займов, выданных юридическим лицам, составила 935 тыс. руб., ИП – 472 тыс. руб., потребительских микрозаймов – 10 тыс. руб.

Объем займов, предоставленных юридическим лицам, увеличился в 2 раза, ИП – в 1,3 раза. Их доли в общем портфеле микрозаймов составили 23% и 29% соответственно. Объем средств, предоставленных физическим лицам, возрос на 20%. Потребительские микрозаймы составили 48% в общей сумме выданных займов. Этот показатель демонстрирует снижение: в первом полугодии 2015 г. он составлял 67%.

Сумма задолженности по выданным микрозаймам увеличилась на 82% и составила почти 680 млн. руб. В основном рост был обеспечен займами индивидуальным предпринимателям и юридическим лицам, предоставленными государственными и муниципальными институтами поддержки предпринимательства.

В указанный период сумма задолженности по микрозаймам, выданным физическим лицам в сумме не более 45 тыс. руб. на срок до двух месяцев, возросла на 30% до 60 млн. руб.

Очевидно, что объем средств, предоставляемых субъектам экономики региона МФО, не сопоставим с объемами банковского кредитования. Вместе с тем, рынок микрофинансирования выполняет важную функцию, предоставляя заемные средства начинающим предпринимателям и МСП. Благодаря программам государственной поддержки малых и средних предприятий ставки по продуктам МФО для данной категории заемщиков находятся на сравнительно низком уровне – от 10% годовых.

Подводя итог, следует отметить, что в рассматриваемый период увеличение объемов предоставленных заемных средств происходило на фоне разнонаправленных тенденций в экономике региона. В определенной мере оно было продиктовано стремлением финансовых организаций сохранить объем процентных доходов при поддержании приемлемого уровня риска и действием программ государственной поддержки отдельных направлений кредитования (ипотечного кредитования, поддержки МСП). Зависимость регионального рынка банковского кредитования от состояния экономики Пермского края и финансового положения предприятий-заемщиков, процентной политики Банка России в обозримой перспективе сохранится.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Моночков А.А. Банковское кредитование и микрофинансирование в Пермском крае состояние рынка // Пермский финансовый журнал. 2016. №2 (15). С. 4 – 12.

Alexey A. Monochkov

*Associate Professor,
Head of Perm Regional Department of Central Bank of Russia,
Perm, Russia*

Bank lending and microfinance in the Perm region: market conditions

Abstract. The issue provides the estimation of loan market of the Perm Region at the first half of 2016, based on public indexes. The slump of regional market in late 2014 - early 2015 against the background of significant deterioration in the external economic environment and the tightening of the interest rate policy of Bank of Russia, turn to recovery growth in the first half of 2016.

The loans values increase almost by all sectors of economic activity. The lending to small and medium-size businesses and households, especially mortgage, shows perceptible increment. The interview of bank managers predicts the high demand on loans with continued easing of lending conditions. Nevertheless, the risks of loan defaults in some sectors, particularly in building and commerce, remains high. The increase of mortgage and microcredits to small and medium-size businesses takes place mostly due to government and municipal support.

The recovery of regional loan market occurs upon controversial circumstances in the economy and basically caused by intense of banks management to preserve admissible value of percent profit. The dependence of regional loan market upon local economy conditions, financial position of borrowers and interest rate policy of Bank of Russia will remain the same in the future.

Keywords: regional economy, bank, Central Bank of Russia, key rate, percent policy, lending conditions, loan, microcredit.

Please cite this article in English as:

Monochkov, A.A. (2016), "Bank lending and microfinance in the Perm region: market conditions", *Perm Financial Review*, no.2 (15), pp. 4 – 12.



УДК 336

Лобанов Александр Иванович

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

Lai2644@gmail.com

Митюшкина Елена Николаевна

*доцент факультета подготовки
управляющих высшей квалификации
ГАОО ДПО «Институт повышения квалификации - РМЦПК»
г. Пермь, Россия*

Elena2984103@yandex.ru

Факторы стоимости предприятия: общие понятия и классификация

Аннотация. В рыночной экономике предприятия могут быть представлены как центры активной деятельности людей, в которых целенаправленно, как правило, в течение длительного срока производятся блага для удовлетворения спроса в условиях определенного риска. И чем лучше удовлетворяется спрос за счет предложения, тем выше показатели, оценивающие эффективность функционирования данного предприятия.

Поэтому лица, принимающие решения, должны применять адекватные методы для увеличения эффективности производства материальных благ, не забывая при этом, что само предприятие является социотехнической системой. Такой финансовый инструмент как стоимость предприятия становится популярным. А максимизация этой стоимости становится задачей финансового менеджмента.

В статье обосновано понятие фактора стоимости как целенаправленное формирование процесса деятельности предприятия (управление капиталом и землей) и процесса влияния на работников (управление персоналом).

Сформулирована точка зрения авторов на классификацию факторов стоимости компании как взаимосвязанный конгломерат внешних и внутренних факторов. В соответствии со своим видением рынка и современной экономической ситуацией подробно анализируется роль нематериальных активов в управлении стоимостью предприятия через формирование темпов инновации, обновление технологий производства и продукции.

Делается вывод о том, что методология бухгалтерского учета не позволяет отразить затраты, связанные с созданием структурного, человеческого и маркетингового капитала.

В статье предложены принципы и порядок определения набора факторов стоимости и показателей деятельности предприятия в процессе оценки его стоимости.

Ключевые слова: предприятие, стоимость, управление стоимостью, факторы стоимости.

Оценка как новое направление рыночной инфраструктуры возникла в связи с необходимостью разрешения имущественных споров, в которых стороны для определения объективной стоимости того или иного имущества были вынуждены прибегать к услугам независимых ценовых арбитров. На сегодняшний день развития страны с новой нарождающейся рыночной экономикой услуги ценовых арбитров понадобились с первых же шагов. Первая редакция Закона о приватизации предполагала, что предприятия должны приватизироваться с учетом их предполагаемой доходности. По - сути, это первое столкновение с проблемой оценки. И нежелание своевременно решать эту проблему, и дальнейшее применение схемы приватизации по остаточной стоимости привело к известным всем плачевным результатам.

С развитием экономики потребность в услугах оценки последовательно возникала при определении эффективности инвестирования средств в производство, при достройке незавершенного строительства, при получении кредитов под залог собственности, прежде всего, недвижимости, внесении в уставный капитал предприятий имущественных вкладов, определении стоимости ущерба, нанесенного имуществу, в том числе застрахованному. Услугами экспертов широко пользуются при купле-продаже квартир, земельных участков, дачных строений и коттеджей. Дальнейшее развитие экономики, законодательной базы и предпринимательства в стране убедительно и закономерно показали, что бизнес и его развитие связаны прочно со всеми видами имущества и правами собственности. И обоснованный расчет соотношения всех его видов и правильное использование активов в данном бизнесе позволяют получать наилучший эффект, а значит, прибыль и развитие последнего. А самым сложным бизнесом является предприятие как имущественный комплекс.

В рыночной экономике предприятия могут быть описаны как центры активной деятельности людей, в которых целенаправленно, как правило, в течение длительного срока производятся блага для удовлетворения спроса в условиях определенного риска. Именно в сложном взаимодействии и взаимоотношении спроса и предложения находит свою реализацию основной побудительный мотив создания предприятия. Так как, чем лучше удовлетворяется спрос за счет предложения, тем эффективнее выполняет предприятие свое предназначение, тем выше показатели, оценивающие эффективность функционирования данного предприятия. Поэтому лица, принимающие решения, должны применять адекватные методы для увеличения эффективности производства материальных благ. Причем необходимо иметь в виду, что само предприятие является социотехнической системой. Центральное место в данной социотехнической системе занимают индивидуальные решения, которые должны основываться на системе целей и ответственности за риск.

Определение стратегической цели развития предприятия является сложным, интегрирующим процессом, который направлен на качественное улучшение стратегических и оперативных решений менеджмента на всех уровнях организации [1]. И если в рамках действующего финансового менеджмента организации цель может быть описана как повышение стоимости компании, то это позволит:

- реализовать стоимостной подход к управлению, при котором вся система управления компанией ориентирована на максимизацию стоимости бизнеса;



- максимально учесть интересы не только собственников, но и других заинтересованных сторон;
- акцентировать внимание на стратегическом временном отрезке времени (прогнозный период) в целеполагании;
- учесть фактор неопределенности и риска при принятии управленческого решения.

Следовательно, можно констатировать, что стратегия предприятия, основанная на стоимостном подходе должна включать в себя:

- финансовое моделирование стратегических сценариев с помощью финансовых моделей предприятия [2];
- оценку стратегических альтернатив по степени их влияния на долгосрочную стоимость компании;
- ранжирование инвестиций по степени важности для стратегии.

В перспективе стратегическая цель детализируется в целях и задачах второго, третьего и т.д. уровнях. Для такой декомпозиции и детализации важнейшим инструментом является выделение факторов стоимости. Где под фактором стоимости нами понимается некая переменная, от которой зависит результативность предприятия (например, эффективность производства или удовлетворение потребителей). В литературе единицы измерения факторов стоимости называют ключевыми показателями деятельности компании (КПД) [3].

Существует трехуровневая классификация, позволяющая описать факторы стоимости. Она определяется:

- вектором воздействия на факторы стоимости, (внешним или внутренним по отношению к компании);
- видом деятельности компании с точки зрения формирования денежного потока (операционной, финансовой или инвестиционной деятельностью компании) (рис. 1).

К факторам дальнего окружения относятся следующие группы факторов:

- факторы социальной среды;
- факторы экономического развития;
- политические факторы;
- экологические факторы;
- факторы развития научно-технического прогресса.

К факторам ближнего окружения относятся факторы рыночного характера: поведение и рыночное давление поставщиков, покупателей, потребителей, наличие конкурентов и острота конкурентной борьбы, которая может зависеть от множества условий, в частности от жизненного цикла отрасли, дифференциации продукта, норме прибыльности и пр.

Классификация внутренних факторов в данном случае основана на финансовой группировке денежных потоков в зависимости от видов деятельности: операционной, инвестиционной или финансовой.

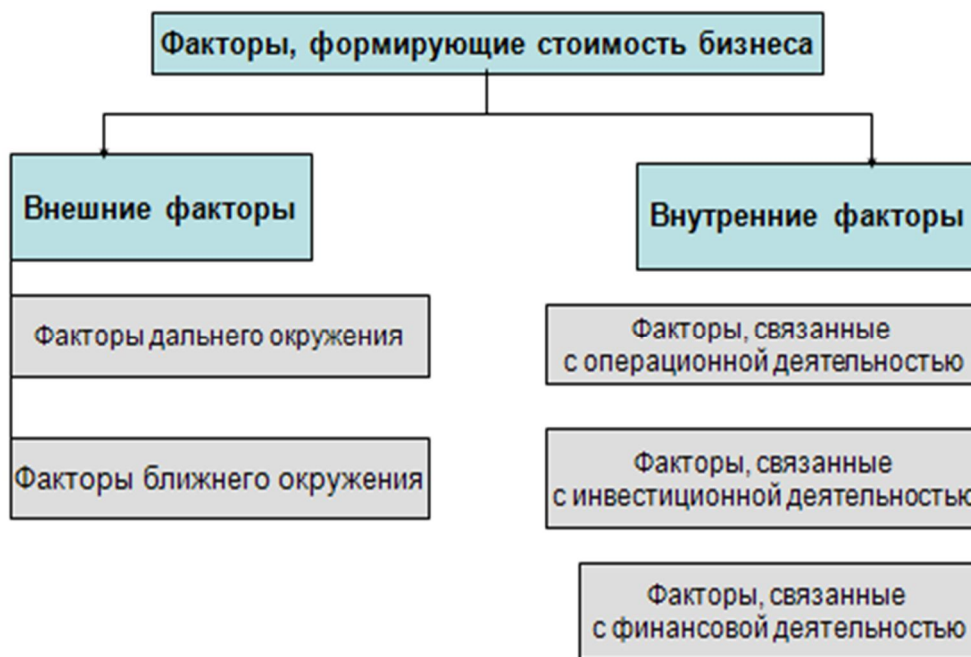


Рис. 1. Классификация факторов стоимости

Рассмотрим факторы стоимости, определяемые **операционной деятельностью компании**. Денежный поток, который формируется в рамках операционной деятельности компании, получается в результате производства и реализации продукции (работ, услуг) данной компании (рис. 2).

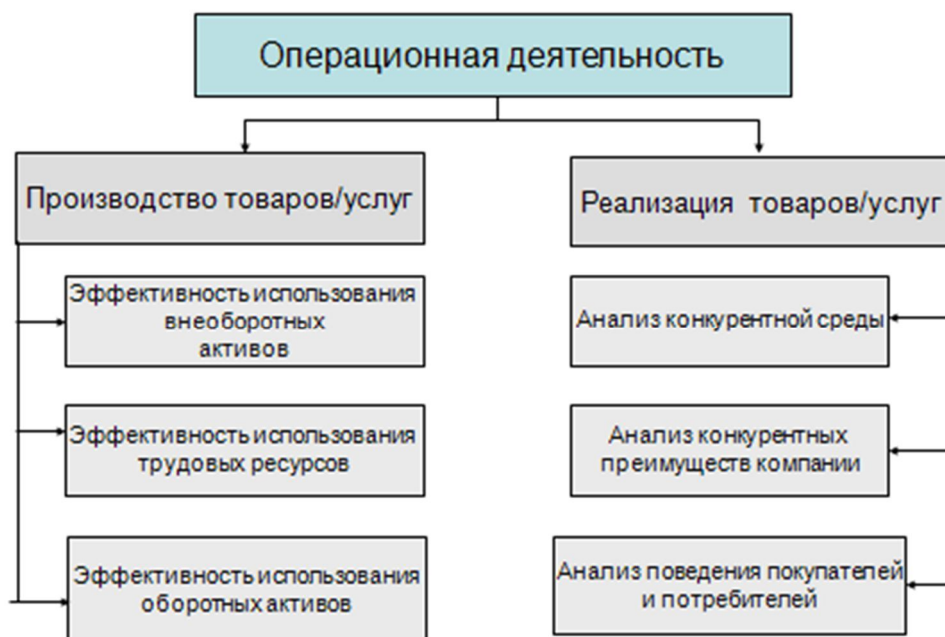


Рис. 2. Факторы стоимости операционной деятельности



Из данного определения следует, что вся операционная деятельность может быть разбита на две области: область производства продукции и область ее реализации. Несмотря на то, что обе области, объединены единым определением – операционная деятельность – они имеют существенные различия.

1-я. область производства продукции (работ, услуг) связана в первую очередь с использованием всех имеющихся ресурсов компании.

2-я. область реализации связана с рыночными позициями компании, именно устойчивость рыночной позиции позволяет реализовывать компании определенное количество продукции по определенной цене, формируя тем самым выручку компании.

Рассмотрим область производства товаров (услуг) компании. Основными факторами, формирующими стоимость компании, являются: эффективность использования внеоборотных и оборотных активов, к которым относятся материальные, финансовые, интеллектуальные активы, эффективность использования трудовых ресурсов, а также показатели деловой активности, к которым можно отнести оборачиваемость запасов, дебиторской задолженности, кредиторской задолженности и инвестированного капитала.

Область реализации товаров (работ, услуг) является самой важной, т.к. именно в этой области формируется основной денежный поток от реализации товаров. Во многом денежный поток от реализации формируется под влиянием конкурентной среды, сформировавшейся вокруг компании и устойчивости рыночной позиции компании. Из перечисленных характеристик, видно, что для изучения денежного потока от реализации и выделения факторов, формирующих стоимость, недостаточно показателей, которые получены из управленческой или финансовой отчетности компании, необходимо проанализировать данные о деятельности других компаний, конкурентов на рынке, потенциальных конкурентов, поведения покупателей и поставщиков. С этой целью можно использовать такой аналитический инструмент, как анализ конкуренции при помощи модели Портера [4].

Данная модель позволяет проанализировать рынок и отрасль с точки зрения воздействия пяти основных сил, формирующих напряжение конкурентной борьбы: конкуренция среди существующих действующих «игроков» отрасли и рынка, воздействие на конкурентные позиции компании поставщиков, воздействие на конкурентные позиции компании покупателей, влияние на обострение конкурентной борьбы со стороны потенциальных «игроков», и воздействие на конкуренцию товаров-заменителей.

С точки зрения выделения факторов стоимости данный инструмент позволяет выделять угрозы и возможности, влияющие на текущее и будущее развитие бизнеса. Угрозы и возможности в сочетании с ресурсами компании могут трактоваться либо как риски компании, либо как усиливающиеся конкурентные позиции объекта исследования (компании).

Рассмотрим факторы стоимости, определяемые **финансовой деятельностью компании**. Финансовая деятельность компании связана с привлечением заемных и собственных средств. Источники финансирования деятельности компании представлены на рис. 3.

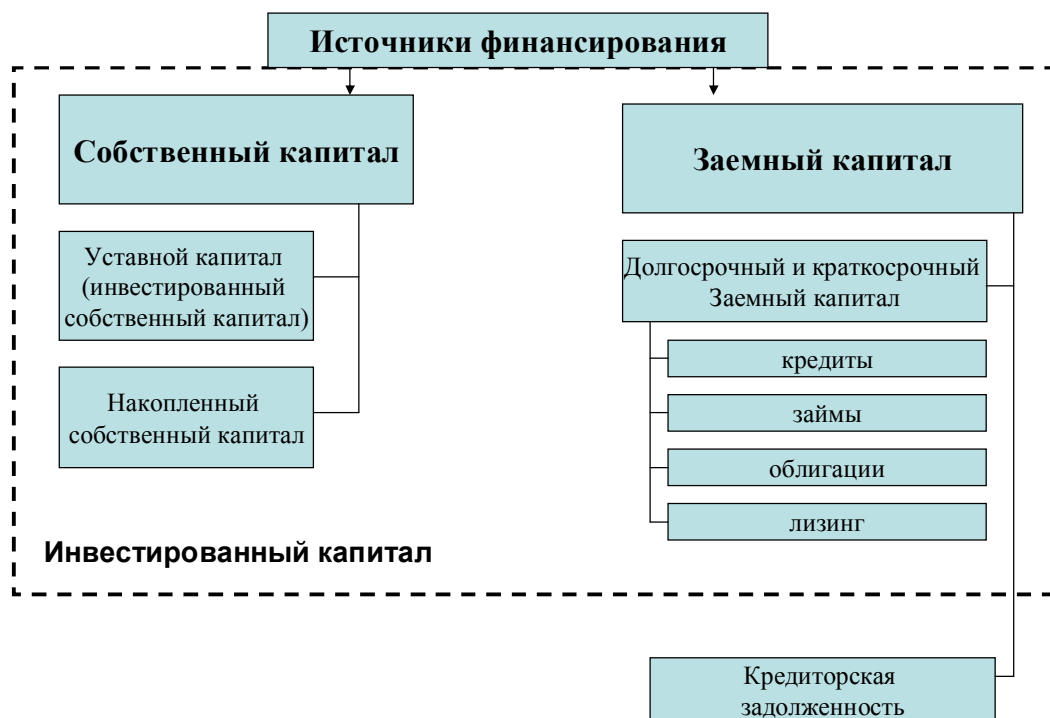


Рис. 3. Факторы стоимости финансовой деятельности

На рисунке видно, что не все заемные источники являются инвестированным капиталом, к нему относятся только платные формы заемного капитала, кредиторская задолженность из инвестированного капитала исключается. Таким образом, аналитические процедуры по выявлению факторов стоимости могут быть направлены на изучение эффекта финансового рычага, определение оптимальной структуры финансирования и расчет средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Где под эффектом финансового рычага мы понимаем анализ влияния использования заемного капитала на показатель чистой прибыли предприятия, а средневзвешенную стоимость капитала рассчитывают по известной формуле, учитывающей долю заемного и собственного капитала с учетом стоимости этих двух составляющих и корректировкой стоимости заемного капитала на налоговый щит.

Рассмотрим факторы стоимости, связанные с **инвестиционной деятельностью компании**. Инвестиционная деятельность компании связана с формированием портфельных и реальных инвестиций.

Роль инвестиционной деятельности в создании стоимости компании связана, прежде всего, с обеспечением возможностей для роста и расширения бизнеса в стратегической перспективе. Основные элементы внеоборотных активов – это основные средства, нематериальные активы и финансовые вложения. В последнее время, значение вклада в создание стоимости перемещается от основных средств в сторону нематериальных активов. Важнейшими видами нематериальных активов для предприятий производственного сектора экономики являются нематериальные активы, связанные с технологическими и инновационными преимуществами (исключительные права на изобретения, полезные модели, секреты производства, НИОКР, и пр.) и с маркетинговой деятельностью (торговые марки, бренды, затраты на PR и пр.) (рис.4).

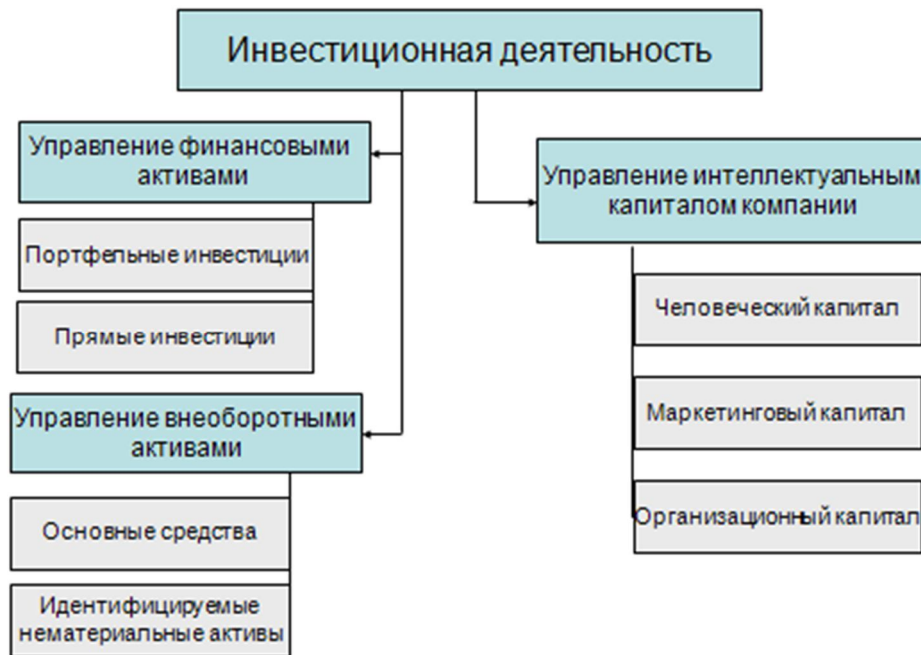


Рис. 4. Факторы стоимости инвестиционной деятельности

Ключевой компетентностью финансового менеджмента в инновационной экономике является управление интеллектуальным капиталом компании. Интеллектуальный капитал компании – это совокупность неидентифицируемых нематериальных активов, которые полностью или частично управляются компанией, способны приносить дополнительную ценность и являются результатом генерации знаний и навыков внутри компании [5]. Главная функция интеллектуального капитала – увеличивать прирост прибыли за счет формирования и реализации необходимых предприятию системы знаний, навыков, связей, отношений, которые, в свою очередь обеспечивают высокоэффективную хозяйственную деятельность предприятия. Считается, что именно интеллектуальный капитал формирует темп инноваций, определяет характер обновления технологий производства и продукции, выпускаемой предприятием. Данные улучшения и инновации, в последующем становятся основой конкурентного преимущества, а также позволяют управлять устойчивостью завоеванных рыночных позиций.

К идентифицируемым нематериальным активам относятся:

Изобретения, полезные модели, промышленные образцы, исключительные права владельцев на товарные знаки и знаки обслуживания, исключительное право владельца на наименование места нахождения товара, исключительные права патентообладателя на селекционные достижения, а также право на осуществление лицензируемого вида деятельности, право на пользование природными ресурсами, право пользования земельными участками и другим имуществом. Отдельно стоят авторские и смежные права.

К неидентифицируемым нематериальным активам относятся: человеческий, структурный (организационный) и маркетинговый (рыночный) капитал [6].

Человеческий капитал – знания, опыт, навыки и компетенции конкретных работников предприятия. Каждый индивидуальный опыт посредством бизнес-

процессов и организационной культуры компании объединяется в целостную экономическую систему в рамках рассматриваемого предприятия. И этим самым обеспечивает значительный прирост стоимости этому предприятию. Но данный вид капитала не отчуждаем от его обладателей.

Структурный капитал – к нему относятся информационные системы, система финансовых взаимоотношений, инструкции, положения, стандарты и пр.

Клиентский капитал – система сложившихся долгосрочных, партнерских и взаимовыгодных взаимоотношений предприятия со своими клиентами и покупателями.

В современный период развития экономики у многих предприятий существуют проблемы, связанные с управлением интеллектуальным капиталом. Связано это, прежде всего, с тем, что методология современного бухгалтерского учета не позволяет отразить затраты, связанные с созданием структурного, человеческого и маркетингового капитала.

Кроме того, современное производство становится все более капиталоемким, особенно в условиях России. Поэтому основные средства должны своевременно обновляться и эффективно эксплуатироваться.

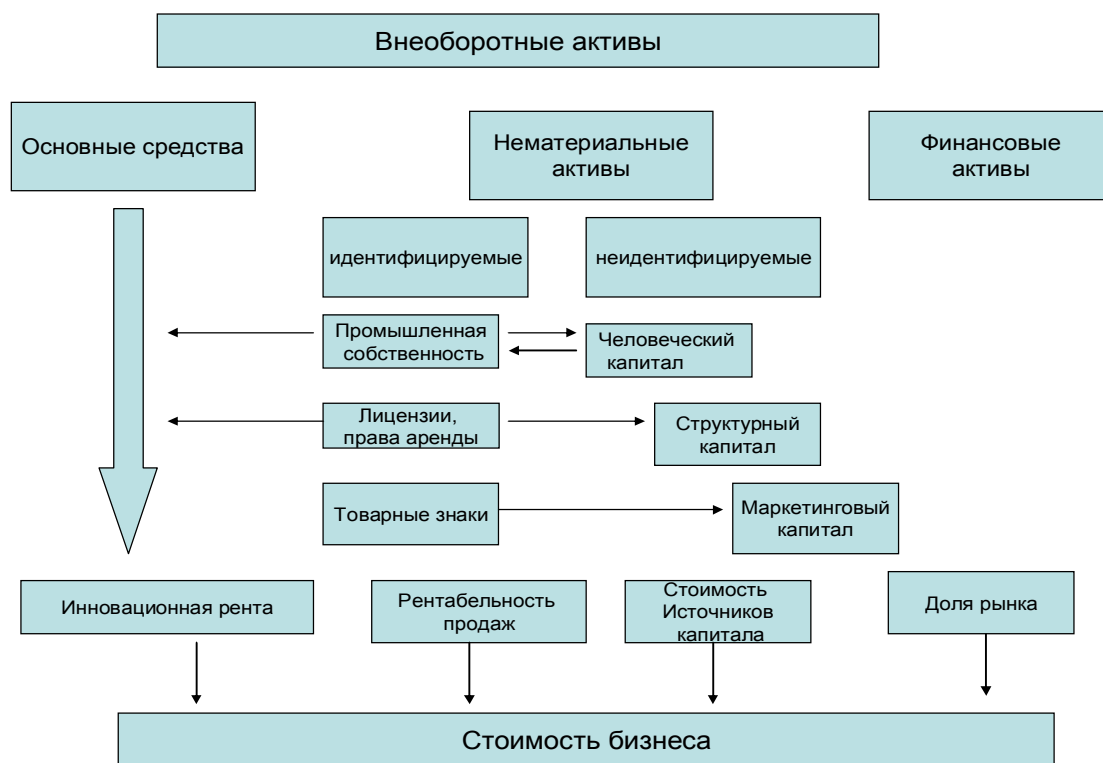


Рис. 5. Влияние формирования внеоборотных активов на стоимость бизнеса

Правильное определение факторов стоимости требует соблюдения трех важных принципов:

1. факторы стоимости должны быть напрямую привязаны к созданию стоимости для акционеров и с необходимой детализацией доведены до всех уровней организации вплоть до самого нижнего;



2. при установлении целевых нормативов и при оценке результатов деятельности факторы стоимости следует выражать как финансовыми, так и операционными показателями деятельности;
3. факторы стоимости должны отражать как текущую деятельность, так и долгосрочные перспективы роста.

Исходя из этих трех принципов, закономерно следует, что каждое подразделение предприятия должно иметь свой собственный набор факторов стоимости и показателей деятельности. Причем число показателей деятельности у бизнес-единиц должно быть ограниченным. Анализ литературы по данному вопросу показывает, что для этого достаточно 5 – 10 показателей, а 20 – это верхний предел [3].

Сам процесс определения факторов стоимости может состоять из 3-х этапов:

1. распознавание;
2. установление приоритетов;
3. институционализация.

Распознавание – это построение деревьев стоимости, которые бы выявляли систематическую связь оперативных элементов бизнеса (предприятия) с процессом создания стоимости.

Установление приоритетов – после построения дерева, следующий шаг – определить, какие факторы оказывают самое сильное влияние на стоимость. Установление приоритетов начинается с построения модели дисконтированного денежного потока, позволяющей испытать, насколько чувствительна стоимость бизнес-единицы к изменениям каждого фактора стоимости.

Институционализация – факторы стоимости, базирующихся на каких-либо социальных отношениях с установленными (письменно или устно) правилами, нормами, санкциями вводятся в набор целевых нормативов и в систему оценки работы предприятия.

Таким образом, показатель стоимости предприятия в максимальной мере удовлетворяет все возрастающие потребности менеджеров в использовании единственного показателя, системно и комплексно охватывающем все стороны деятельности организации, включая ее гибкое реагирование на изменение бизнес-среды. Стоимостной показатель через процедуру декомпозиции и выделения факторов стоимости может быть разложен на отдельные показатели, посредством которых происходит воздействие на формирование желаемой величины данного показателя. Данные управленческие решения базируются на модели мотивации персонала, которая в свою очередь содержит такой важный компонент как финансовая мотивация. Финансовая мотивация, в свою очередь базируется на показателях, влияющих на возрастание стоимости компании. Управление стоимостью компании является процессом непрерывным, итерационным, позволяющим системно оценивать эффективность функционирования современного предприятия и максимально учитывать интересы всех заинтересованных сторон, начиная от работников данного предприятия, собственников и государства в целом.

Список литературы

1. Чернозуб О. Жизнь после кризиса: Стоимостной подход к управлению частной компанией / О. Чернозуб. – М.: Альпина Паблишерз, 2009. – 246 с.
2. Лобанов А.И. Финансовая модель как система управления стоимостью предприятия (компаний) / А.И. Лобанов, Е.Н. Митюшкина // Материалы II Пермского конгресса ученых экономистов «Какая экономика нужна России?». – Том 2. ПГНИУ. – Пермь, 01.02.2016. – С. 164-171.
3. Коуплентд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коуплентд, Т. Котлер, Дж. Мурин. – 3-е изд., перераб. и доп. / пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
4. Портер Е.М. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов / М.Е. Портер; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 454 с.
5. Когденко В.Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент: учебник для бакалавров и магистров, обучающихся по направлениям «Экономика», «Менеджмент» / В.Г. Когденко, М.В. Мельник. – М.: ЮНИТИ-ДАТА, 2012. – 447с.
6. Семенова М.В. Нематериальные ресурсы. Оценка и правовое регулирование в процессе коммерциализации / М.В. Семенова, А.С. Ястребов. – СПб.: Политехника, 2011. – 444 с.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Лобанов А.И., Митюшкина Е.Н. Факторы стоимости предприятия: общие понятия и классификация // Пермский финансовый журнал. 2016. №2 (15). С. 13 – 23.

Alexander I. Lobanov

*Associate professor, assistant professor
Finance, Credit and Exchange Business Department,
Perm State University»
Perm, Russia*

Elena N. Mityushkina

*Assistant professor ADD
Perm, Russia*

General definitions and classification of enterprise value factors

Abstract. In a market economy, enterprises could be considered as centers of human activity, where different goods are normally produced during a long period of time and the better the demand is satisfied by the offer, the higher the indices that evaluate the effectiveness of a given enterprise are.



Thus, people who are in charge of decision making should implement adequate methods to increase the efficiency of material wealth production and should always pay attention to the fact that the enterprise itself is a socio-technical system. The value based approach is becoming popular as a financial instrument while maximization of company's value is becoming a priority for financial management.

The article studies the concept of value as a purposeful process of company's activity (management of capital and land) and the process that impacts on employees (human resource management).

The authors give a point of view on the classification of the company's value determinants as an interconnected conglomerate of external and internal factors. According to own vision of market and the current economic situation the role of intangible assets in the value based approach is analyzed in detail through the formation of innovations, improvement of technologies and production.

The conclusion is that the methodology of accounting doesn't allow to reflect the costs associated with the creation of structural, human and marketing capital.

The article provides the principles and procedure for defining the set of value factors that allow to evaluate the effectiveness of the company through the assessing of its value.

Keywords: enterprise, costs, cost management, business model, value factors.

References

1. Chernozub, O. Life after the crisis: cost-based approach to the management of a private company / O. Chernozub. – M.: Alpina Publishing, 2009. – 246 p.
2. Lobanov, A.I. Finansovaya model' kak sistema upravleniya stoimost'yu predpriyatiya (kompanii) // A.I. Lobanov, E.N. Mityushkina // Materialy II Permskogo kongressa uchenykh ehkonomistov «Kakaya ehkonomika nuzhna Rossii?». – Book 2. PGNIU. – Perm, 01.02.2016. – P. 164-171.
3. Copeland, T. Value: evaluation and management companies / T. Copeland, T. Kohler, J. Murrin. – 3 ed., revised. and additional / charge. with Engl. – M.: JSC «Olimp-Business», 2005. – 576 p.
4. Porter, M.E. Competitive strategy: the technique of the analysis of industries and competitors / M.E. Porter; Lane. engl. – M.: Phaidon, 2005. – 454 p.
5. Kogdenko, V.G. Upravlenie stoimost'yu kompanii. Cennostno-orientirovannyj menedzhment: uchebnik dlya bakalavrov i magistrov, obuchayushchihsya po napravleniyam «Ekonomika», «Menedzhment» / V.G. Kogdenko, M.V. Mel'nik. – M.: YUNITI-DATA, 2012. – 447p.
6. Semenova, M.V. Nematerial'nye resursy. Ocenka i pravovoe regulirovanie v processe kommercializacii / M.V. Semenova, A.S. Yastrebov. – SPb.: Politehnika, 2011. – 444 p.

Please cite this article in English as:

Lobanov, A.I., Mityushkina, E.N. (2016), "General definitions and classification of enterprise value factors", *Perm Financial Review*, no. 2 (15), pp. 13 – 23.

УДК 336.71

Шапошников Иван Григорьевич

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

igs2008@yandex.ru

Банковское потребительское кредитование в современных условиях

Аннотация. Потребительское кредитование (на приобретение жилья, автотранспорта, неотложные нужды и т.д.) – один из основных источников процентных доходов для российских банков, особенно с частным капиталом, и вместе с тем – один из главных источников риска для устойчивости национальной банковской системы.

После преодоления острой фазы экономического кризиса 2008-2010 гг., этот сегмент отечественного рынка банковских услуг стал достаточно быстро восстанавливаться, причем темпы его роста существенно превышали темпы развития корпоративного кредитования, о чем как о риске неоднократно высказывалась Ассоциация российских банков и экспертное сообщество. В 2014-2015 гг. российская экономика вновь стала испытывать существенные макроэкономические трудности, связанные с неблагоприятными изменениями нефтяных цен, внешнеэкономическими санкциями и другими факторами. В этих условиях объемы вновь выдаваемых потребительских кредитов существенно сократились, а по ранее сформированному кредитному портфелю стала увеличиваться просроченная задолженность, уровень которой превысил ранее достигнутый максимум в период предыдущего кризиса.

В статье приводится краткий анализ условий развития банковского сектора РФ в 2016 году, количественный (статистический) анализ развития банковского потребительского кредитования в Пермском крае за последние 8 лет, выявляются основные тенденции и проблемы этого сегмента рынка банковских услуг. Кроме того, рассматриваются законодательные изменения, связанные с формированием нормативно-правовой базы банкротства физических лиц, в том числе выявляются преимущества и недостатки нового механизма по сравнению с ранее существовавшими процедурами взыскания задолженности для разных участников кредитного процесса.

Ключевые слова: банк, потребительское кредитование, кредит, кредитный портфель, процентная ставка, просроченная задолженность, банкротство.

В завершающемся году банковскому сектору пришлось преодолевать значительное количество трудностей, часть которых возникла еще несколько лет назад. Во-первых, *наблюдается ухудшение макроэкономических условий*. По самым оптимистичным оценкам российская экономика находится в стадии рецессии. Темы роста ВВП находятся в отрицательной зоне. Есть сложности, связанные с внешней политикой и санкциями. Произошла сильная девальвация национальной валюты. Сокращается промышленное производство, падают реальные доходы населения. В условиях, когда реальная экономика переживает серьезные потрясения, состояние финансового и, в первую очередь, банковского сектора также ухудшается.



Во-вторых, *пострадала ресурсная база банков*: возросла волатильность, снизилась устойчивость объёмов и сроков привлечения пассивов. Это касается как внешних ресурсов, так и внутренних. Всем известно, что санкции предполагают и ограничения по привлечению капитала на зарубежных площадках, которые традиционно являлись для российских банков источником долгосрочных и достаточно дешёвых заимствований. Впрочем, не только санкции, но и девальвация рубля негативно сказалась на этих инструментах. Что касается возможностей привлечения внутренних ресурсов, то они не безграничны. Доверие населения к банковской системе постепенно растёт, в том числе благодаря развитию страхования вкладов, но граждане ориентированы главным образом на крупные институты.

В-третьих, *снижается качество кредитного портфеля*. В кредитовании крупных предприятий наибольшую активность проявляют государственные банки, которые сегодня занимают более половины рынка. Обладая наиболее обширными и дешёвыми ресурсами, они могут предлагать клиентам самые низкие ставки, поэтому крупные корпоративные клиенты – это в значительной степени их вотчина. Частые институты активно развивали розничное кредитование, темпы роста по этому виду деятельности опережали динамику корпоративного сегмента. Иначе говоря, в последние несколько лет наступил *бум потребительского кредитования*. На наш взгляд, он не был экономически оправдан, поскольку в действительности реальные доходы населения не росли соразмерными темпами. Сейчас долговая нагрузка отдельных граждан может оказаться чрезмерной, вследствие чего стоит ждать роста просроченной задолженности по кредитам.

Банковское потребительское кредитование в Пермском крае

По нашему мнению, причины достаточно низкой кредитной активности главным образом лежат в области макроэкономики и тех объективных неблагоприятных событиях, которые затронули страну в 2014-2015 гг. С одной стороны, банки сократили кредитное предложение, поскольку для них сократились и подорожали финансовые ресурсы (пассивы), потребовалось отвлекать средства на увеличение резервов по кредитному портфелю и т.п. С другой стороны, уменьшился и реальный спрос на кредиты со стороны заемщиков: часть из них перестала соответствовать требованиям банков по платежеспособности, другие не захотели заимствовать по новым, возросшим ставкам.

Таблица 1

Динамика потребительского кредитования в Пермском крае (данные по кредитам, выданным в рублях и иностранной валюте)

	01.10. 2009	01.10. 2010	01.10. 2011	01.10. 2012	01.10. 2013	01.10. 2014	01.10. 2015	01.10. 2016
Выданные кредиты, млрд. руб.	19,8	40,6	63,9	100,8	114,7	117,6	67,8	92,4
Остаток задолженности, млрд. руб.	78,3	78,1	99,4	145,0	185,4	217,3	208,9	207,1
Просроченная задолженность, млрд. руб.	4,9	6,5	6,8	7,2	8,8	12,7	17,7	18,5
Просроченная задолженность, %	6,2%	8,3%	6,9%	4,9%	4,7%	5,8%	8,5%	9,0%

Источник – [5]

**Рис. 1. Динамика потребительского кредитования в Пермском крае**

Следует также заметить, что после преодоления кризиса 2008-2010 гг. банки стали необоснованно активно наращивать кредитование физических лиц с темпами, которые опережали динамику кредитования корпоративных заемщиков. О рисках такого быстрого роста неоднократно говорилось со стороны Ассоциации российских банков и экспертного сообщества. Поэтому в известном смысле наблюдаемые процессы – это обратная сторона вчерашнего чрезмерного роста.

По данным Росстата [6], в Пермском крае численность экономически активного населения составила 1283,8 тыс. чел. на 01.01.2015 г. против 1411,5 тыс. чел. на 01.01.2009 г., среднемесячная заработная плата оказалась на уровне 27,4 тыс. руб. на 01.10.2015 г. против 15,6 тыс. руб. на 01.10.2009 г. Таким образом, с 2009 г. по 2015 г. долговая нагрузка на 1 экономически активного жителя региона выросла почти в 3 раза, тогда как заработная плата увеличилась только в 1,75 раза. На конец 2016 г. 1 экономически активный житель региона должен банкам около 161,2 тыс. руб., что соответствует его заработной плате примерно за полгода. Следует добавить, что рассчитанная нагрузка не учитывает задолженность небанковским кредитным институтам (микрофинансовые организации, кредитные кооперативы, ломбарды и т.д.), а также другим физическим лицам.

Такой опережающий, необоснованный рост долговой нагрузки вызывает опасения с точки зрения его влияния на качество кредитного портфеля. Как уже отмечено, доля просроченной задолженности по кредитам физических лиц в Пермском крае составляет 9%, что является негативным рекордом за все время после предыдущего кризиса. Мы полагаем, что потенциал ухудшения качества портфеля может быть еще не исчерпан, в этой связи многие банки будут тратить все больше ресурсов на взыскание задолженности и создание резервов (возможно, в ущерб новым выдачам). Вероятно, и банки, и заемщики будут все более активно



пользоваться возможностями банкротства физических лиц, которые появились в 2015 г.

Проблемы банкротства физических лиц

Обсуждая законодательство о банкротстве физических лиц, следует понимать, что речь идет не о принятии нового законодательного акта, но о внесении изменений в действующий закон «О несостоятельности (банкротстве)», принятый в 2002 г. [3]. Основные механизмы и процедуры, ранее действовавшие лишь для юридических лиц и индивидуальных предпринимателей, с 2015 г. стали распространяться на должников – физических лиц. Имея длительный практический опыт взыскания просроченной задолженности, мы оцениваем эти изменения как неблагоприятные для кредиторов и негативные для устойчивости основных кредиторов – банков.

До принятия в силу указанных поправок сложилась устойчивая и понятная система взыскания просроченной задолженности, суть которой состояла в следующем. В первую очередь, кредитор предпринимает меры для добровольного погашения задолженности должником. Для этого применяются такие инструменты, как реструктуризация, рефинансирование, перевод долга на третье лицо, добровольная продажа предмета залога и пр. Когда такие методы перестают приносить результат, кредитор обращается в суд за решением и исполнительным документом, который впоследствии предъявляет судебным приставам.

Постепенно кредитор исчерпывает все возможные средства для взыскания задолженности, его внимание к конкретному должнику ослабевает. Практика показывает: если по кредиту без обеспечения не удалось взыскать задолженность в течение 3-5 лет, дальнейшая работа является нецелесообразной. Она будет лишь отвлекать ресурсы кредитора на оплату труда взыскателей, обязательные резервы (для кредиторов-банков) и т.п. Тогда принимается решение продать остаток долга по символической цене (обычно 1-3% от суммы) либо списать на убытки. Другими словами, до принятия рассматриваемых поправок кредитор мог обстоятельно взыскивать задолженность в течение нескольких лет, оставаясь при этом в правовом поле, очерченном нормами гражданского и уголовного законодательства. С прошлого года ситуация изменилась, причем не в пользу кредитора.

Теперь должник – физическое лицо может сам обратиться в суд с заявлением о банкротстве, которое будет удовлетворено при недостаточности его имущества для урегулирования требований всех кредиторов. Тогда в конкурсном производстве имущество будет продано, часть долгов погашена, остальное – списано. Какой-либо ответственности, кроме негативного влияния на репутацию (публичность сведений о банкротстве, необходимость извещения новых кредиторов), для должника не возникает. Привлечь к уголовной ответственности за преднамеренное банкротство является достаточно трудной задачей. Иначе говоря, принятые поправки ослабляют защиту кредиторов против недобросовестных должников.

Преимущества новых правовых норм для кредиторов представляются малозначительными и неочевидными. Пожалуй, основными новеллами являются возможность опротестовать нарушающие права кредитора сделки должника за некоторое время (например, по отчуждению имущества в пользу третьих лиц), а также гипотетическая возможность координировать действия разных кредиторов.

Следует понимать, что такие меры будут совершенно неэффективны против «подготовленных» должников, имеющих намерения не возвращать полученные средства.

Социально-экономические последствия принятых поправок также представляются неблагоприятными. С одной стороны, многие граждане получают возможность «очиститься» от задолженности, которую они по объективным причинам не могут погасить. Однако такой механизм *de facto* существовал и раньше – как мы уже говорили, редкие кредиторы взыскивают задолженность с конкретного должника «пожизненно», в этом нет экономической целесообразности. Драматичные истории про «криминальных» коллекторов являются скорее единичными случаями и в целом базируются на низкой правовой и финансовой грамотности должников.

Важными представляются и другие последствия. Следует понимать, что убытки кредиторов от работы с недобросовестными должниками оплатят добропорядочные, ответственные граждане – сначала в форме повышенных ставок по кредитам, потом в форме государственной поддержки «проблемным» банкам. Как уже говорилось, статистика показывает существенный рост просроченной задолженности в банках за последние годы. Подобные попытки законодателей помочь должникам, среди которых есть и недобросовестные граждане, могут обернуться проблемами снижения стабильности банковской системы.

Некоторые тенденции и перспективы

В нестабильных макроэкономических условиях трудно прогнозировать динамику потребительского кредитования в 2017 г., однако мы полагаем, что быстрого возвращения докризисных темпов роста ждать не стоит. Для этого должен сложиться комплекс положительных макроэкономических условий (экономический рост, стабилизация рубля, приток капитала и пр.), что вряд ли произойдет в ближайшем будущем. Вероятно, банки будут продолжать преодоление последствий увеличения просроченной задолженности, а заемщики – привыкать к снижению реальных доходов. В этой связи клиентам банков можно рекомендовать минимизировать долговую нагрузку, диверсифицировать источники заимствований, избегать рискованных форм кредитования, своевременно реструктуризировать задолженность.

Следует также рационально использовать знания, полученные в ходе экономического кризиса 2008 – 2010 гг., когда многие граждане на себе ощутили негативные последствия высокой долговой нагрузки в условиях нестабильности. Практика показала нерациональность массового приобретения представителями среднего класса недвижимости и дорогих автомобилей (зачастую – сразу нескольких объектов и полностью на кредитные средства). По нашему мнению, допустимо кредитование на приобретение товаров длительного пользования в рамках разумных стандартов потребления; нецелевых потребительских кредитов следует скорее избегать, финансируя расходы на ремонт жилья, заграничные поездки, дорогостоящее обучение за счет сбережений. Представляется разумным аккумулирование «подушки ликвидности» на уровне расходов семьи (с учетом обязательных платежей по кредитам) за полгода на случай временной потери источника дохода.



Перспективы дальнейшего функционирования банков также связаны с возможностью продолжения операционной работы с надёжной клиентской базой. Однако следует учитывать специфику современной российской экономики, где наибольшую надёжность демонстрирует государственный сектор и смежные отрасли. Распространено мнение, что государственные банки имеют привилегии в привлечении на обслуживание государственных компаний и близких к ним структур. Можно утверждать, что сложные времена для российского банковского сектора являются предпосылкой для его дополнительной консолидации и увеличения доли участия государства. Ещё одной тенденцией может стать активизация поглощений региональных банков. Эти процессы начались еще в начале 2000-х гг. и продолжали развиваться в период кризиса 2008 г.

Существующие механизмы санации проблемных банков так или иначе предполагают высокую степень государственного участия. Денежные средства на восстановление платежеспособности предоставляются на льготных условиях через Банк России, Агентство по страхованию вкладов. Не все банки имеют одинаковый доступ к этим ресурсам. В последние годы возникали предложения о создании нового единого санатора на базе банка «Российский капитал». В этой связи, с учётом растущих проблем, доля государственного капитала в банковской системе может увеличиться. С другой стороны, объявлены планы по приватизации, и здесь нужно понимать, на каких условиях она будет производиться. Если государство уступит капитал квази-государственным структурам или топ-менеджменту, вряд ли это приведет к повышению конкуренции в банковской системе.

Список литературы

1. О банках и банковской деятельности: Федеральный закон от 02.12.1990 №395-1 (действ. ред.). [Электрон. ресурс] // Консультант Плюс. – М., 2016.
2. О защите прав и законных интересов физических лиц при осуществлении деятельности по возврату просроченной задолженности и внесении изменений в ФЗ «О микрофинансовой деятельности и МФО»: Федеральный закон от 03.07.2016 №230-ФЗ (действ. ред.). [Электрон. ресурс] // Консультант Плюс. – М., 2016.
3. О несостоятельности (банкротстве): Федеральный закон от 27.10.2002 №127-ФЗ (действ. ред.). [Электрон. ресурс] // Консультант Плюс. – М., 2016.
4. О потребительском кредите (займе): Федеральный закон от 21.12.2013 №353-ФЗ (действ. ред.). [Электрон. ресурс] // Консультант Плюс. – М., 2016.
5. Статистические данные Банка России // Центральный Банк Российской Федерации. – М., 2009-2016. – URL: <http://cbr.ru/statistics/>
6. Статистические данные Росстата // Федеральная служба государственной статистики. – М., 2009-2016. – URL: <http://permstat.gks.ru/>

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Шапошников И.Г. Банковское потребительское кредитование в современных условиях. 2016. №2 (13). С. 24 – 30.

Ivan G. Shaposhnikov

*Associate professor, assistant professor,
Finance, Credit and Exchange Business Department,
Perm State University
Perm, Russia*

Consumer lending in the current environment

Abstract. Consumer lending (for the purchase of property, vehicles, emergency needs, etc.) is one of the main sources of revenue for the Russian banks, especially for private-owned institutions and at the same time is one of the main reasons for banking system instability. Since some significant symptoms of 2008-2010 economic crisis in Russia seemed to be coped, this part of domestic banking market started to recover, and it started to happen even faster, than regeneration of corporate financing (Russian banking association and economic experts called it a problem). In 2014-2015 Russian economy faced new macroeconomic hardships, related to the fall in oil prices, international economic sanctions and some other reasons. In such conditions the volume of new consumer lending significantly decreased and overdue debt (related to current loan portfolio) started to rise, moreover, it reached peak level since previous economic crisis. This article includes brief analysis of conditions for Russian banking sector development in 2016, quantitative (statistic) analysis of consumer lending development in Perm region for the last 8 years, definition of some key trends and problems of this part of domestic banking market. Besides that, it also involves the analysis of significant changes in law regulation of individual bankruptcy, especially the comparison of new debt collection mechanism and the previous one in the terms of their advantages and disadvantages for both sides of consumer lending process.

Keywords: bank, consumer lending, credit, loan portfolio, interest rate, overdue debt, bankruptcy.

References

1. About banks and banking: Federal law 02.12.1990 №395-1 (current version). [Electron. resource] // Consultant Plus. – Digital data – M., 2016.
 2. About protecting of civil rights and individual interests in debt collection process and implementation of changes in Federal law “About microfinancing and microfinance organizations”: Federal law 03.07.2016 №230-FZ (current version). [Electron. resource] // Consultant Plus. – Digital data – M., 2016.
 3. About insolvency (bankruptcy): Federal law 27.10.2002 №127-FZ (current version). [Electron. resource] // Consultant Plus. – Digital data – M., 2016.
 4. About consumer loans: Federal law 21.12.2013 №353-FZ (current version). [Electron. resource] // Consultant Plus. – Digital data – M., 2016.
 5. Statistics of the Bank of Russia / Bank of Russia. – M., 2009-2016. – URL: <http://cbr.ru/statistics/>
 6. Statistics of the Russian statistic agency / Russian statistic agency. – M., 2009-2016. – URL: <http://permstat.gks.ru/>
-

Please cite this article in English as:

Shaposhnikov, I.G. (2016), “Consumer lending in the current environment”, *Perm Financial Review*, no. 2 (15), pp. 24 – 30.



УДК 336

Волегова Анна Сергеевна

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

Anna.Volegova@gmail.com

Структурные проблемы российского рынка структурированных продуктов

Аннотация. В данной работе автор рассматривает историю появления на российском финансовом рынке первых инструментов, которые могли бы являться аналогами принятых в мировой практике структурированных продуктов, а также состояние российского рынка структурированных продуктов в контексте текущего уровня развития мирового рынка структурированных продуктов. В качестве ориентира для определения основных тенденций и характеристик мирового рынка структурированных продуктов выбран американский и европейский рынки, участники которых используют в своей практике акты Комиссии по ценным бумагам США.

На текущий момент в российской практике не сложилось единого понимания относительно сущности и определения такого финансового инструмента как структурированный продукт, поэтому автором предпринята попытка дать собственное определение этого финансового инструмента на основе механизма его формирования, принятого в международной практике.

Актуальность исследуемого вопроса обусловлена растущим объемом сделок по эмиссии и обращению структурированных продуктов во всем мире и России в том числе. В работе приведена оценка масштабов российского рынка структурированных продуктов в сравнении с мировым рынком структурированных продуктов.

Целью статьи является определение основных проблем в структуре инструментов, участников и регулирующей их отношения законодательной базы, которые не позволяют российскому финансовому рынку соответствовать международному уровню. Для выявления структурных проблем были проведен анализ ключевых характеристик и особенностей организации российского финансового рынка и регулирующих его законодательных актов, которые оказывают наибольшее влияние на развитие форм и видов структурированных продуктов.

Ключевые слова: структурированные продукты, структурные продукты, финансовый инжиниринг, инвестиционные продукты, фондовый рынок, производные финансовые инструменты, секьюритизация.

Повышенная волатильность на рынках капитала и увеличение сложности прогнозирования будущей динамики инвестиционных активов в последние годы привели к росту интереса к новым финансовым инструментам, которые бы позволили достичь эффективного ограничения рисков с минимальной потерей доходности как платы за минимизацию рисков. Низкие процентные ставки на развитых рынках капитала также заставляют инвесторов искать новые финансовые инструменты для реализации инвестиционных стратегий. Преследуя

эти цели, участники рынка ценных бумаг разрабатывают все новые и новые инвестиционные продукты с различными характеристиками по показателям «риск – доходность». К таким продуктам относятся «структурные» или «структурированные» продукты, единой практики в названии которых в российской реальности не сложилось, хотя по сути эти два названия используются применительно к одному и тому же финансовому продукту.

В российской научной среде интерес к вопросу исследования «структурных» и «структурированных» продуктов начал формироваться на рубеже кризиса 2007-2008 гг. и был связан с появлением первых структурированных продуктов на российском финансовом рынке, предлагаемых частным инвесторам зарубежными инвестиционными банками, оперирующими в России [1]. В период кризиса 2007-2008 гг., связанного с многочисленными дефолтами по секьюритизированным активам, основное внимание научного сообщества сфокусировалось на структурированных продуктах как результате использования возможностей секьюритизации в банковском секторе экономики [2], изучении инвестиционных возможностей структурированных продуктов [3] и проблем, связанных с их распространением на российском финансовом рынке [4]. С 2009 до 2014 гг. структурированные продукты в основном продолжали рассматриваться как инструмент для инвестирования частных инвесторов, представляющий собой альтернативный банковским депозитам инструмент в виде комбинации инструмента с фиксированной доходностью и производного финансового инструмента [5]. Популярностью также начала пользоваться тема самостоятельного создания структурированных продуктов частными инвесторами [6]. Лишь с наступлением 2015 г. в среде российского научного сообщества начали повторно возникать сомнения в том, учитывает ли российская практика все возможности структурированных продуктов, используемые на западе. В связи этим возникла необходимость вновь обратиться к теме анализа международного опыта, категоризации и выделения существующих видов структурированных продуктов [7]. В это же время у некоторых авторов начинает появляться понимание прикладной сущности структурированных продуктов в мире корпоративных и международных финансов и желание исследовать эти возможности в различных сферах экономики: лизинге [8], внешнеэкономической деятельности [9] и даже вопроса экономической безопасности [10].

Развитие российского рынка структурированных продуктов началось в 2005 г., тогда как развитие зарубежного рынка – в 1990 гг. В связи с этим интерес и глубина исследования вопросов, связанных с причинами возникновения, инвестиционными возможностями и механизмами формирования структурированных продуктов, в зарубежном и российском научных сообществах развивались по-разному. На текущем этапе, когда интересы российского научного сообщества обращены в большей части в сторону изучения и систематизации зарубежного опыта и в меньшей – в сторону прикладных аспектов структурированных продуктов, внимание зарубежных исследователей сосредоточено на таких частных вопросах структурированных продуктов как механизмы ценообразования и определения справедливой рыночной стоимости структурированных продуктов [11], оценке системных рисков, которые несут в себе структурированные продукты [12], моделированию эффективных финансовых инструментов на базе возможностей структурированных продуктов [13, 14].



Понятие структурированных продуктов

В российскую практику названия «структурный» и «структурированный» в отношении инвестиционных продуктов пришли в результате попыток перевода английского названия такого рода инвестиционных инструментов - «structured products».

Для того, чтобы определить, какое из определений – прилагательное «структурный» или причастие «структурированный» - более корректно отражает суть финансового инструмента, необходимо рассмотреть образование аналогов каждого из этих слов в английском языке. Оба слова «структурный» и «структурированный» содержат в себе корень «структур», который в английском языке дает два слова, относящихся к разным частям речи:

- «astructure» - существительное «структура»;
- «tostructure» - глагол «структурировать».

Образуя от слова «structure» прилагательное и причастие, получаются следующие английские слова:

- прилагательное «structural» (при помощи суффикса «-al» от существительного «astructure») – «структурный», которое используется, например, в таких словосочетаниях как «structural decisions» - структурные решения, «structural reforms» - структурные реформы;
- причастие «structured» (при помощи окончания «-ed» от глагола «to structure») – «структурированный», которое используется, например, в таких словосочетаниях как «structured query» - структурированный запрос, «structured method» - структурированный метод.

Учитывая то, что в первоначальном варианте в английском названии фигурировало «structured products», можно сделать вывод о том, что наиболее корректным будет являться название «структурированные продукты» для такого рода финансовых инструментов. Этот же вывод подтверждается путем анализа непосредственно механизма формирования структурированного продукта.

По своей сути структурированные продукты – это инвестиционные продукты с заранее определенной инвестиционной стратегией, которая реализуется через комбинирование нескольких финансовых инструментов, одним из которых обязательно является производный финансовый инструмент. Так традиционные финансовые инструменты – акции облигации – объединяются в единый финансовый инструмент с деривативами согласно рассчитанной «структуре» - «структурируются», и секьюритизируются в новый финансовый инструмент - «структурированный продукт».

Виды структурированных продуктов в зарубежной практике

В мировой практике виды структурированных продуктов варьируются от достаточно консервативных видов, по которым предусмотрен полный возврат вложенных средств с некоторой негарантированной доходностью, зависящей от изменения цены базового актива, до спекулятивных инструментов, не предусматривающих возврата вложенных средств взамен на ожидаемую высокую

доходность. Структурированные продукты представлены различными видами, подразумевающими отдельные механизмы выпуска для каждого вида.

В 2012 г. Комиссия по ценным бумагам США выпустила отчет, посвященный проблемам, связанным с продажей структурированных продуктов частным инвесторам, в котором определила два основных компонента структурированных продуктов, лежащих в основе классификации структурированных продуктов по видам. К таким компонентам относятся:

1. «Principal component» - основная сумма долга по аналогии с номиналом у облигаций, от процентного значения защиты которой будет зависеть величина принимаемого инвестором риска и величина гарантированного возврата вложенных средств;
2. «Performance component» - базовый актив, от величины и динамики изменения которого будет зависеть доходность инвестора.

В базовом варианте структурированные продукты сконструированы таким образом, чтобы обеспечить механизм инвестирования постоянного денежного потока по одному из финансовых инструментов – «депозитной составляющей», входящих в структурированный продукт, в другой финансовый инструмент – «рисковую составляющую», цена которого связана с некоторым инвестиционным активом и который бы обеспечил более высокую денежную выплату в зависимости от изменения цены этого инвестиционного актива на момент окончания инвестиционной стратегии структурированного продукта. Используя этот базовый вариант, Комиссия по ценным бумагам США выделяет четыре вида структурированных продуктов и критерии, которым они должны соответствовать, чтобы получить регистрационный номер и право обращаться на рынке:

1. «Principal protected notes» - структурированные продукты с полной защитой капитала, которые подразумевают инвестирование средств инвестора в такой пропорции между депозитной и рисковой составляющей, которая обеспечивает возврат всей суммы инвестированных денежных средств вне зависимости от величины и динамики изменения цены базового актива;
2. «Enhanced-income notes» - структурированные продукты с частичной защитой капитала, которые подразумевают неполный возврат вложенного капитала в случае, если инвестиционная стратегия, лежащая в основе структурированного продукта, не реализуется, и потенциально более высокую доходность по продукту, полученную за счет инвестирования в рисковую составляющую величину средств, превышающую величину постоянного денежного потока по депозитной составляющей;
3. «Performance/Market participation notes» - структурированный продукт, доходность и защита капитала по которому полностью зависит от результатов инвестиционной стратегии, лежащей в основе структурированного продукта (например, стратегии активной покупки и продажи ценных бумаг или арбитражных стратегий);
4. «Leveraged/Enhanced participation notes» - структурированные продукты без защиты капитала и с использованием кредитного плеча, которое позволяет получить доходность в 2-3 раза выше доходности базового актива.



Выделенные в отчете Комиссии по ценным бумагам США четыре вида структурированных продуктов ограничиваются указанными видами из-за целевой аудитории, интересам которой был посвящен отчет, а именно – частным инвесторам. Однако мировой финансовый рынок представлен не только частными инвесторами. Наибольшую долю операций на финансовом рынке, а, следовательно, и долю операций со структурированными продуктами занимают институциональные инвесторы, которые не ограничиваются в использовании структурированных продуктов теми, которые утверждены Комиссией по ценным бумагам США. Указанные выше четыре вида структурированных продуктов в мировой практике называются «U.S. SEC-REGISTERED STRUCTURED NOTE» - структурированные продукты, зарегистрированные в Комиссии по ценным бумагам США. Согласно данным, предоставленным инвестиционными банками для информационно-аналитического агентства Bloomberg, по состоянию на 4 ноября 2016 г. объем выпущенных и зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам США структурированных продуктов составил 30,286 млрд. долл. США, которые распределились между 7 167 выпусками. Таким образом, средний объем одного выпуска, зарегистрированного в SEC и разрешенного для продажи частным инвесторам, составляет 4,23 млн. долл. США (табл. 1).

Таблица 1

Выпуски структурированных продуктов, зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам США, за период с 1 января 2016 г. по 4 ноября 2016 г.

Эмитент структурированного продукта	Доля рынка	Объем выпусков, зарегистрированных в SEC (млн. долл. США)	Количество выпусков
JPMorgan	15,03%	4 552	1 35
GoldmanSachs	14,58%	4 416	687
CreditSuisse	11,65%	3 527	876
BankofAmerica	9,88%	2 991	118
Barclays	9,85%	2 983	583
HSBC	8,05%	2 438	556
MorganStanley	5,51%	1 668	340
RBC	4,17%	1 263	334
Citigroup	4,11%	1 245	286
UBS	3,73%	1 13	1 382
WellsFargo	3,45%	1 046	139
CIBC	2,80%	848	55
DeutscheBank	2,34%	710	113
BMO	1,57%	477	246
BankofNovaScotia	1,17%	354	31
TD	0,78%	237	55
LeucadiaNational	0,51%	155	3
SEK	0,51%	155	9
Toyota	0,25%	75	2
SunTrust	0,06%	17	1
Суммарный объем выпусков	100,00%	30 286	7 167

Составлено по данным Bloomberg

Эмитенты структурированных продуктов не обязаны регистрировать выпуски структурированных продуктов в Комиссии по ценным бумагам США, если они не планируют распространять их среди частных американских инвесторов. Некоторые крупные эмитенты структурированных продуктов (выделены цветом в табл. 1 и 2) выбирают выпуск структурированных продуктов, как с регистрацией в Комиссии ценных бумаг США, так и без. Так если учитывать все формы выпусков структурированных продуктов, обращающихся как в США, так и Европе, то объем выпущенных за период с 1 января до 4 ноября 2016 г. структурированных продуктов оценивается в 139,986 млрд. долл. США, которые распределились между 6 603 выпусками (табл. 2).

Таблица 2

Выпуски структурированных продуктов, не зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам США, за период с 1 января 2016 г. по 4 ноября 2016 г.

Эмитент структурированного продукта	Доля рынка	Объем выпусков, не зарегистрированных с SEC (млн. долл. США)	Количество выпусков
FederalHomeLoanMortgage	18,67%	26 142	795
FederalHomeLoanBanks	9,45%	13 232	503
Sparkassen- und Girover.	8,66%	12 129	148
LBBW	7,79%	10 907	245
DZ Bank	6,16%	8 623	279
DekaBank	6,10%	8 537	355
FederalNationalMortgage	5,79%	8 102	316
VIS Finance SA	2,71%	3 79	47
SocieteGenerale SA	2,66%	3 727	437
DeutscheBank AG	2,04%	2 852	218
JPMorganChase&Co	1,84%	2 581	204
CreditSuisseGroup AG	1,71%	2 395	250
CreditAgricoleGroupe	1,59%	2 222	336
WorldBank	1,34%	1 874	48
ErsteGroupBank AG	1,08%	1 518	24
GoldmanSachs	1,07%	1 495	164
CitigroupInc	1,03%	1 447	149
UniCreditSpA	0,98%	1 366	66
ImmoCap SA	0,80%	1 127	1
WellsFargo&Co	0,74%	1 029	83
Суммарный объем выпусков	100,00%	139 986	6 603

Составлено по данным Bloomberg

Таким образом средний объем одного выпуска, не зарегистрированного в SEC, составляет 21,20 млн. долл. США и в пять раз превышает средний объем выпуска структурированного продукта, зарегистрированного в SEC и разрешенного для продажи частным инвесторам.



Развитие рынка структурированных продуктов в РФ

В российской юридической практике нет и ранее существовало четкого и однозначного определения для такого типа финансовых инструментов как «структурированные продукты», а также специальных нормативно-правовых актов, призванных регулировать рынок структурированных продуктов. Однако это не означает, что в РФ никогда не выпускались структурированные продукты.

Первая попытка создать структурированный продукт, который бы соответствовал российским правовым нормам, была предпринята международным инвестиционным банком City в 2005 г. В качестве юридической формы был выбран банковский депозит с плавающей ставкой, которая была привязана к индексу РТС. Такой вид депозита получил название «индексируемый депозит», который являлся аналогом структурированного продукта с полной защитой капитала. Впоследствии индексируемые депозиты предложил КИТФинанс и другие российские банки. Существенным ограничением для эмитентов структурированных продуктов – банков, предлагающих индексируемые депозиты, – стало законодательное требование в отношении обязательной положительной доходности по вкладам, которое не позволило разработать в рамках данной юридической формы стратегии, отличные от стратегий с полной защитой капитала. Несомненными преимуществами такой юридической формы для частных инвесторов могут быть:

- участие индексируемых депозитов в системе страхования вкладов, которая обеспечивает дополнительную защиту со стороны государства в отношении законодательно определенной суммы вклада, подлежащей возмещению вкладчику в случае отзыва лицензии у банка (в размере 700 000 руб. по состоянию на 2005 г. и 1 400 000 руб. по состоянию на текущий момент);
- льготное налогообложение доходов, полученных в виде процентов по вкладам.

Следующим этапом на пути развития рынка структурированных продуктов стал выпуск в 2009 г. структурированного продукта на индекс РТС от инвестиционного банка «ТройкаДиалог». Структурированный продукт назывался «TroikaIndexBonds» и представлял собой аналог одного из распространенных на зарубежных рынках капитала видов структурированных продуктов – структурированного продукта с полной защитой капитала. Для соответствия нормам российского права структурированный продукт «TroikaIndexBonds» был выпущен в форме 1,5-годовых облигаций, ставка купона по которым рассчитывалась по формуле, учитывающей изменение индекса РТС. Структурированные облигации можно считать российским аналогом структурированных нот и сертификатов, выпускаемых на развитых рынках. Однако в рамках российского правового регулирования облигация – это вид договора займа, по которому заемщик при выпуске облигаций обязуется вернуть при погашении всю сумму займодавцу, что делает невозможным выпуск структурированных продуктов с неполной защитой капитала, которые были бы возможны при выпуске облигаций с плавающей номинальной стоимостью на зарубежном рынке. Тем не менее такая форма выпуска структурированных продуктов имеет несколько преимуществ:

- наличие вторичного рынка, которое позволяет иметь актуальную оценку стоимости структурированного продукта;
- возможность досрочного погашения продукта: облигацию можно продать на вторичном рынке, не дожидаясь даты погашения.

Последним этапом на пути развития российского рынка структурированных продуктов стало введение в действие Приказа Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) от 4 марта 2010 г. № 10-13/пз-нг. Москва «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов», который утвердил внебиржевые форвардные контракты в качестве законодательно разрешенной формы производных финансовых инструментов. Согласно п. 10. Данного Приказа внебиржевым форвардным договором (контрактом) признается договор, заключаемый не на биржевых торгах и предусматривающий следующие действия, позволяющие с их использованием структурировать любые формулы и виды взаиморасчетов по структурированным продуктам:

1. обязанность одной стороны договора передать ценные бумаги, валюту или товар, являющийся базисным (базовым) активом, в собственность другой стороне;
2. обязанность другой стороны принять и оплатить ценные бумаги, валюту или товар, являющийся базисным (базовым) активом;
3. обязанность сторон или стороны договора периодически и (или) одновременно уплачивать денежные суммы, в зависимости от изменения цены (цен) и (или) значения (значений) базисного (базового) актива и (или) наступления обстоятельства, являющегося базисным (базовым) активом.

В 2015 г. на замену Приказа ФСФР России от 4 марта 2010 г. № 10-13/п-н было введено Указание Центрального Банка Российской Федерации № 3565-У от 16 февраля 2015 г. «О видах производных финансовых инструментов». Изданного Указания был исключен пунктов внебиржевых форвардных договорах: биржевые и внебиржевые форвардные контракты из Приказа ФСФР России № 10-13/п-н были объединены в Указании ЦБ РФ № 3565-У в единый вид производных финансовых инструментов – форвардные договоры.

Именно эта форма выпуска структурированных продуктов позволила российским инвестиционным компаниям создавать все виды структурированных продуктов, существующих в зарубежной практике, однако в отличие от зарубежных структурированных продуктов на текущем этапе развития российского рынка она абсолютна неликвидна ввиду отсутствия вторичного рынка, что вынуждает инвестора держать приобретенный структурированный продукт до погашения.

С 2010 г. до текущего момента ситуация с юридическим сопровождением сделок со структурированными продуктами не изменилась – до сих пор отсутствует как законодательное регулирование рынка, так и единое понимание относительно формы и механизма выпуска структурированных продуктов. Такая ситуация привела к возникновению трех вариантов стратегии, которые выбирают участники рынка при выпуске структурированных продуктов:



1. адаптация юридически существующих финансовых инструментов под инвестиционные стратегии и формулы выплат, максимально повторяющие виды зарубежных аналогов структурированных продуктов;
2. использование инвестиционных компаний, входящих в собственную инвестиционную группу и зарегистрированных в оффшорной юрисдикции, с целью выпуска структурированного продукта по международным стандартам;
3. привлечение зарубежного инвестиционного банка в качестве эмитента структурированного продукта с инвестиционной стратегией, требуемой инвестору.

В результате адаптации юридически закреплённых форм финансовых инструментов на текущий момент самой вариативной формой выпуска структурированных продуктов являются форвардные контракты (табл. 3).

Таблица 3

Формы выпуска структурированных продуктов и их эквиваленты

Форма выпуска структурированного продукта	Principal protected note	Enhanced-income note	Performance/Market participation note	Leveraged/Enhanced participation note
Структурированный депозит	+			
Структурированная облигация	+			
Форвардный контракт	+	+	+	+

Второй и третий вариант являются широко распространёнными: в рамках разработки продукта компании – заказчики структурированных продуктов могут сотрудничать как с инвестиционными компаниями, входящими в структуру их инвестиционной группы, так и с зарубежными инвестиционными банками, которые структурируют сделку, рассчитывают доходность инструмента и являются его эмитентами. При совершении сделки с такими структурированными продуктами они трактуются как «ценные бумаги иностранного эмитента», а именно «еврооблигации» (исходя из присваиваемых международных кодов ISIN и CFI). Как и еврооблигации, такие структурные продукты торгуются на внебиржевом рынке. Инвестиционные компании и банки, предлагающие такие структурированные продукты своим клиентам, по факту являются клиентами зарубежных инвестиционных банков и, как следствие, дистрибьюторами зарубежных структурированных продуктов.

Объем российского рынка структурированных продуктов

Принимая во внимание то, что для оценки объема рынка необходимо обладать данными о зарегистрированных выпусках финансовых инструментов, являющихся аналогами структурированных продуктов, а также информацией о сделках с ними, следует отметить два ограничения, обусловленные российской практикой:

1. отсутствие возможности оценить объем рынка депозитов, доходность по которым зависела бы от некоторого базового актива, т.к. такого рода детализация не предусмотрена при формировании банками публичной отчетности;
2. отсутствие возможности оценить объем рынка структурированных продуктов, выпускаемых в форме форвардных контрактов, т.к. сделки с такими инструментами происходят на внебиржевом рынке, сделки на котором не подлежат обязательной регистрации и отчетности.

Единственным рынком, объемы которого возможно объективно оценить, является рынок облигаций. Для оценки можно выделить два типа структурированных в виде облигаций продуктов:

1. облигации с плавающей доходностью, привязанной к показателям денежного рынка: инфляции, межбанковским процентным ставкам, индексу потребительских цен, ставкам по депозитам в разных валютах и пр., - которые в российской практике называются «индексируемыми» облигациями и не подразумевают обязательного наличия производного инструмента на указанный в выпуске показатель денежного рынка и которые по стандартам международной практики могли быть отнесены к структурированным продуктам с полной защитой капитала и доходностью, зависящей от базового актива в виде показателя денежного рынка;
2. облигации с плавающей доходностью, привязанной к базовому активу, который является инструментом фондового или товарного рынка – акции, облигации, драгоценные металлы и пр., - которые в российской практике называются «структурированными» облигациями и предполагают необходимость открытия позиции по производному инструменту на базовый актив или приобретение самого базового актива на баланс эмитента такой облигации.

По данным RusBonds по состоянию на 11 ноября 2016 г. в обращении находилось 140 выпусков индексируемых облигаций на сумму 4,468 трлн. руб., что по курсу доллара США к рублю равному 65 руб. формирует оценку рынка структурированных в виде индексируемых облигаций продуктов в размере 68,73 млрд. долл. США. Из 140 выпусков, находящихся в обращении, за период с 1 января 2016 г. до 4 ноября 2016 г. было размещено 15 выпусков на 84,854 млрд. руб. или 1,305 млрд. долл. США по курсу доллара США к рублю равному 65 р. (табл. 4).



Таблица 4

**Выпущенные в российской юрисдикции
структурированные в виде индексируемых облигаций продукты
за период с 1 января 2016 г. по 4 ноября 2016 г.**

Облигация, выпуск	Номер регистрации	Начало размещения	Дата погашения	Объем эмиссии, млн. руб.
Банк Зенит-001P-01-боб	4B020103255B001P	02.11.2016	11.09.2021	1 000
ГПБ-2ИП-об	41800354B	26.02.2016	19.02.2021	15 000
ГТЛК-001P-01-боб	4B02-01-32432-H-001P	23.09.2016	05.09.2031	3 000
Инград-1-боб	4B02-01-15849-A	18.10.2016	12.10.2021	5 000
Инград-1-об	4-01-15849-A	30.03.2016	18.03.2026	5 000
Концессии водоснаб-2-об	4-02-36487-R-001P	19.05.2016	17.03.2031	1 900
Концессии водоснаб-3-об	4-03-36487-R-001P	06.10.2016	07.04.2031	1 900
МегаФон-001P-02	4B02-02-00822-J-001P	10.06.2016	29.05.2026	10 000
Открытие Холдинг-6-боб	4B02-06-14406-A	28.10.2016	03.10.2036	25 000
ПромСвязьКапитал-1-об	4-01-44790-H	22.04.2016	10.04.2026	10 000
СПЕКТР-1-об	4-01-36475-R	11.03.2016	12.03.2026	3 000
ТранспортнаяКК-А1-1-об	4-01-36523-R	27.09.2016	23.09.2033	1 241
ТранспортнаяКК-Б-2-об	4-02-36523-R	27.09.2016	20.09.2046	2 013
Уралкалий-ПБО-01-В	4B02-01-00296-A-001P	27.09.2016	21.03.2023	400
Уралкалий-ПБО-02-В	4B02-02-00296-A-001P	29.09.2016	23.03.2023	400

Составлено по данным Rusbonds

По данным информационно-аналитической системы Bloomberg на 11 ноября 2016 г. в обращении находилось 14 выпусков структурированных облигаций объемом 28,800 млрд. руб. или 0,443 млрд. долл. США по курсу доллара США к рублю равному 65 р. (табл. 5), из которых в 2016 г. был размещен только один выпуск облигаций компанией BrokerCreditService на сумму 500 млн. руб. с базовыми активами в виде еврооблигаций четырех банков:

1. Альфа-банк (XS0832412505 с погашением в июне 2019 г.);
2. Газпромбанк (XS1040726587 с погашением в сентябре 2019 г.);
3. АФК «Система» (XS0783242877 с погашением в мае 2019 г.);
4. Сбербанк (XS0799357354 с погашением в июне 2019 г.).

Таблица 5

**Выпущенные в российской юрисдикции
структурированные в виде индексированных облигаций продукты
за период с 1 января 2016 г. по 4 ноября 2016 г.**

Наименование выпуска	ISIN-код бумаги	Объем выпуска, млн. руб.	Дата выпуска	Дата погашения	Базовый актив
BCS SpP1c3	XS1327117633	650	04.12.2015	12.07.2019	Еврооблигации трех банков: Газпромбанк (XS0779213460 с погашением в 2019 году), ВЭБ (XS0993162170 с погашением в 2018 году), Сбербанк (XS0799357354 с погашением в 2019 году)
BCS SpP1c4	XS1327118284	650	04.12.2015	11.12.2018	Акции четырех компаний: Apple Inc (US0378331005), Walt Disney Co (US2546871060), Yandex NV-A (NL0009805522), ADR Сбербанка (US8058593080)
BCS	XS1210016249	500	16.07.2015	12.04.2017	Еврооблигации трех банков: ВТБ (XS0863569298 с погашением в 2017 году), ВЭБ (XS0893205186 с погашением в 2018 году), Сбербанк (XS0799357354 с погашением в 2019 году)
BCS10/19	XS1434175730	500	23.06.2016	10.10.2019	Еврооблигации четырех банков: Альфа-банк (XS0832412505 с погашением в июне 2019 года), Газпромбанк (XS1040726587 с погашением в сентябре 2019 года), АФК «Система» (XS0783242877 с погашением в мае 21019года), Сбербанк (XS0799357354 с погашением в июне 2019 года)
BCS10/9/18	XS1269959034	500	03.09.2015	10.09.2018	Акции пяти компаний: Google, Facebook, JP Morgan Chase&Co, Nokia



Продолжение табл. 5

Наименование выпуска	ISIN-код бумаги	Объем выпуска, млн. руб.	Дата выпуска	Дата погашения	Базовый актив
ЕБРР 08обл	RU000A0JR1A7	7 000	28.10.2010	26.10.2018	Индекс RDX, который состоит из 15 наиболее ликвидных депозитарных расписок на акции российских компаний, торги по которым ведутся на LSE
ЕБРР 07обл	RU000A0JR191	3 500	30.09.2010	28.09.2018	Корзина трех драгметаллов: золото, серебро, платина
ЕБРР 06обл	RU000A0JR183	3 500	30.09.2010	28.09.2018	Корзина трех драгметаллов: золото, серебро, платина
РосбанБСО8	RU000A0JUGH5	1 000	26.02.2014	26.02.2017	Цена палладия на Лондонском рынке палладия и палладия
РосбанБСО9	RU000A0JV9A4	1 000	26.02.2015	26.02.2017	Акции Yandex NV, по котировке NASDAQ Global Select market
РосбанБСО12	RU000A0JUL67	2 000	30.04.2014	30.04.2024	LPN ФК Открытие (XS1062071862 с погашением 9 апреля 2024 года)
РосбанБСО13	RU000A0JUL91	2 000	30.04.2014	30.04.2024	LPN ФК Открытие (XS1062071862 с погашением 9 апреля 2024 года)
РосбанБСО14	RU000A0JULA0	3 000	30.04.2014	30.04.2024	LPN ФК Открытие (XS1062071862 с погашением 9 апреля 2024 года)
РосбанБСО15	RU000A0JULC6	3 000	30.04.2014	30.04.2024	LPN ФК Открытие (XS1062071862 с погашением 9 апреля 2024 года)

Составлено по данным Bloomberg

В качестве базовых активов не были выбраны инструменты, обращающиеся на российском рынке – даже в случае, если эмитентом финансового инструмента была российская компания, в качестве непосредственного базового актива была закреплена ценная бумага, выпущенная этим эмитентом в иностранной юрисдикции. Основными базовыми активами выпущенных структурированных облигаций были следующие инструменты:

- акции зарубежных компаний;
- еврооблигации российских компаний;
- драгоценные металлы.

Интересным фактом является выбор юрисдикции для регистрации выпуска: пять из 14 выпусков зарегистрированы как еврооблигации. Это выбор сделан не случайно, т.к. только по этим пяти выпускам предусмотрена возможность частичного погашения номинальной стоимости в случае снижения одного из базовых активов ниже определенного уровня или дефолта по базовым активам. В рамках российской юрисдикции такой механизм сделать невозможно.

Таким образом на российском рынке по состоянию на 11 ноября 2016 г. обращается 154 выпуска облигаций, которые по своей сути и механизму выплаты дохода являются структурированными продуктами и оцениваются более чем в 69 млрд. долл. США, что составляет 40,52% от объема выпущенных в мире структурированных продуктов за период с 1 января 2016 г. до 4 ноября 2016 г.

Заключение

Рынок структурированных продуктов РФ начал развиваться в 2005 г. Развитие рынка началось не с формирования необходимой для его функционирования законодательной базы, а попыток участников финансового рынка адаптировать существующие на рынке инструменты под новые запросы со стороны инвесторов. В результате на рынке сформировались три основные формы выпуска структурированных продуктов:

1. депозиты;
2. облигации;
3. форвардные контракты.

Из указанных выше форм только третья позволяет выпускать все виды структурированных продуктов, принятых в международной практике, однако ввиду отсутствия регистратора сделок с форвардными контрактами, оценить масштабы использования этой формы для структурирования сделок не представляется возможным. Первые две формы выпуска структурированных продуктов позволяют образовать только один вид структурированного продукта – продукт с полной защитой капитала или «Principal protected note» по классификации Комиссии по ценным бумагам США, из которых только форма выпуска структурированных продуктов в виде облигаций позволяет сделать оценки относительно величины рынка.



Даже при отсутствии законодательного регулирования объем выпущенных в российской юрисдикции аналогов структурированных в виде облигаций продуктов достигает 40,52% от мирового объема выпуска структурированных продуктов за первые 10 месяцев 2016 г. Это существенная величина указывает на изобретательность участников рынка, являющихся эмитентами финансовых инструментов, а также на объем рисков, которые неизвестно за счет чего будут покрыты эмитентами и будут ли покрыты вообще в случае неблагоприятной динамики базовых для этих облигаций активов. Текущее законодательное регулирование не обязывает раскрывать, за счет чего будет обеспечена доходность по облигации, привязанная к базовому активу, также как и не подлежит контролю со стороны регулятора сторона, касающаяся обеспечения позиции по базовому инструменту, доходность которого указана в продукте. В рамках российского законодательства все формулы выплат по облигациям остаются лишь задекларированными на бумаге, тогда как для выпуска структурированного продукта по международным стандартам необходимо подтверждать наличие обеспечения, которое будет формировать доход, и раскрывать, за счет каких финансовых инструментов и в каких пропорциях структурирована сделка.

Исследование рынка структурированных продуктов в РФ в сравнении с международным рынком структурированных продуктов позволяет сделать следующие выводы относительно структурных проблем его развития:

1. низкое качественное развитие законодательной базы, не позволяющей гибко подходить к формированию разнообразных инвестиционных стратегий и секьюритизации этих инвестиционных стратегий в финансовые инструменты, привело к существенному ограничению видов инвестиционных стратегий, которые могли бы быть использованы участниками рынка, и отсутствию прозрачности в ценообразовании и рисках таких инструментов;
2. низкое количественное развитие рынка структурированных продуктов в части используемых базовых активов, которое обусловлено отсутствием ликвидности на российском рынке производных инструментов и их базовых активов.

Список литературы

1. Кожин К.В. Структурные продукты на российском рынке производных финансовых инструментов: дисс... канд. экон. наук / К.В. Кожин. – Санкт-Петербург, 2005. – 159 с.
2. Воронова Н.С. Структурные продукты в секьюритизации банковских активов / Н.С. Воронова // Материалы Международной конференции «Актуальные проблемы развития банковского сектора в Литве, Латвии, Польше, России и Украине»; Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов. – Санкт-Петербург, 2007. – С. 69-74.
3. Иванов М. Практическое применение структурных продуктов на основе биржевых опционов FORTS / М. Иванов, Е. Сердюков // Рынок ценных бумаг. – 2008. – №7. – С. 62-65.

4. Панькин А.С. Структурированные продукты: предложение без спроса / А.С. Панькин // Банковское дело. – 2008. – №7. – С. 84-87.
5. Матюхин А.А. Структурные продукты как альтернатива депозитам / А.А. Матюхин // Банковский бизнес. – 2012. – №3. – С. 29-34.
6. Березина Н.Н. Формирование структурного продукта как безрискового инструмента / Н.Н. Березина, А.А. Гуськова, Н.С. Горшкова // Современные проблемы науки и образования. – Пенза, 2014. – №6. – С. 662.
7. Структурированный продукт на мировом рынке финансов / Е.В. Чучулина, М.А. Аманов, И.С. Огурцов, К.А. Францкевич // Экономика и предпринимательство. – 2015. – №5-2 (58-2). – С. 782-788.
8. Артамонов А.Б. Применение структурированных финансовых продуктов на основе фьючерсных контрактов для хеджирования рисков в операциях лизинга / А.Б. Артамонов // Казанский экономический вестник. – 2015. – №1(15). – С. 65-68.
9. Пономарева И.В. К вопросу хеджирования внешнеэкономической деятельности посредством структурированных финансовых продуктов / И.В. Пономарева // Казанский экономический вестник. – 2015. – №1 (15). – С. 88-91.
10. Габдрахманова Л.Г. Использование структурированных финансовых продуктов в системе финансового контроля в целях обеспечения экономической безопасности России / Л.Г. Габдрахманова, Ю.М. Бектемирова // Формирование общероссийской гражданской идентичности: социально-экономический аспект: сборник научных трудов. – 2016. – С. 34-39.
11. Choi, Y.S. Pricing Structured Products with Economic Covariates / Y.S. Choi, H. Doshi, K. Jacobs, S.M. Turnbull. – February 19, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2705559> (дата обращения: 17.11.2016 г.).
12. Sarra, J.P. Risk Management, Responsive Regulation, and Oversight of Structured Financial Product Markets / J.P. Sarra. – 2011. URL: <https://ssrn.com/abstract=2008483> (дата обращения: 17.11.2016 г.).
13. Tapiero, C.S. CDO and Structured Financial Products: A Modeling Perspective / C.S. Tapiero, D. Totouom. – NYU Poly Research Paper Forthcoming, July 12, 2010. URL: <https://ssrn.com/abstract=1639261> (дата обращения: 17.11.2016 г.).
14. Patassi, N. ETFs vs Structured Notes: The Equity Yield Enhancement Puzzle / N. Patassi. – September 15, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2839542> (дата обращения: 17.11.2016 г.).

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Волегова А.С. Структурные проблемы российского рынка структурированных продуктов // Пермский финансовый журнал. 2016. №2 (15). С. 31 – 48.



Anna S. Volegova

Senior Tutor

Finance, Credit and Exchange Business Department

Perm State University,

Perm, Russia

Structural problems of the Russian market of structured products

Abstract. In this paper, the author studied the emergence history of the first financial instruments on Russian financial market that could be used as worldwide spread structured products, also the author examined the situation on the Russian market of structured products in the context of the current level of global structured products market. The author selected American and European markets where investors use acts of The United States Securities and Exchange Commission as a reference point for determining the core trends and characteristics of the global structured products market.

To date, in Russia there's no public understanding about the nature and description of such financial instruments as structured products, so the author attempted to give her own definition of such financial instruments using the basis of the construction mechanism of structured products.

The urgency of the issue under study is due to the growing volume of emission and trading transactions with structured products. The paper shows the assessment of the Russian structured products market volume in comparison with the world market structured products volume.

The aim of the article is to identify the main problems in the structure of instruments, participants and legal frameworks of the Russian structured products market that don't allow the Russian market to meet the international standards. In order to identify structural problems, the author analyzed key characteristics and features of the Russian financial market organization and its legal acts that have the greatest impact on the development of forms and types of issuing structured products.

Keywords: structured products, financial engineering, investment products, the stock market, derivatives, securitization.

References

1. Koszhin, K.V. Structured products on the Russian market of derivative financial instruments: diss, PhD / K.V. Koszhin. – St. Petersburg, 2005. – 159 p.
2. Voronova, N.S. Structured products in the bank assets securitization / N.S. Voronova // Actual problems of the banking sector in Lithuania, Latvia, Poland, Russia and Ukraine. – St. Petersburg, 2007. – P. 69-74.
3. Ivanov, M. The practical application of based on FORTS options structured products / M. Ivanov, E. Serdukov // Rynok tsennykh bumag. – 2008. – №7. – P. 62-65.
4. Pan'kin, A.S. Structured products: offer without asking / A.S. Pan'kin // Bankovskoye delo. – 2008. – №7. – P. 84-87.
5. Matyukhin, A.A. Structured products as an alternative to deposits / A.A. Matyukhin // Bankovskiy biznes. – 2012. – №3. – P. 29-34.
6. Berezina, N.N. Formation of the structured product as a risk-free instrument / N.N. Berezina, A.A. Gus'kova, N.S. Gorshkova // Sovremennyye problem nauki i obrazovaniya. – Penza, 2014. – №6. – P. 662.

7. Structured products on the world financial market / E.V. Chuchulina, M.A. Amanov, I.S. Ogurtsov, K.A. Frantskevich // *Ekonomika i predprinimatel'stvo*, 2015. №5-2 (58-2). – P. 782-788.
8. Artamonov, A.B. The use of structured financial products based on the futures contracts to hedge risks in leasing transactions / A.B. Artamonov // *Kazanskiy ekonomicheskij vestnik*. – 2015. – №1 (15). – P. 65-68.
9. Ponomareva, I.V. On the question of foreign trade activities through hedging of structured financial products / I.V. Ponomareva // *Kazanskiy ekonomicheskij vestnik*. – 2015. – №1 (15). – P. 88-91.
10. Gabdrakhmanova, L.G. The use of structured financial products in the financial control system in order to ensure the economic security of Russia / L.G. Gabdrakhmanova, U.M. Bektemirova // *Formirovaniye obshcherossiyskoy grazhdanskoy identichnosti: sotsial'no-ekonomicheskij aspekt*. – 2016. – P. 34-39.
11. Choi, Y.S. Pricing Structured Products with Economic Covariates / Y.S. Choi, H. Doshi, K. Jacobs, S.M. Turnbull. – February 19, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2705559> (Accessed: 17.11.2016 r.).
12. Sarra, J.P. Risk Management, Responsive Regulation, and Oversight of Structured Financial Product Markets / J.P. Sarra. – 2011. URL: <https://ssrn.com/abstract=2008483> (Accessed: 17.11.2016 r.).
13. Tapiero, C.S. CDO and Structured Financial Products: A Modeling Perspective / C.S. Tapiero, D. Totouom. – NYU Poly Research Paper Forthcoming, July 12, 2010. URL: <https://ssrn.com/abstract=1639261> (Accessed: 17.11.2016 r.).
14. Patassi, N. ETFs vs Structured Notes: The Equity Yield Enhancement Puzzle / N. Patassi. – September 15, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2839542> (Accessed: 17.11.2016 r.).

Please cite this article in English as:

Volegova, A.S. (2016), “Structural problems of the Russian market of structured products”, *Perm Financial Review*, no. 2 (15), pp. 31 – 48.



УДК 338.24

Хисамова Анастасия Ивановна

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

aimaks2007@yandex.ru

Оценка финансово-экономического потенциала промышленных предприятий Пермского края

Аннотация. Основой экономического роста общества и территорий является развитие промышленных предприятий. В текущих экономических условиях на процесс управления финансами оказывает влияние множество факторов, увеличивается число финансовых проблем, обостряются противоречия во внутренней и внешней среде, назревает потребность в модернизации и технологическом развитии производства, что формирует значительный круг вопросов в сфере управления финансово-экономическим потенциалом предприятия, требующих комплексного подхода к его оценке.

В статье представлен анализ показателей развития промышленных предприятий в Пермском крае: динамика валового регионального продукта, индекс промышленного производства, структура инвестиций в основной капитал, рентабельность проданных товаров, рентабельность активов и других показателей. Также на основе данных финансовой отчетности 43 промышленных предприятий проводится оценка финансового состояния за 2012-2015 гг. с использованием рейтинговой методики Щеглова Е.В. По итогам проведенного анализа выявлены финансово-экономические проблемы в деятельности промышленных предприятий в Пермском крае, к которым относится замедление темпов экономического развития, снижение рентабельности проданных товаров и инвестиций в основной капитал, высокая степень износа основных производственных фондов и другие.

Решение выявленных проблем и развитие финансово-экономического потенциала промышленных предприятия возможно за счет реализации ряда мероприятий на макро- и микро-уровне. На макро-уровне необходимо развивать и активно использовать инструменты государственной поддержки в рамках промышленной политики, создавать благоприятные условия для развития инвестиционной и инновационной деятельности промышленных предприятий. На микро-уровне для развития финансово-экономического потенциала необходимо совершенствовать систему управления финансами, внедрять ресурсосберегающие технологии и увеличивать рентабельность производства. Реализация предложенного комплекса мероприятий развивает способность предприятий обеспечивать свою деятельность собственными ресурсами и способность привлекать заемные ресурсы для технологической модернизации производства.

Ключевые слова: промышленные предприятия, финансово-экономический потенциал, потенциал предприятия, финансово-экономические показатели.

Промышленные предприятия составляют основу экономики каждого региона и страны в целом. Успешное функционирование промышленности способствует развитию экономических районов, обеспечению роста доходов населения, формированию доходной части бюджетов за счет налоговых платежей,

ускорению научно-технического прогресса. Промышленные предприятия определяют уровень развития общества, экономики региона и страны, поэтому проблемы развития промышленных предприятий находятся в центре внимания правительства России и регионов, являются объектом исследования ученых экономистов.

В настоящее время промышленные предприятия переживают сложный и длительный период модернизации производства, что ставит ряд фундаментальных задач перед руководством предприятий, правительством регионов и страны. К указанным задачам относится: развитие российских технологий производства, достаточность финансовых ресурсов у предприятий для бесперебойного осуществления инвестиционной деятельности, достаточный уровень рентабельности производства для обеспечения инвестиционной привлекательности промышленных предприятий, построение эффективных систем взаимодействия промышленных предприятий и кредитных организаций и другие.

Вопросы финансового обеспечения инвестиционной деятельности и вопросы обеспечения прибыльности и рентабельности операционной деятельности являются одними из ключевых вопросов в развитии промышленных предприятий Пермского края. Так как именно дефицит финансовых ресурсов, низкий уровень кредитоспособности промышленных предприятий, убыточность деятельности являются главными камнями преткновения в процессах модернизации основных производственных фондов и развитии технологий производств. В решении представленных вопросов важным аспектом является оценка и управление финансово-экономическим потенциалом промышленных предприятий.

Финансово-экономический потенциал представляет собой совокупность характеристик предприятия, отражающая его способность зарабатывать прибыль и генерировать собственные ресурсы в объеме достаточном для покрытия потребности предприятия, а также обеспечивать необходимый объем привлеченных финансовых ресурсов в нужные периоды времени для обеспечения целей и задач развития.

Оценка финансово-экономического потенциала промышленных предприятий позволяет понять текущий уровень финансового состояния и сформировать программу действий по поддержке и стимулированию развития промышленных предприятий. Для построения прогнозов и стратегии развития, составления финансовых планов, принятия эффективных и результативных управленческих решений необходимо сформировать четкое и объективное представление о способностях предприятия организовать процесс производства с достаточным уровнем рентабельности, своевременно и в полном объеме финансировать реализацию целей и выполнения задач во всех сферах деятельности.

Экономика Пермского края является экономикой индустриального типа, доля промышленных предприятий в ВРП Пермского края в 2014 г. достигает 49,7%, этим регион схож с соседними регионами Урала и Поволжья – Удмуртией, Татарстаном, Нижегородской и Оренбургской областями. В структуре экономики Пермского края преобладают экспортно-ресурсные отрасли: нефтедобыча, нефтепереработка и химическая промышленность, машиностроение. В табл. 1 представлена динамика ВРП в Пермском края за 2008-2014 гг.



Таблица 1

Динамика ВРП в Пермском крае за 2008-2014 гг. [6, 8]

Показатель	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
ВРП, млрд. руб.	609,2	539,8	623,1	840,1	860,3	880,3	967,9
Темп роста ВРП, в % к предыдущему году	104,9	91,6	107,4	108,3	100,6	100,8	103,3
ВРП на душу населения, тыс.руб.	227,7	203,4	235,9	319,1	326,8	334	367,1
Место, занимаемое Пермским краем в РФ по показателю «ВРП на душу населения»	19	17	20	18	21	23	н/д

В течение 2008 – 2014 гг. наблюдается темп роста ВРП более 100% (кроме 2009 г. – 91,6%). ВРП на душу населения также увеличивается с 227,7 тыс. руб. в 2008 г. до 367,1 тыс. руб. в 2014 г. Однако, место, занимаемое Пермским краем в РФ по данному показателю, снижается с 19 пункта в 2008 г. до 23 пункта в 2013 г., что свидетельствует о замедлении темпов экономического развития относительно других регионов РФ. На рис. 1 представлена динамика индексов промышленного производства за 2008 – 2015 гг. в процентах.

В 2009 г. по сравнению с 2008 г. наблюдается снижение индексов промышленного производства в результате мирового финансового кризиса, который характеризовался спадом объема потребления. В 2010 – 2011 гг. происходит активный рост индекса промышленного производства по предприятиям обрабатывающего производства и предприятиям производства и распределения электроэнергии, газа и воды. В 2012 – 2015 гг. снижаются темпы роста индекса промышленного производства в обрабатывающем производстве и производстве и распределении электроэнергии, газа и воды. Данные рис. 1 позволяют сделать вывод, что обрабатывающая промышленность в Пермском крае сильнее всех других видов деятельности подвержена воздействию кризисных явлений в экономике и нуждается в поддержке государства в рамках промышленной политики.

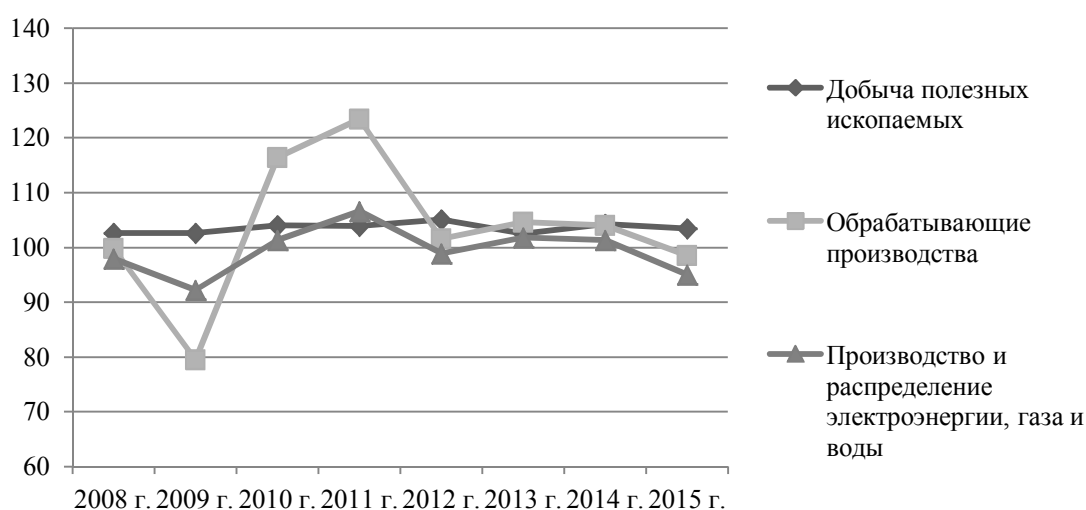


Рис. 1. Динамика индекса промышленного производства в Пермском крае за 2008 - 2015 гг., % [6]

На рис. 2 представлена динамика индекса физического объема инвестиций в основной капитал (в сопоставимых ценах), в процентах к предыдущему году. В 2010 – 2013 гг. наблюдается рост индекса инвестиций в Пермском крае с 101,7% в 2010 г. до 123,5% в 2013 г. В 2014 – 2015 гг. индекс инвестиций снижается и становится менее 100%, что говорит о значительном снижении инвестиционной активности промышленных предприятий в Пермском крае.

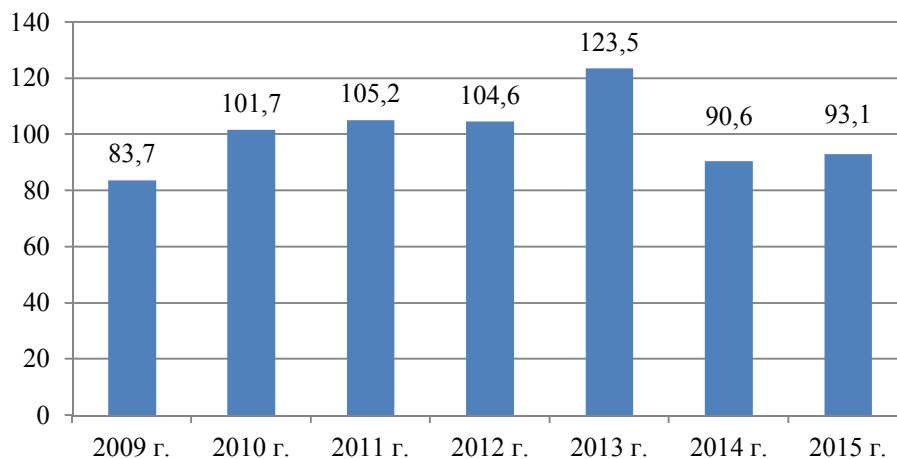


Рис. 2. Динамика индекса физического объема инвестиций в основной капитал (в сопоставимых ценах) в % к предыдущему году в Пермском крае за 2009 – 2015 гг., % [6]

В табл. 2 представлена динамика структуры инвестиций в основной капитал по источникам финансирования в Пермском крае за 2009 – 2015 гг. Согласно представленным данным, можно сделать вывод, что в течение анализируемого периода увеличивается удельный вес собственных средств в структуре инвестиций в основной капитал с 60,4% в 2009 г. до 73,8% в 2015 г. и сокращается удельный вес привлеченных средств с 39,6% в 2009 г. до 26,2% в 2015 г.

Таблица 2

Структура источников финансирования инвестиций в основной капитал в Пермском крае за 2009-2015 гг., % [6]

Показатель	2009г.	2010г.	2011г.	2012г.	2013г.	2014г.	2015г.
Инвестиции в основной капитал, в том числе:	100	100	100	100	100	100	100
собственные средства	60,4	54,5	62,2	55,1	56,9	67,0	73,8
привлечённые средства	39,6	45,5	37,8	44,9	43,1	33,0	26,2
из них:							
бюджетные средства	19,4	16,0	12,2	12,7	10,3	7,6	7,7

В 2014-2015 гг. происходит снижение индекса физического объема инвестиций в основной капитал за счет снижения привлеченных источников финансирования, т.е. снижается объем кредитования промышленных предприятий и сокращается бюджетное финансирование инвестиций из федерального и регионального бюджета.



Снижение инвестиций в основной капитал предприятий Пермского края сказывается на увеличении темпов износа основных производственных фондов (табл. 3). В течение анализируемого периода процент износа основных производственных фондов увеличивается с 59,5% в 2009 г. до 63,6 % в 2014 г.

Таблица 3

Динамика степени износа основных фондов предприятий в Пермском крае за 2009-2014 гг, % [8]

Вид экономической деятельности	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.	2014 г.
Основные фонды предприятий всех видов деятельности	59,5	61,3	61,1	61,8	62,9	63,6
Из них:						
добыча полезных ископаемых	47,8	49,3	50,2	47,7	48,0	н/д
обрабатывающие производства	49,9	51,0	51,3	53,1	54,8	н/д
производство и распределение электроэнергии, газа и воды	63,2	62,2	60,0	59,0	59,7	н/д

Важным аспектом оценки финансово-экономического потенциала является анализ задолженности предприятий в Пермском крае, который представлен в табл. 4.

Таблица 4

Динамика задолженности предприятий Пермского края за 2009-2015 гг. [6]

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Откл. 2015 к 2009
Общая задолженность по обязательствам, млрд. руб.	331	403	602	656	814	1043	1055	725
Удельный вес просроченной задолженности по обязательствам, %	3,7	2,9	2,4	2,3	2,3	1,9	2,6	-1,0
Кредиторская задолженность предприятий, млрд. руб.	187	237	291	318	387	394	331	144
Удельный вес просроченной кредиторской задолженности, %	5,8	4,5	4,3	4,3	4,6	4,4	7,9	2,2
Задолженность по кредитам банков, млрд. руб.	143	166	311	338	427	649	724	580
Удельный вес просроченных кредитов банка, %	0,9	0,7	0,6	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,7
Дебиторская задолженность, млрд. руб.	229	275	281	336	367	457	522	292
Удельный вес просроченной дебиторской задолженности, %	6,1	5,0	9,7	8,0	9,6	6,7	4,7	-1,4

На основе данных табл. 4 можно сделать вывод, что:

- увеличивается задолженность по обязательствам предприятий в течение анализируемого более чем в 3 раза с 331 млрд. руб. в 2009 г. до 1055 млрд. руб. в 2015 г.;
- увеличивается задолженность по кредитам банков более чем в 5 раз с 143 млрд. руб. в 2009 г. до 724 млрд. руб. в 2015 г.;
- удельный вес просроченной задолженности по обязательствам, удельный вес просроченных кредитов, удельный вес просроченной дебиторской задолженности в течение анализируемого периода снижается;
- удельный вес просроченной кредиторской задолженности увеличивается с 5,8% в 2009 г. до 7,9% в 2015 г.

Особое внимание следует уделить анализу показателей рентабельности проданных товаров (работ, услуг) и рентабельности активов, представленный в табл. 5.

Таблица 5

**Динамика показателей рентабельности
проданных товаров и рентабельности активов
предприятий Пермского края за 2005-2014 гг., % [8]**

Вид экономической деятельности	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Отклонение 2014 г. к 2005 г.
Рентабельность проданных товаров, продукции (работ, услуг)								
Всех предприятий	15,8	14,7	15,7	15,6	15,6	13,0	13,7	-2,1
Добыча полезных ископаемых	59,9	61	44,4	32,3	37,8	38,2	31,4	-28,5
Обрабатывающие производства	18,4	18,8	22,8	23,6	22,9	16,4	18,6	0,2
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	9,7	8,0	4,4	4,6	2,9	2,7	4,2	-5,5
Рентабельность активов								
Всех предприятий	17,2	10,7	12,0	11,3	13,3	8,4	5,6	-11,6
Добыча полезных ископаемых	44,4	25,1	19,7	24	27,9	25,8	18,7	-25,7
Обрабатывающие производства	19,6	11,1	14,8	16	17,3	11,5	6,4	-13,2
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды	9,7	8,7	1,4	-2,5	1,9	1,1	-1,9	-11,6

Данные табл. 5 свидетельствует о снижении рентабельности проданных товаров (продукции, работ, услуг) в течение анализируемого периода у предприятий по добычи полезных ископаемых с 59,9% в 2005 г. до 31,4% в 2014 г., у предприятий по производству и распределению электроэнергии, газа и воды с 9,7% в 2005 г. до 4,2% в 2014 г. Предприятия обрабатывающего производства



характеризуются стабильными показателями рентабельности проданной продукции в течение 2005-2014 гг.

Рентабельность активов в течение анализируемого периода снижается у предприятий всех видов деятельности (добыча полезных ископаемых, обрабатывающие производства), а у предприятий по производству и распределению электроэнергии, газа и воды в 2014 г. рентабельность активов принимает отрицательное значение.

Анализ показателей рентабельности свидетельствует о существенном снижении прибыли предприятий в 2012-2014 гг. по сравнению с 2005 г., что связано со снижением спроса на продукцию, высоким уровнем инфляции на материальные и энергетические ресурсы.

Таким образом, по итогу анализа статистических данных развития предприятий в Пермском крае можно сделать вывод, что в течение последних лет снижается индекс промышленного производства, индекс физического объема инвестиций в основной капитал и уровень рентабельности проданных товаров (услуг), увеличивается уровень износа основных фондов и сумма задолженности по обязательствам предприятия.

Далее для более полной оценки финансово-экономического потенциала промышленных предприятий необходимо провести оценку их финансовых показателей на основе данных финансовой отчетности. Согласно теории комплексного экономического анализа оценка финансового состояния производится с помощью показателей ликвидности, финансовой устойчивости, рентабельности, оборачиваемости и других показателей [12]. Также разработан ряд рейтинговых методик оценки финансового состояния такими учеными как Донцовой Л.В., Никифоровой Н.А. [1], Шереметом А.Д., Сайфулиным Р.С. [12], Кондраковым Н.П. [4], Артеменко В.Г. [1], Романовой Л.Е. [7] и другими. Рейтинговые оценки предназначены для сравнения финансового состояния различных предприятий в рамках отрасли или региона.

Обзор современных публикаций позволил выявить анализ финансового состояния промышленных предприятий Пермского края за 2011-2014 гг., проведенный Щегловым Е.В. на основе его авторской методики. Данная методика основана на объединении двух критериев: значение финансово-экономических показателей и темп роста финансово-экономических показателей [14]. По первому критерию рассчитываются: коэффициент автономии, коэффициент текущей ликвидности, коэффициент абсолютной ликвидности, коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами, коэффициент устойчивости финансирования, рентабельность основной деятельности, рентабельность по чистой прибыли. По второму критерию рассчитываются темп роста активов, темп роста выручки, темп роста коэффициента автономии, темп роста рентабельности активов, темп роста рентабельности собственного капитала, темп роста рентабельности основной деятельности, темп роста рентабельности по чистой прибыли.

Представленные критерии объединяются путем расчета количества баллов. По итогу оценки выделяется четыре категории предприятий, отличающихся разным уровнем финансового состояния: первая категория (темп роста финансово-экономических показателей ниже 100%; значение финансово-

экономических показателей редко достигает нормативное значение); вторая категория (темп роста финансово-экономических показателей неустойчивый; значение финансово-экономических показателей часто достигает нормативное значение); третья категория (темп роста большинства финансово-экономических показателей выше 100%; значение большинства финансово-экономических показателей выше нормативного); четвертая категория (темп роста финансово-экономических показателей выше 100%; значение финансово-экономических показателей достигает нормативного значения).

В рамках исследования представляется интересным проанализировать финансовые показатели промышленных предприятий за 2012-2015 гг., и сравнить полученные результаты с оценкой финансовых показателей за 2011-2014 гг. Для этого были собраны данные финансовой отчетности промышленных предприятий, рассчитаны основные финансовые показатели, значение переведены в баллы и представлены в табл. 6.

По итогу оценки финансово-экономических показателей можно сделать вывод, что 9 предприятий улучшили показатели деятельности и перешли в группу с более крепким финансовым состоянием: ООО «Целлюлозно-бумажный комбинат «Кама», ОАО «ПЕРМАЛКО», ОАО «ПЕРМСКИЙ МУКОМОЛЬНЫЙ ЗАВОД», ООО «КРАСНЫЙ ОКТЯБРЬ», ОАО «Соликамский магниевый завод», ПАО «Уралкалий», АО «Пермский завод «Машиностроитель», ООО «Чайковская Текстильная Компания», ЗАО «СИБУР-ХИМПРОМ».

Также, 5 предприятий ухудшили финансово-экономические показатели и перешли в группу с менее крепким финансовым состоянием: АО «Березниковский содовый завод», ПАО «МОТОВИЛИХИНСКИЕ ЗАВОДЫ», ОАО «ГАЛОПОЛИМЕР ПЕРМЬ», ООО «ЭЛЕКТРОТЯЖМАШ-ПРИВОД», ОАО «УРАЛОРГСИНТЕЗ».

Таблица 6

Оценка финансово-экономических показателей промышленных предприятий Пермского края по методике Щеглова Е.В.

Наименование предприятия	2011-2014 гг.		2012-2015 гг.		Отклонение	
	Баллы	Рейтинг	Баллы	Рейтинг	Баллы	Рейтинг
ОАО «КУНГУРСКИЙ МАШЗАВОД»	14	1	10	1	-4	0
АО «Чусовой металлургический завод»	14	1	11	1	-3	0
ОАО ПХК «СОЗВЕЗДИЕ»	14	1	13	1	-1	0
ОАО «КЭЛМИ»	14	1	15	1	1	0
АО «Березниковский содовый завод»	21	2	17	1	-4	-1
ПАО «МОТОВИЛИХИНСКИЕ ЗАВОДЫ»	21	2	17	1	-4	-1
ООО «Целлюлозно-бумажный комбинат «Кама»	16	1	22	2	6	1
ОАО «НЫТВА»	24	2	24	2	0	0
ООО «КАМСКИЙ КАБЕЛЬ»	21	2	24	2	3	0



Наименование предприятия	2011-2014 гг.		2012-2015 гг.		Отклонение	
	Баллы	Рейтинг	Баллы	Рейтинг	Баллы	Рейтинг
ЗАО «Лысьвенский металлургический завод»	26	2	26	2	0	0
ОАО «Александровский машиностроительный завод»	28	2	26	2	-2	0
ОАО «ГИПСОПОЛИМЕР»	22	2	26	2	4	0
ОАО «ПЕРМСКИЙ МЯСОКОМБИНАТ»	27	2	26	2	-1	0
ОАО «ГАЛОПОЛИМЕР ПЕРМЬ»	36	3	27	2	-9	-1
ООО «ЭЛЕКТРОТЯЖМАШ-ПРИВОД»	34	3	27	2	-7	-1
ОАО «Пермский моторный завод»	23	2	28	2	5	0
ПАО «НПО «Искра»	36	3	30	3	-6	0
ОАО «ПЕРМАЛКО»	28	2	30	3	2	1
ОАО «ПЕРМСКИЙ МУКОМОЛЬНЫЙ ЗАВОД»	27	2	31	3	4	1
ООО «КРАСНЫЙ ОКТЯБРЬ»	28	2	31	3	3	1
ОАО «Соликамский магниевый завод»	27	2	32	3	5	1
ООО «Маслозавод Нытвенский»	33	3	32	3	-1	0
ООО «НОВОГОР-ПРИКАМЬЕ»	30	3	33	3	3	0
АО «ПЕРМЦВЕТМЕТ»	30	3	33	3	3	0
ОАО «СОЛИКАМСКБУМПРОМ»	36	3	34	3	-2	0
ОАО «КОНДИТЕРСКАЯ ФАБРИКА «ПЕРМСКАЯ»	29	3	35	3	6	0
ОАО «УРАЛОРГСИНТЕЗ»	41	4	37	3	-4	-1
ПАО «Уралкалий»	37	3	38	4	1	1
АО «Пермский завод «Машиностроитель»	34	3	39	4	5	1
ООО «ЧАЙКОВСКАЯ ТЕКСТИЛЬНАЯ КОМПАНИЯ»	34	3	39	4	5	1
ООО «СОДА – ХЛОРАТ»	38	4	39	4	1	0
ОАО «СОРБЕНТ»	38	4	39	4	1	0
ОАО «СТАР»	38	4	39	4	1	0
ООО «ЛУКОЙЛ-ПЕРМНЕФТЕОРГСИНТЕЗ»	43	4	39	4	-4	0
ООО «ХЕНКЕЛЬ РУС»	41	4	39	4	-2	0
ОАО «ГУБАХИНСКИЙ КОКС»	38	4	41	4	3	0
ПАО «КОРПОРАЦИЯ ВСМПО-АВИСМА»	42	4	41	4	-1	0
ООО «ЛУКОЙЛ-ПЕРМЬ»	43	4	41	4	-2	0
ОАО «Горнозаводскцемент»	45	4	45	4	0	0
ОАО «МИНЕРАЛЬНЫЕ УДОБРЕНИЯ»	47	4	46	4	-1	0
ОАО «ПОКРОВСКИЙ ХЛЕБ»	45	4	46	4	1	0
ЗАО «СИБУР- ХИМПРОМ»	36	3	46	4	10	1
ОАО «МЕТАФРАКС»	52	4	52	4	0	0

В результате обобщения итогов анализа финансово-экономических показателей, характеризующих развитие промышленных предприятий Пермского края, можно выделить следующие основные проблемы развития промышленности, препятствующие стабильному и долгосрочному экономическому росту:

- высокая зависимость ключевых предприятий промышленности края от состояния сырьевых отраслей промышленности края [13];
- слабая диверсификация промышленного производства;
- высокая степень износа основных производственных фондов и низкие темпы их обновления, низкий уровень использования производственных мощностей;
- низкая инвестиционная активность промышленных предприятий, недостаточное использование на инвестиционные цели привлеченных и кредитных ресурсов [11];
- недостаточные финансово-экономические возможности целого ряда отраслей для модернизации производства и инновационного развития;
- недостаточные технологические возможности, отсутствие современного оборудования для производства инновационной конкурентоспособной высокотехнологичной продукции;
- снижение уровня рентабельности производимых товаров (работ, услуг) и рентабельности активов.

Вместе с недостатками можно выявить и ряд положительных факторов, способствующих развитию промышленных предприятий в Пермском крае [15, 10]: разработка и реализации промышленной политики в Пермском крае, что говорит о возможности и готовности поддерживать экономику региона; политика государства на импортозамещение продукции; рост внешнего товарооборота в Пермском крае; богатый природно-ресурсный, производственный, кадровый, научно-технический, инфраструктурный потенциал Пермского края.

По итогу оценки финансово-экономического потенциала промышленных предприятий в Пермском крае сформирована программа мероприятий по его развитию. Решать вопросы развития финансово-экономического потенциала необходимо на макро-уровне (уровень правительства Пермского края и РФ) и микро-уровне (уровень руководства предприятия).

В качестве первоочередных действий по поддержке и стимулированию развития финансово-экономического потенциала промышленных предприятий на макро-уровне возможно за счет развития основных положений и механизма промышленной политики [15]: разработка программ развития отрасли по производству оборудования для нефтегазодобывающих предприятий; поддержка проектов и программ по созданию новых производственных мощностей в нефтеперерабатывающей отрасли Пермского края, включая ввод в действие малых месторождений; создание нефтехимического кластера в Пермском крае; объединение вузовской, академической и отраслевой науки для разработки и реализации программ развития региона и отраслей; разработка программ развития



и выбор управляющих компаний приоритетных кластеров Пермского края; разработка и реализация мер по стимулированию использования предприятиями кредитных ресурсов: субсидирование процентных ставок по кредиту, предоставление гарантий и поручительства; увеличение финансирования инвестиционных проектов за счет средств федерального и регионального бюджета и другие.

К мероприятиям по развитию финансово-экономического потенциала на микро-уровне относятся направления совершенствования системы управления финансово-экономической деятельности промышленных предприятий [9]: внедрение программных продуктов для автоматизации процессов управления финансами (анализа финансового состояния, составления финансовых планов); внедрение современных методов и инструментов финансового менеджмента; повышение квалификации персонала, занимающегося управлением финансами; регламентация бизнес-процессов управления финансами; повышение рентабельности операционной деятельности предприятия; внедрение ресурсосберегающих технологий; развитие финансово-экономической службы предприятия и повышение ее роль в организационной структуре; повышение мотивации персонала; непрерывный анализ финансового состояния предприятия и факторов внешней среды; осуществление мероприятий по бенчмаркетингу; постоянная адаптация под воздействия внешней среды; использование всех возможностей и инструментов государственной поддержки в рамках промышленной политики на федеральном и региональном уровне; и другие.

В завершении исследования сделаны следующие основные выводы.

Основу экономики Пермского края составляют промышленные предприятия, перед которыми в настоящее время стоит сложная и важная задача модернизация и технологического развития производства. Актуальным вопросом в процессе построения инвестиционных планов и стратегии развития промышленных предприятия является оценка финансово-экономического потенциала, под которым понимается способность предприятия зарабатывать прибыль и генерировать собственные ресурсы в объеме достаточном для покрытия потребности, а также обеспечивать необходимый объем привлеченных финансовых ресурсов в нужные периоды времени для обеспечения целей и задач развития.

В рамках исследования проведена оценка финансово-экономического потенциала путем анализа показателей развития промышленных предприятий в Пермском крае (индекс промышленного производства, индекс физического объема инвестиций в основной капитал, задолженность предприятий, рентабельность проданных товаров и рентабельность активов, и другие) и анализа финансово-экономических показателей промышленных предприятий с помощью рейтинговой методики Щеглова Е.В. По итогу оценки выявлены основные финансово-экономические проблемы деятельности промышленных предприятий: в течение последних лет снижается индекс промышленного производства, индекс физического объема инвестиций в основной капитал и уровень рентабельности проданных товаров (услуг), увеличивается уровень износа основных фондов и сумма задолженности по обязательствам предприятия.

Для развития финансово-экономического потенциала промышленных предприятий предложен ряд мероприятий на макро- и микро-уровне. На макро-

уровне необходимо совершенствования механизм и основные положения промышленной политики, расширять перечень и повышать эффективность инструментов государственной поддержки промышленных предприятий. На микро-уровне главным направлением развития является совершенствования механизма финансового менеджмента, использование современных информационных технологий для управления финансами, внедрение ресурсосберегающих технологий и повышение рентабельность производства. Реализация представленных мероприятий позволит укрепить способность промышленных предприятий обеспечивать свою деятельность собственными ресурсами и способность своевременно привлекать заемные ресурсы для развития.

Список литературы

1. Артёменко В.Г. Анализ финансовой отчётности: учеб. пособие / В.Г. Артёменко [и др.]. – 2-е изд., стер. – М.: Омега-Л, 2009. – 270 с.
2. Донцова М.В. Анализ финансовой отчётности: учебник / М.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – 5-е изд., испр. и доп. – М.: ДИС, 2010. – 420 с.
3. Кабанова Н.И. Методические подходы к оценке финансового потенциала предприятий / Н.И. Кабанова // Новые технологии. – 2013. – № 2. – С. 9-17.
4. Кондраков Н.П. Основы финансового анализа: учебник / Н.П. Кондраков. – М.: Главбух, 2008. – 212 с.
5. Литвинов Д.В. Анализ финансового состояния предприятия: справ. пособие / Д.В. Литвинов. – СПб.: Эксельсиор, 2011. – 104 с.
6. Пермский край в цифрах. 2016: краткий статистический сборник / Территориальный орган Федеральной службы государственной статистики по Пермскому краю. – Пермь, 2016. – 179 с.
7. Романова Л.Е. Анализ хозяйственной деятельности. Краткий курс лекций: учеб. пособие / Л.Е. Романова. – М.: Юрайт-издат, 2009. – 220 с.
8. Статистический ежегодник Пермского края. 2015: статистический сборник / Территориальный орган Федеральной службы государственной статистики по Пермскому краю (Пермьстат). – Пермь, 2015. – 413 с.
9. Хисамова А.И. Направление развития организационно-экономического механизма управления предприятием / А.И. Хисамова // Актуальные вопросы современной науки. – 2015. – № 1(4). – С. 96-102.
10. Хисамова А.И. Инновационный подход к развитию предприятий и организаций регионального промышленного комплекса / А.И. Хисамова, Л.В. Глезман, С.С. Федосеева // Современные проблемы развития экономики и управления в регионе материалы X Международной научно-практической конференции: сборник. – 2016. – С. 318-322.
11. Хисамова А.И. Рыночные принципы развития экономики как основа управления региональным промышленным комплексом / А.И. Хисамова, С.А. Пыткина // В сборнике: Современные проблемы развития экономики и



управления в регионе материалы X Международной научно-практической конференции. – 2016. – С. 188-192.

12. Шеремет АД. Методика финансового анализа: учеб. пособие / А.Д. Шеремет, Р.С. Сайфулин, Е.В. Негашёв. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 216 с.
13. Щеглов Е.В. Анализ факторов, влияющих на содержание и механизм реализации промышленной политики в Пермском крае / Е.В. Щеглов // Крымский научный вестник. «Экономические науки». – Том 1. – 2015. – №4. С. 268-288.
14. Щеглов Е.В. Методика оценки потребности предприятий в поддержке в рамках промышленной политики / Е.В. Щеглов // Актуальные вопросы современной науки. – 2015. – № 2(5). – С. 111-118.
15. Щеглов Е.В. Методологические аспекты формирования промышленной политики в регионе / Е.В. Щеглов, В.Э. Сажин // Научное обозрение. – 2015. – № 8. – С. 340-344.
16. Provision of economic security by creating innovation network of transnational cluster initiatives / E. Popkova, I. Morozova, T. Litvinova, A. Khisamova, V. Moskovtsev, J. Ioda, I. Moiseeva // European Research Studies Journal. – 2015. – Т.18. – № 3. – P. 197-210.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Хисамова А.И. Оценка финансово-экономического потенциала промышленных предприятий Пермского края // Пермский финансовый журнал. 2016. №2 (15). С. 49 – 63.

Anastasia I. Khisamova

*Associate professor, assistant professor,
Finance, Credit and Exchange Business Department,
Perm State University
Perm, Russia*

Evaluation of financial and economic potential of industrial enterprises of Perm Region

Abstract. The basis of economic growth of companies and territories is the development of industrial enterprises. In the current economic environment many factors influence on the financial management process, a number of financial problems are increasing, contradictions in the internal and external environment are exacerbated, the need for modernization and technological development is also growing. All of these factors generate significant range of issues in the management of financial-economic potential of the enterprise which require an integrated approach to its evaluation.

The article presents the analysis of industrial enterprises development indicators of the Perm Krai: dynamics of gross regional product, industrial production index, the structure of investments in fixed capital, profitability of sold goods, return on assets and other indicators. On the basis of these financial statements the author assessed financial situation of 43 industrial enterprises for the years 2012-2015 with the use of rating methods of Shcheglova E. V. According to the results of the analysis the author revealed economic and financial problems in the activities of industrial enterprises in the Perm Krai, which are the slowdown of economic development, the reduction of profitability of sold products and fixed capital investments, the high degree of depreciation of fixed assets and others.

The solving of the identified problems and the development of financial-economic potential of industrial enterprises is possible due to the implementation of a number of measures at the macro and micro level. At the macro level, it is necessary to develop and use actively the instruments of government support in the framework of industrial policy to create favorable conditions for the development of investment and innovative activity of industrial enterprises. At the micro level, it is necessary to improve the financial management system, implement energy saving technologies and to increase profitability with the aim of the development of economic and financial capacity. Implementation of the proposed set of activities develops the ability of enterprises to ensure the activity of their resources and the ability to attract borrowed funds for technological modernization of production.

Keywords: industrial enterprises, financial and economic potential, potential business, financial and economic indicators.

References

1. Artyomenko, V.G. Analiz finansovoj otchjotnosti [Analysis of financial statements]: textbook / V.G. Artyomenko [et al.] – 2nd ed., sr. – M.: Omega-L, 2009. – 270 p.
2. Dontsova, M.V. Analiz finansovoj otchjotnosti [Analysis of financial statements]: textbook / M.V. Dontsova, N. Nikiforova. – 5th ed. and ext. – M.: DIS, 2010. – 420 p.
3. Kabanova, N.I. Metodicheskie podhody k ocenke finansovogo potenciala predpriyatij [Methodological approaches to assessing the financial potential of the enterprises] / N.I. Kabanova // New technologies. – 2013. – № 2. – P. 9-17.
4. Kondrakov, N.P. Osnovy finansovogo analiza [Fundamentals of financial analysis]: textbook / N.P. Kondrakov. – M.: Chief Accountant. – 2008. – 212 p.
5. Litvinov, D. V. Analiz finansovogo sostojanija predpriyatija [Analysis of the financial condition of the company]: reference book / D.V. Litvinov. St.Ptb.: Excelsior, 2011. – 104 p.
6. Perm Krai in numbers. 2016: the short statistical collection / Territorial body of Federal state statistics service in the Perm region. – Perm, 2016. – 179 p.
7. Romanova, L.E. Analiz hozjajstvennoj dejatel'nosti [Analysis of economic activity]: textbook / L.E. Romanova. – M.: Yurayt, 2009. – 220 p.
8. Statistical Yearbook of the Perm region. 2015: statistical compilation / Territorial body of Federal state statistics service in the Perm region (PERMSTAT). – Perm, 2015. – 413 p.
9. Khisamova, A.I. Napravleniya razvitiya organizacionno-ekonomicheskogo mehanizma upravleniya predpriyatiem [Directions of development of the organizational and economic mechanism of business management] / A.I.



Khisamova // Aktual'nye voprosy sovremennoi nauki [Topical issues of modern science]. – 2015. – № 1(4). – P. 96–102.

10. Khisamova, A.I. Innovacionnyj podhod k razvitiyu predpriyatij i organizacij regional'nogo promyshlennogo kompleksa [An Innovative approach to the development of enterprises and organizations of the regional industrial complex] / A.I. Khisamova, L.V. Glazman, S.S. Fedoseeva // Modern problems of development of economy and management in the region the materials of X International scientific-practical conference: book. – 2016. – P. 318-322.
11. Khisamova, A.I. Rynochnye principy razvitija jekonomiki kak osnova upravlenija regional'nym promyshlennym kompleksom [Principles of the Market economy development as the basis for the management of the regional industrial complex] / A.I. Khisamova, S.A. Pytkina // Modern problems of development of economy and management in the region the materials of X International scientific-practical conference: book. – 2016. – P. 188-192.
12. Sheremet, A.D. Metodika finansovogo analiza [Methods of financial analysis]: textbook / A.D. Sheremet, R.S. Saifulin, E.V. Negashëv. – M.: INFRA-M, 2003. – 216 p.
13. Shheglov, E.V. Analiz faktorov, vlijajushhih na sodержanie i mehanizm realizacii promyshlennoj politiki v Permskom krae [Analysis of the factors influencing the content and implementation mechanism of industrial policy in the Perm region] / E.V. Shheglov // Krymskij nauchnyj vestnik [scientific Bulletin of the Crimean]. “Economic science”. – Tom 1. – 2015. – №4. – P. 268-288
14. Shheglov, E.V. Metodika ocenki potrebnosti predpriyatij v podderzhke v ramkah promyshlennoj politiki [Methods of assessment of the needs of enterprises to be supported in the framework of industrial policy] / E.V. Shheglov // Aktual'nye voprosy sovremennoj nauki [Topical issues of modern science]. – 2015. – №2 (5). – P. 111-118.
15. Shheglov, E.V. Metodologicheskie aspekty formirovanija promyshlennoj politiki v regione [Methodological aspects of formation of industrial policy in the region] / E.V. Shheglov, V.Je. Sazhin // Nauchnoe obozrenie [Scientific review]. – 2015. – № 8. – P. 340-344.
16. Provision of economic security by creating innovation network of transnational cluster initiatives / E. Popkova, I. Morozova, T. Litvinova, A. Khisamova, V. Moskovtsev, J. Ioda, I. Moiseeva // European Research Studies Journal. – 2015. – T.18. – № 3. – P. 197-210.

Please cite this article in English as:

Khisamova, A.I. (2016), “Evaluation of financial and economic potential of industrial enterprises of Perm Region”, *Perm Financial Review*, no. 2 (15), pp. 49 – 63.

УДК 336.717

Савина Ольга Николаевна

*к.э.н., доцент Департамента налоговой политики
и таможенно-тарифного регулирования
ФГБОУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»
г. Москва, Россия*

osavina-v@rambler.ru

Оценка эффективности налоговых льгот: действующие региональные практики и проблемы их реализации*

Аннотация. Предметом исследования является выявление проблем, усложняющих реализацию действующих методик оценки эффективности налоговых льгот в регионах. Вот уже на протяжении более 10-ти лет совершенствование таких методик проводилось в направлении их унификации и детализации показателей эффективности. Однако до сих пор результативность налоговых льгот оценивается не в полной мере и не должным образом.

Автором рассмотрены примеры оценки эффективности налоговых льгот в отдельных регионах, что позволило выявить особенности практической реализации региональных методик.

Особое внимание уделяется разрозненности действующих практик по расчету эффективности налоговых льгот: большинство из регионов рассчитывают эффект, а не эффективность; многие регионы оценку основывают по системе улучшился показатель или не улучшился; оценки социальной эффективности налоговой льготы, зачастую, имеют ограниченный набор анализируемых показателей. При этом реально оценить эффективность налоговых льгот только на основании значений рассчитанных показателей эффективности, предложенных в методиках, практически невозможно, поскольку изменение тех или иных показателей участвующих в формулах, не обязательно может быть следствием предоставления налоговой льготы.

Сделан вывод о том, что региональные методики оценки эффективности налоговых льгот являются практически неработающим механизмом оптимизации налоговых льгот. Назрела необходимость в их дальнейшем совершенствовании в направлении устранения выявленных недостатков, упрощения и повышения объективности оценки с целью дальнейшей возможности планирования бюджетных поступлений и осуществления налогового бюджетирования на будущие периоды без учета неэффективных налоговых льгот и прочих налоговых преимуществ, как для бюджетов, так и для бизнеса.

Ключевые слова: налоговое регулирование, налоговое стимулирование, мониторинг эффективности, оценка эффективности, налоговые льготы, налоговые преимущества, методика эффективности, анализ эффективности.

* Статья опубликована в рамках выполнения прикладных научных исследований, выполняемых Финансовым университетом в 2016 году в рамках Государственного задания. Тема научного исследования «Методика оценки эффективности налоговых льгот».



В настоящее время все российские регионы и муниципальные образования приняли методики по оценке эффективности налоговых льгот и применяют различные нормативные механизмы оценки их результативности, которые основаны на трех типах оценки: бюджетной социальной и экономической.

Так, при оценке бюджетной эффективности рассматривается влияние конкретной налоговой льготы на формирование доходной части бюджета (бюджетов). Бюджетная эффективность рассчитывается на основе количественных показателей поступления налогов в бюджет и объема предоставленных налоговых льгот. Соотношение двух этих показателей формирует коэффициент бюджетной эффективности. В случае если значение коэффициента превышает значение 1, льгота является эффективной.

Социальная эффективность оценивается сложнее, так как она, в большинстве случаев, имеет пролонгированный эффект, и, соответственно, влияние налоговой льготы на социальные процессы в регионе и его муниципальных образованиях можно рассматривать только в средне, либо долгосрочной перспективе. Среди показателей социальной эффективности налоговой льготы выделяют последствия, выраженные через социальную значимость деятельности налогоплательщика для общества в целом. В основном, оценка социальной эффективности производится на основании сопоставления показателей среднесписочной численности персонала, величины прожиточного минимума и среднемесячной заработной платы.

Под экономической эффективностью понимается влияние льготы на хозяйственную деятельность субъекта. Показателями экономической эффективности при этом выступают: увеличение производства товаров работ и услуг (как в натуральном, так и в стоимостном выражениях), приобретение и обновление основных фондов, внедрение в производственный процесс инновационных технологий и пр.

Заключительный этап оценки включает в себя анализ полученных результатов и, соответственно, признание положительного, либо отрицательного эффекта от действия налоговой льготы.

В рамках проведения оценки эффективности и дальнейшего прогнозирования предоставления (использования) или отмены предоставления налоговых льгот, решающим фактором для обеспечения качества исследования является надежная база, содержащая данные с достаточной степенью их детализации. Первичным источником информации для такой базы данных являются налоговые декларации. Однако такой источник формирования базы данных накладывает определенные ограничения. Представленные в этих формах данные не могут являться репрезентативным инструментом анализа эффективности налоговых льгот в силу своей неполноты: отсутствует детальная классификация потерь за счет применения льгот и комплексный анализ выпадающих доходов бюджетов от предоставления не только налоговых льгот, но и других инструментов налогового стимулирования (налоговых преимуществ).

К примеру, налоговые преференции в отчетности налоговых органов и налогоплательщиков, как правило, не отражаются. При этом некоторые формы статистической налоговой отчетности ФНС России содержат налоговые преференции. Так, в Отчете о налоговой базе и структуре начислений по налогу на прибыль организаций (форма № 5-П) суммы убытков, уменьшающих налоговую базу, и суммы недопоступлений по налогу в связи с установлением законодательными (представительными) органами субъектов РФ пониженной

ставки налога для отдельных категорий налогоплательщиков отражаются по итоговой строке в качестве льгот.

Кроме того, не все виды налоговых льгот могут быть оценены с использованием данных налоговых деклараций, поскольку применение некоторых льгот и освобождений не требуют декларирования.

Невозможность получения достоверной информации о результатах эффективности налоговых льгот и прочих преимуществ объясняется также отсутствием доступа к информации об их суммах по региональным и местным налогам. Проявляется это в невозможности возложения на льготополучателей дополнительных обременений в виде предписаний по использованию финансового эффекта от льготного налогообложения на реализацию тех или иных целей, либо в виде обязанности предоставлять отчетность о размерах полученных льгот и преференций и путях их фактического использования. Таким образом, получив налоговую льготу, налогоплательщик фактически не несет за нее ответственности. Решение данной проблемы усложняется тем, что в соответствии со ст. 102 Налогового кодекса РФ данные о налоговых льготах по конкретным налогоплательщикам являются налоговой тайной и органы государственной власти и местного самоуправления не имеют к ним доступ. По данным, которые представляют собой общие обезличенные объемы льгот, не содержащие информации о направлениях использования высвобожденных в результате льготирования средств, судить об их эффективности становится крайне сложно [1].

Усложняет проведение оценки эффективности налоговых льгот и прочих преимуществ несистематический характер информации, представленной в пояснительных записках к проектам федеральных законов о федеральном бюджете. Так, статьей 184.2 Бюджетного кодекса РФ установлен перечень документов и материалов, представляемых одновременно с проектом бюджета, включающих пояснительную записку. Вместе с тем состав информации, которая должна содержаться в данной записке, действующим бюджетным законодательством не регламентирован. Кроме того, даже если при прогнозировании доходов бюджетной системы учитывается величина потерь бюджетных доходов от всех действующих льгот по налогам, данные о таких потерях лишь фрагментарно включены в пояснительные записки к проектам бюджетов. При этом часто приводятся оценки влияния на доходную базу бюджета не налоговых льгот и преференций, а изменений налогового законодательства (например, введение амортизационной премии, индексации ставок акцизов, повышения ставок госпошлины и др.). Одновременно отсутствуют оценки влияния таких изменений налогового законодательства, как введение повышающего коэффициента при начислении амортизации для хозяйствующих субъектов, осуществляющих инновационную деятельность, введение налоговых каникул субъектов малого бизнеса, предоставление налоговых кредитов и пр. Таким образом, документы и материалы, сопровождающие проекты бюджета, как и формы статистической налоговой отчетности, не содержат исчерпывающих данных о суммах бюджетных потерь от предоставления налоговых льгот, преференций и прочих налоговых преимуществ. Все это искажает картину эффективности всех налоговых преимуществ, а имеющийся «региональный» методический инструментарий выполняет в настоящее время, скорее, формальную роль.

Обратимся к некоторым действующим «региональным практикам» оценки эффективности налоговых льгот и прочих налоговых преимуществ.



Как уже было отмечено, на современном этапе развития бюджетно-налоговых отношений, во всех субъектах РФ и муниципальных образованиях разработаны и приняты региональные методики оценки эффективности (действующих и вновь вводимых) льгот. Однако их практическая реализация, зачастую, осуществляется хаотично.

В качестве примера приведем методику, утвержденную Постановлением Правительства г. Москвы № 632-ПП от 26.12.2011 г. и Постановлением главы № 214 от 27.12.2011 г. Борисоглебского сельского поселения (Владимирская область). Содержание данных методик схожи только в номинальном названии критериев оценки эффективности применения налоговых льгот (бюджетная, социальная, экономическая эффективность), приведенные в них показатели оценивания различаются (табл. 1).

Приведенная в таблице ситуация, является аналогичной для большинства регионов России. Так, **бюджетную эффективность** в г. Полярный Мурманской области для субъектов экономики, осуществляющих инновационную деятельность, деятельность в области охраны окружающей среды и экологической безопасности, а также сельхозтоваропроизводителям, бюджетная эффективность определяется как разность темпа роста налоговых поступлений (в процентах к предыдущему периоду) в бюджет ЗАТО г. Полярный и темпа инфляции за рассматриваемый период. Там же при предоставлении налоговых льгот организациям и индивидуальным предпринимателям в сфере образования, здравоохранения или прочих работ, услуг социально незащищенным категориям населения ЗАТО г. Полярный, а также некоммерческим организациям определяется как разность расходов местного бюджета и суммы предоставленных местных налоговых льгот за рассматриваемый период.

В Ставропольском крае отдельно исчисляется коэффициент бюджетной эффективности налоговых льгот, предоставленных субъектам инвестиционной деятельности.

В Республике Коми отдельно рассчитывается коэффициент бюджетной эффективности для бюджетных, казенных и автономных учреждений: критерием является оптимизация расходов консолидированного бюджета Республики Коми, которая предусматривает сокращение встречных финансовых потоков при одновременном снижении объема бюджетного финансирования (объема бюджетных ассигнований) и налоговой нагрузки на бюджетные, казенные, автономные учреждения.

При расчете **социальной эффективности** непосредственно коэффициент социальной эффективности формируют далеко не все регионы. Многие приводят лишь перечень социально-экономических целевых характеристик, улучшение динамики которых должно свидетельствовать о социальной эффективности вводимой налоговой льготы. Например, в Архангельской области налоговая льгота признается социально-эффективной, если в результате ее использования высвобождающиеся средства направляются на одну или более из указанных целей: создание дополнительных рабочих мест, улучшение условий труда, создание благоприятных условий жизнедеятельности для социально-незащищенных слоев населения, улучшение качества и ассортимента товаров, работ и услуг, предоставляемых организацией, благотворительность, повышение экологической безопасности.

Сравнение действующих методик оценки эффективности применения налоговых льгот

Наименование показателя	Методика г. Москвы	Методика Борисоглебского сельского поселения
Сроки проведения	Не позднее трех месяцев со дня представления налоговыми органами информации о средствах, недополученных бюджетом города Москвы	Не позднее 1 июля текущего года
Порядок проведения оценки эффективности предоставленных (планируемых к предоставлению) налоговых льгот	Не выделено ни одного этапа	Оценка эффективности налоговых льгот производится в четыре этапа
Определение бюджетной эффективности	Сравнения эффекта от предоставления налоговой льготы, рассчитываемой как прирост налоговых поступлений в бюджет города Москвы в соответствующем финансовом периоде в связи с расширением налоговой базы по соответствующим налогам, ростом численности налогоплательщиков и иными подобными показателями, с суммой потерь бюджета города Москвы от предоставления налоговой льготы	Предлагается формула оценивания. $ДР = ДН * X1 + ДТ * X2 + Э$, где ДР - сумма бюджетной эффективности налоговых льгот, в тыс.руб.; ДН - увеличение налогооблагаемой базы по каждому виду налоговых льгот и по каждой категории налогоплательщиков; ДТ - увеличение фонда оплаты труда; X1 и X2 - соответствующие ставки налогов; Э - снижение расходов бюджета
Социальная эффективность	Дается определение социальной эффективности, отсутствуют механизмы расчёта	$СЭ = (N * Z) + S$ где N - число дополнительных рабочих мест, создаваемых в результате предоставления налоговых льгот; Z - годовой объем средней заработной платы на рабочих местах, создаваемых в результате предоставления налоговых льгот; в случае отсутствия показателя берется показатель годового объема средней заработной платы по поселению; S - сумма предоставленной налоговой льготы



В Удмуртии определены такие целевые показатели, как: средняя заработная плата, расходы на обучение персонала, суммы отчислений на социальные проекты в расчете на одного работника, создание новых рабочих мест, улучшение условий труда, повышение квалификации работников.

В Краснодарском крае предложен вариант расчета коэффициента социальной эффективности, основанного на динамике целевых показателей и рассчитываемого для организаций, предоставляющих услуги населению.

В Архангельской области [2] к таким целевым характеристикам финансово-экономической деятельности налогоплательщиков относят: рост выручки от продажи товаров, продукции, работ и услуг, рост прибыли, рост среднемесячной заработной платы, рост среднегодовой стоимости основных средств, снижение себестоимости единицы основного вида продукции, снижение объема платежей организации за негативное воздействие на окружающую среду, рост количества новых рабочих мест. При этом сам показатель экономической эффективности рассчитывается как сумма баллов, где каждый балл получен за улучшение динамики одной из указанных характеристик. В разных регионах избирается различный пороговый уровень такого коэффициента, означающий экономическую эффективность введения налоговой льготы. В Архангельской области такой порог установлен на уровне 3 (более трех показателей финансово-экономической деятельности должны улучшить свою динамику), в Краснодарской крае – на уровне 6.

В других регионах с целью определения экономической эффективности налоговых льгот также рассматриваются: рост среднесписочной численности работников, рост объема инвестиций в основной капитал, производство новых конкурентоспособных видов продукции, освоение и введение в действие нового оборудования, объектов производственного назначения, технологических процессов и производственных мощностей, увеличение перечислений налоговых платежей в бюджеты всех уровней, снижение задолженности по заработной плате.

В Рязанской области [3] перечень показателей, обуславливающих экономическую эффективность налоговой льготы, подобран для каждого вида налога отдельно:

- по налогу на прибыль организаций: выручка от продажи товаров, работ, услуг; прибыль до налогообложения; сумма исчисленного налога, в том числе в бюджет Рязанской области;
- по налогу на имущество организаций: выручка от продажи товаров, работ, услуг; прибыль до налогообложения; фондоотдача;
- по транспортному налогу: выручка от продажи товаров, работ, услуг; прибыль до налогообложения; количество транспортных средств в организации.

В Орловской области [4] экономическая эффективность определяется на основе динамики объема отгруженных товаров и услуг.

Некоторые регионы выводят суммарный показатель из имеющихся трех видов эффективности налоговых льгот.

К примеру, в Свердловской области используется метод соотнесения выгод и потерь от введения налоговой льготы [5]: $\text{Эфф} = \Delta T * \Delta \Phi / \text{Спб}$, где:

Эфф - эффективность предоставленной областным законом о налогах и сборах налоговой льготы;

ΔT - увеличение фонда оплаты труда;

$\Delta \Phi$ - увеличение капитальных вложений в основные фонды.

Спб - сумма потерь областного бюджета по данному налогу, тыс. руб.

Если соотношение меньше 1, то эффективность налоговой льготы, предоставленной законом субъекта о налогах и сборах имеет низкое значение. Если соотношение больше 1, то эффективность высокая.

В Ярославской области выводится суммарный показатель бюджетной и социальной эффективности налоговых льгот на основе соответствующего коэффициента: $\text{Кбсэ} = \text{Кбэ} / \text{Ксэ}$, где:

Кбэ - коэффициент бюджетной эффективности налоговых льгот;

Ксэ - коэффициент социальной эффективности налоговых льгот.

Для налогоплательщиков, пользующихся налоговыми льготами, бюджетная и социальная эффективность налоговых льгот признается приемлемой (достаточной) при значении обобщающего коэффициента больше или равном 0,80. При значении обобщающего коэффициента меньше 0,80 бюджетная и социальная эффективность налоговых льгот признается недостаточной (низкой). Для налогоплательщиков, по которым вопрос предоставления налоговых льгот рассматривается впервые, бюджетная и социальная эффективность налоговых льгот признается приемлемой (достаточной) при значении обобщающего коэффициента больше или равном 0,3. При значении обобщающего коэффициента меньше 0,3 бюджетная эффективность налоговых льгот признается недостаточной (низкой).

В Чувашской республике суммарный показатель эффективности налоговых льгот учитывает все три оцениваемые вида эффективности: экономическую, бюджетную и социальную.

$$\text{Кэнл} = \text{Кэф} + \text{Кбэф} + \text{Ксэф}$$

Согласно порядку оценивания социально-экономической эффективности в Чувашской республике [6], налоговые льготы имеют положительную социально-экономическую эффективность, если сводный показатель экономической, бюджетной и социальной эффективности установленных налоговых льгот (планируемых к предоставлению налоговых льгот) больше или равен трем ($\text{Кэнл} \geq 3$).

В Удмуртии [7] совокупная эффективность введения налоговых льгот определяется мультипликативным методом: $\text{Кбсэф} = \text{Кбэф} \cdot \text{Ксэф}$, где:

Кбсэф - коэффициент бюджетной и социальной эффективности налоговой льготы;



Кбэф - коэффициент бюджетной эффективности налоговой льготы в отношении субъектов инвестиционной деятельности (Кб.эф.инв) либо коэффициент бюджетной эффективности от предоставления налоговой льготы по соответствующей категории налогоплательщиков (Кб.эф.кп);

Ксэф - коэффициент социальной эффективности налоговой льготы.

Если коэффициент бюджетной и социальной эффективности выше единицы – налоговая льгота считается эффективной.

Отдельные регионы анализируют **негативные внешние эффекты от введения налоговых льгот**. В этом смысле интересен опыт Ивановской области [8]. В Постановлении Правительства Ивановской области определены эти самые негативные внешние эффекты. Среди них: нарушение принципов конкуренции, создание неравных условий деятельности на рынках товаров, работ и услуг; создание стимулов и возможностей для получения налоговой выгоды лицами, не являющимися прямыми получателями налоговых льгот; создание препятствий для проведения институциональных реформ в отдельных отраслях экономики и социальной сферы Ивановской области; создание возможностей для проявления коррупции в органах государственной власти Ивановской области; иные негативные внешние эффекты предоставления налоговых льгот.

Таким образом, рассматриваемые в региональном разрезе методики предлагают разные алгоритмы расчета коэффициентов (показателей) эффективности действующих налоговых льгот и преференций. При этом осуществить оценку эффективности налоговых льгот только на основании значений рассчитанных коэффициентов эффективности, практически невозможно, поскольку изменение тех или иных показателей участвующих в формулах, не обязательно может быть следствием предоставления налоговой льготы [9]. Рассмотрим некоторые ситуации, подтверждающие данное автором заключение.

Так, согласно действующим методикам в большинстве регионов, эффект от предоставленной налоговой льготы признается удовлетворительным в случае положительной оценки одного из показателей оценки. В соответствии с п. 1 ст. 284 НК РФ, при снижении налоговой ставки по налогу на прибыль организаций для отдельных категорий налогоплательщиков бюджетная эффективность **всегда** будет выше 1, следовательно, и льгота будет эффективной хотя бы потому, что при расчете коэффициента бюджетной эффективности необходимо учитывать прирост налоговых поступлений по конкретному налогоплательщику за два временных периода.

Сравнивая суммы начислений в бюджет «до» и «после» использования льготы, по данным отчета 5-П за 2013 – 2014 гг. нами сделан вывод, что общий размер налоговых поступлений сократился, объем выпадающих доходов за счет использования льгот, увеличился. При этом сокращение доходов связано с большим количеством убыточных организаций, и соответственно, с переносом убытков на будущие периоды, а не с использованием льгот (форма 1), поскольку в абсолютных значениях выручка всех организаций, стоящих на учете, увеличилась. Тем не менее, несмотря на сложное финансовое положение территорий, данная льгота все же является эффективной.

Форма 1. Сумма недопоступлений по налогу на прибыль организаций по состоянию на 31.12.2014 в разрезе субъектов РФ, тыс. руб.

Раздел А

	Сумма недопоступления налога в связи с уменьшением налоговой базы на сумму убытка или части убытка	Сумма недопоступления налога на прибыль в связи с установлением законодательными (представительными) органами субъектов Российской Федерации пониженной ставки налога для отдельных категорий налогоплательщиков в соответствии с п.1 ст.284 НК РФ (кроме резидентов особых экономических зон)	Сумма недопоступления налога на прибыль организаций в соответствии с п.п. 6 и 7 ст. 288.1 НК РФ, п.п. 1 (в части резидентов особых экономических зон), 1.2 и 5.1 ст. 284 НК РФ	Всего сумма недопоступления налога на прибыль организаций в связи с предоставлением льгот и преференций (строка 1154 + строка 1157 + строка 1160 + строка 1170)				
	прибыльные организации	прибыльные организации	прибыльные организации	прибыльные организации				
	в том числе	в том числе	в том числе	в том числе				
	Всего организации, показатели которых формируют Раздел К	Всего организации, показатели которых формируют Раздел К	Всего организации, показатели которых формируют Раздел К	Всего организации, показатели которых формируют Раздел К				
Код строки	1157.1	1157.2	1160.1	1160.2	1170.1	1170.2	1180.1	1180.2
...								
Орловская область	323 703	321 543	2 986	2 986	0	0	326 689	324 529
Ярославская область	664 821	663 403	23 071	23 071	0	0	687 892	686 474
город Москва	36 087 919	29 075 041	35 953 85	1 405 330	0	0	71 983 304	30 480 371
Республика Карелия	298 948	296 653	8 042	8 042	0	0	306 990	304 695
...								



Форма 2. Отчет о налоговой базе и структуре начислений по налогу на прибыль организаций по состоянию на 31.12.2014 в разрезе субъектов РФ, тыс. руб.

Раздел В, Форма № 5-П Т.13					
Код строки	Доходы организаций, осуществляющих образовательную и (или) медицинскую деятельность - всего	Расходы организаций, осуществляющих образовательную и (или) медицинскую деятельность - всего	Налоговая база для исчисления налога	Сумма недоплат налога в связи с применением нулевой ставки	Количество налогоплательщиков, данные по которым приведены в Разделе В
1530.1	1530.1	1560.1	1570.1	1580.1	1585.1
Тверская область	630 519	566 696	63 823	12 766	71
Тульская область	1 183 966	1 000 210	181 596	36 627	165
Ярославская область	930 431	832 889	97 802	19 561	134
город Москва	878 341 83	62 424 818	8 374 650	1 674 932	2 154
Республика Карелия	774 934	702 938	72 035	14 406	57
Республика Коми	726 157	633 755	113 059	22 611	138
Архангельская область	735 568	649 177	86 562	17 312	55

Форма 3. Отчет о налоговой базе и структуре начислений по налогу на прибыль организаций по состоянию на 31.12.2014 в разрезе субъектов РФ, тыс. руб.

Раздел Б, Форма № 5-П Т.10									
расходы на капитальные вложения в соответствии с абзацем вторым п.9 ст.258 НК РФ									
количество налогоплательщиков, применивших «амортизационную премию»		сумма амортизационной премии в размере							
		не более 10%				не более 30%			
		по всем налогоплательщикам, получившим прибыль (кроме указанных в разделах В и Г)	по всем налогоплательщикам, получившим прибыль (кроме указанных в разделах В и Г)	по всем налогоплательщикам, получившим прибыль (кроме указанных в разделах В и Г)	по всем налогоплательщикам, получившим прибыль (кроме указанных в разделах В и Г)	по всем налогоплательщикам, получившим прибыль (кроме указанных в разделах В и Г)	по всем налогоплательщикам, получившим прибыль (кроме указанных в разделах В и Г)	по всем налогоплательщикам, получившим прибыль (кроме указанных в разделах В и Г)	по всем налогоплательщикам, получившим прибыль (кроме указанных в разделах В и Г)
Код строки	1328.1	1328.2	1329.1	1329.2	1330.1	1330.2	1330.1	1330.2	1330.2
Тамбовская область	23	26	7 759	10 498	106 469	186 630			
Тверская область	59	79	43 821	50 701	380 165	414 780			
Тульская область	91	98	168 521	198 770	970 339	1 345 865			
город Москва	1 519	1 842	46 954 128	48 963 492	226 953 090	234 083 815			
Вологодская область	80	97	367 040	374 151	1 683 753	1 805 572			
Ленинградская область	95	115	263 843	279 671	2 077 651	2 211 777			
Псковская область	38	48	21 329	23 448	100 038	197 005			

Обратная ситуация наблюдается в случае применения ставки 0% для образовательных и медицинских учреждений. По данным отчета 5-П, потери бюджета за счет предоставления ставки 0% перечисленным категориям налогоплательщиков составляют 1 674 932 тыс. руб. (форма 2).

В том случае, если налогоплательщику предоставляется такая льгота, коэффициент бюджетной эффективности будет ниже 1, поскольку фактически налог на прибыль организаций выпадает из общих налоговых обязательств организации-налогоплательщика и возмещение выпадающих доходов бюджета возможно только за счет увеличения объемов поступления по другим налогам и сборам. Однако согласно прогнозной оценке социально-экономической эффективности, данная налоговая льгота будет являться эффективной, что может быть достигнуто за счет увеличения среднесписочной численности работников организации, повышения их квалификации, выполнения социально-значимой работы и пр.

Не менее интересной, с точки зрения эффективности применения, является амортизационная премия. Так, по данным отчета 5-П суммы, относящиеся на расходы за счет использования амортизационной премии в размерах 10% и 30 % составляют 48 963 492 тыс. руб. и 234 083 815 тыс. руб. (по г. Москва) соответственно (форма 3). Получается, что налогоплательщики, уменьшили свои налоговые обязательства перед федеральным и региональным бюджетами на 56 609 461,4 тыс. руб.: $(48\,963\,492 + 234\,083\,815) \cdot 20\%$, из которых в бюджет субъекта недопоступило 45 287 569,12 тыс. руб. Бюджетная эффективность этой льготы будет больше 1. Это может быть достигнуто за счет наращивания объемов производства и увеличения платежей в бюджет (в том числе и по налогу на имущество организаций). При этом амортизационная премия является не более чем временным лагом, социально-экономический эффект льготы отсутствует, поскольку сложившаяся практика пользования данной льготой свидетельствует о том, что большинство организаций используют амортизационную премию для увеличения прибыли, а не для обновления основных фондов.

Анализируя практику применения налоговых льгот по налогу на прибыль организаций за период с 2012 по 2014 гг. по данным из разделов А, В отчета 5-П, включающую оценку динамики изменений общего количества налогоплательщиков, использующих, предусмотренную законодательством льготу, предусмотренную п. 1.1 ст. 284 НК РФ (о ставке 0%), нами были выявлено: в 2013 г., налогоплательщиков, использующих льготу, было более 120-ти организаций, а в 2014 г. общее количество налогоплательщиков снизилось до 95 (табл. 2). Это свидетельствует о сложностях, возникающих в связи с использованием данной льготы.

Следует отметить еще одну проблему, влияющую на эффективность налоговых льгот и связанную с бессрочным характером их предоставления. Оценивать эффективность налоговой льготы рекомендуется «до» и «после» ее введения. Однако выявление эффекта от применения льготы становится нецелесообразным и бессмысленным в случае, если сравнивать показатели финансово-экономической деятельности налогоплательщика за 2012-2014 гг. с аналогичными показателями за 2002 г., т.е. до появления гл. 25 НК РФ.



Таблица 2

Отчет о налоговой базе по налогу на прибыль, 2014 г.

Отчет о налоговой базе по налогу на прибыль, 2013-2014гг. Раздел В				
Наименование показателя	2014г.		2013г.	
	Код строки	Значение показателя, тыс. руб.	Код строки	Значение показателя, тыс. руб.
Доходы организаций, осуществляющих образовательную и (или) медицинскую деятельность-всего	1550	78 812 964	1550	59 874 123
Расходы организаций, осуществляющих образовательную и (или) медицинскую деятельность-всего	1560	70 438 304	1560	50 656 263
Налоговая база для исчисления налога	1570	8 374 660	1570	9 217 860
Сумма недопоступления налога в связи с применением нулевой ставки	1580	1 674 932	1580	1 843 572
Количество налогоплательщиков, данные по которым приведены в Разделе В	1585	95	1585	120
Контрольная сумма	1590	167 822	1550	59 874 123

Например, анализируя аналитические справки о результатах оценки эффективности налоговых льгот в Ханты-Мансийском автономном округе, нельзя утверждать, что результаты проведенной оценки являются достоверными, поскольку отражают закономерные процессы экономического роста или спада, а не эффективность самих налоговых льгот [10]: очевидно, что во времена экономического кризиса наблюдается снижение бюджетной эффективности, в силу того, что уменьшается экономическая активность хозяйствующих субъектов. В период экономического подъема растет суммарный объем налоговой базы, и бюджетная эффективность достигается не за счет качества предоставляемой льготы, а за счет количества налогоплательщиков и объема налоговой базы. Наглядной иллюстрацией данного тезиса является анализ бюджетной эффективности льгот по налогу на прибыль организаций, проведенной в Ханты-Мансийском автономном округе в 2012 г. (табл. 3).

Низкие значения показателя бюджетной эффективности объясняются уменьшением налоговой базы. [11]

Экономический эффект налоговых льгот довольно сложно оценить, поскольку высвобождаемые средства за счет предоставленных льгот могут использоваться не на развитие деятельности, снижение себестоимости продукции, увеличение заработной платы сотрудников и пр., а по разным причинам изыматься из оборота хозяйствующего субъекта на иные цели.

В силу подобных возникающих неоднозначных ситуаций, становится очевидной необходимость разработки мер по улучшению администрирования и результативности применения налоговых преимуществ.

Таблица 3

Оценка бюджетного, социального и экономического эффекта от введения налоговых льгот по налогу на прибыль организаций в Ханты-Мансийском автономном округе, 2012 г.

Наименование вида экономической деятельности	Структура льготы, %	Количество организаций, шт.	Коэффициент бюджетной эффективности	Коэффициент социальной эффективности	Коэффициент экономической эффективности
Добыча полезных ископаемых	98,6	26	0,93	1,16	1,14
Транспорт, за исключением трубопроводного транспорта	1,2	5	1,20	1,20	1,14
Обрабатывающие производства, за исключением производства нефтепродуктов	0,01	2	0,52	1,14	1,11
Производство, передача и распределение пара и горячей воды (тепловой энергии)	0,02	1	0,72	1,05	1,08
Строительство	0,2	4	0,75	1,18	1,25
Итого:	100,0	38	х	х	х

В последние годы многими исследователями, занимающимися разработками методик по оценке эффективности налоговых льгот акцентировалось внимание на необходимости унифицированного подхода такой оценки, обеспечивающего качество и результативность оценки эффективности инструментов налогового стимулирования, включающего: установление единых критериев и показателей эффективности, применение единых способов и методов проведения оценки, разработку рекомендаций, способствующих повышению качества оценки эффективности, и, наконец, обязательный характер оценки **всех** действующих инструментов налогового стимулирования.

Решая поставленные задачи, в 2014 г. Министерством экономического развития РФ совместно с Министерством финансов РФ был разработан проект единой комплексной оценки эффективности всех видов налоговых льгот и иных инструментов налогового стимулирования, предусмотренных Налоговым Кодексом РФ. Цель создания данной методики заключалась в создании единой системы оценки инструментов налогового стимулирования и нивелирования субъективных подходов к их оценке на региональном уровне. Предусматривалось, что оценка будет производиться специалистами по финансам и экономике администраций муниципальных образований или субъектов Российской Федерации.

Позиция Министерства финансов по вопросам характеристики и оценки эффективности налоговых льгот, отраженная в действующих региональных методиках, отличается от позиции Министерства экономического развития РФ. Механизм оценки эффективности налоговых льгот с точки зрения Минфина, в



первую очередь, направлен на определение величины выпадающих доходов бюджета в результате предоставления налоговых льгот, при этом влияние на бизнес не учитывается. Минэкономразвитие оценивает налоговые льготы с точки зрения их эффективности в работе бизнеса.

Достоинством «методики 2014» является учет обеих позиций ведомств. Подход Минфина предлагается использовать для прогноза бюджетных доходов и оценки эффективности государственных программ. Позицию Минэкономразвития – для определения экономической целесообразности инструментов налогового стимулирования в деятельности хозяйствующих субъектов.

Новая методика Минэкономразвития поделила все существующие на сегодняшний день льготы по налогам на две крупные категории. В одну из них попали элементы базовой структуры налогов, по которым предоставляются льготы, а во вторую – преференции для отдельных категорий налогоплательщиков. Одним словом, перечень налоговых преимуществ для оценки их эффективности расширен за счет преференций.

Оценка эффективности осуществляется на основе рассчитываемых коэффициентов эффективности от введения налоговой льготы, характеризующих социальную, бюджетную, экономическую, комбинированную или интегральную эффективность (далее – «коэффициенты эффективности»), а также востребованность и применимость данной налоговой льготы. При этом наборы показателей, используемые для оценки коэффициентов эффективности отдельных налоговых льгот, могут отличаться в зависимости от категории льготополучателей, механизма налогового стимулирования, типа льготы и целей льготы. При этом цели введения льгот разбиваются на следующие три группы: технические – устранение/уменьшение встречных финансовых потоков, оптимизация бюджетных расходов, социальные – поддержка определённых групп населения, стимулирующие – стимулирование развития определённых видов деятельности, проектов, территорий и т.п. (в том числе выравнивание условий хозяйствования, а также стимулирование определённых видов деятельности населения – развитие личных подсобных хозяйств, донорство, получение образования и т.п.).

Вместе с тем, «Методика 2014» не получила практической реализации. Среди **недостатков** методики можно отметить:

1. не учтены такие инструменты, как: налоговый кредит, управление налоговым потенциалом и налоговыми базами (региона, муниципального образования) и др. Таким образом, также как и действующие региональные, «Методика 2014» не обеспечивает оценку эффективности всех инструментов налогового стимулирования в полной мере;
2. при расчёте коэффициентов эффективности не могут быть использованы одни и те же показатели для разных групп налоговых льгот. Например, коэффициент инвестиционной эффективности не может быть использован для оценки социальной льготы;
3. при расчёте коэффициента инвестиционной эффективности налоговой льготы оценивается соотношение общего объёма инвестиций налогоплательщиков в основной капитал к объёму полученной налогоплательщиками налоговой льготы за этот период, то есть,

разработчики данной методики предполагали, что объём инвестиций, в основном, обеспечивается льготой.

Считаем такую точку зрения весьма спорной, поскольку изменение объёмов инвестиций совсем не обязательно может быть следствием предоставления налоговой льготы; более того, причин, факторов изменения объёмов инвестиций может быть множество. Предоставленная льгота может оказывать стимулирующее воздействие только на некоторые факторы, однако её исключительное, воздействие на конечный результат практически исключено, поэтому простое сопоставление объёма выпадающих доходов бюджета в результате предоставления налоговой льготы к общему объёму инвестиций явно не отличается корректностью;

По нашему мнению, практическое применение «Методики 2014» может вызвать определенные сложности, поскольку она является громоздкой в расчетах, и ее применение не решило проблем, связанных с трудовыми и временными затратами ее реализации, а также сложностью в подборе статистического материала. Предполагается, что указанная методика может быть использована как для действующих, так и для вводимых налоговых льгот, и может применяться одинаково для всех видов льгот по всем видам налогов и сборов, поступающих в бюджеты различных уровней бюджетной системы Российской Федерации.

Выводы и предложения

Региональные методики оценки эффективности налоговых льгот являются практически неработающим механизмом *оптимизации* налоговых льгот.

Рассматриваемые методики предлагают разные алгоритмы расчета коэффициентов (показателей) эффективности действующих налоговых льгот и преференций. Осуществлять оценку эффективности налоговых льгот только на основании значений рассчитанных коэффициентов эффективности, практически невозможно, поскольку изменение тех или иных показателей участвующих в формулах, не обязательно может быть следствием предоставления налоговой льготы.

Большинство из регионов фактически рассчитывают эффект, а не эффективность, т.к. соизмерение с произведенными затратами отсутствует.

Оценки эффективности налоговой льготы, предлагаемые регионами для расчета имеют в своей основе ограниченный набор анализируемых показателей.

Необходим, разработанный на законодательном уровне, механизм использования финансовых ресурсов, высвобождаемых в ходе применения налоговых льгот и прочих инструментов налогового регулирования, способствующий их эффективному применению. В качестве такого механизма может выступать *инвентаризация налоговых льгот по их целевой направленности*.

Ключом к решению данной проблемы может стать предоставление налоговых льгот на определенный срок и под конкретные социально-экономические задачи, а также введение на законодательном уровне положений, обязывающих налогоплательщиков отчитываться о результативности использования налоговых льгот (табл. 4).



Таблица 4

Критерии эффективности использования предоставленных налоговых льгот по налогу на прибыль организаций

№	Критерии	Срок пользования льготой	
		20__ г., тыс. руб.	20__ г., тыс. руб.
1.	Сумма налога, исчисленная без учета льгот		
2.	Сумма льгот		
3.	Сумма налога, исчисленная с учетом льгот		
4.	Дополнительные средства, сэкономленные за счет использования льготы (целевое использование), всего		
	Из них:		
4.1	Инвестиции, в том числе:		
4.1.1	Социального характера		
4.2	Производство инновационной продукции		
4.3	Новое строительство		
4.4	Приобретение основных средств		
5.	Суммы расходов, уменьшающие налоговую базу		
6.	Дополнительная экономия на налоге (строка 5 x 20%)		
7.	Количество вновь созданных рабочих мест за период пользования льготой		
8.	Дополнительный выпуск продукции		
9.	Дополнительные налоговые поступления		

Считаем необходимым усилить контроль администрирования налоговых льгот, включающий выявление количества спорных ситуаций по использованию налоговых льгот между налоговыми органами и налогоплательщиками, проведение анкетирования налогоплательщиков с целью выявления потенциальных пользователей льготы.

Известно, что чаще всего льготы имеют «затяжной» во времени эффект, приводят к постепенному увеличению капитала налогоплательщика и, следовательно, к увеличению налоговых поступлений в бюджетную систему в будущем. Поэтому целесообразно встроить в механизм оценки эффективности совокупный накопленный эффект от налоговых льгот, положив в основу критериальные показатели сопоставления выпадающих бюджетных доходов в их взаимоувязке с финансово-экономической деятельностью хозяйствующих субъектов.

Очевидно, что работа по усовершенствованию механизмов оценки эффективности инструментов налогового стимулирования должна продолжаться в направлении устранения выявленных недостатков с целью дальнейшей возможности планирования бюджетных поступлений и осуществления налогового бюджетирования на будущие периоды без учета неэффективных налоговых льгот и прочих налоговых преимуществ, как для бюджетов, так и для бизнеса.

Список литературы

1. Савина О.Н. Барьеры в нормативном правовом обеспечении механизма предоставления и применения налоговых льгот и преференций в России / О.Н. Савина // Международный бухгалтерский учет. – 2013. – № 19. – С. 44-60.
2. Об утверждении Методических рекомендаций по оценке эффективности налоговых льгот, предоставленных инвесторам, реализующим инвестиционные проекты на территории Архангельской области: Распоряжение Правительства Архангельской области от 12.04.2011 № 185-рп.
3. Об утверждении Положения о порядке оценки эффективности предоставляемых (планируемых к предоставлению) налоговых льгот и пониженных ставок налогов в соответствии с Законом Рязанской области «О налоговых льготах»: Постановление Правительства Рязанской области от 02.11.2011 № 365.
4. Об оценке бюджетной, социальной и экономической эффективности налоговых льгот, устанавливаемых отдельным категориям налогоплательщиков: Закон Орловской области от 30.06.2009 № 923-ОЗ.
5. О порядке рассмотрения обращений налогоплательщиков в Свердловской области о возможности предоставления налоговых льгот и оценке их эффективности: Постановление Правительства Свердловской области от 16.01.2007 № 13-ПП (ред. от 21.06.2011).
6. Об утверждении Порядка оценки социально-экономической эффективности налоговых льгот и Методики оценки социально-экономической эффективности налоговых льгот: Постановление Кабинета Министров Чувашской республики от 25.06.2007 № 151.
7. Об утверждении Порядка оценки бюджетной и (или) социальной эффективности установленных и предлагаемых к установлению налоговых льгот: Постановление Правительства Удмуртской республики от 30.06.2008 № 161 (ред. от 21.12.2009).
8. О Порядке оценки эффективности предоставления налоговых льгот: Постановление Правительства Ивановской области от 25.06.2008 № 150-п (ред. от 21.03.2012).
9. Савина О.Н. Налоговые льготы по налогу на прибыль организаций: актуальные вопросы оптимизации / О.Н. Савина, М.А. Жажин // Бухгалтер и Закон. – 2014. – №4 (172). – С. 30-37.
10. Аналитическая справка о результатах оценки бюджетной, социальной и экономической эффективности предоставляемых налоговых льгот в Ханты-Мансийском автономном округе – Югре (О результатах оценки бюджетной, социальной и экономической эффективности предоставляемых налоговых льгот в Ханты-Мансийском автономном округе – Югре за 2010 год: Распоряжение Правительства Ханты-Мансийского автономного округа – Югры от 16.09.2011 № 519-рп).



11. Пансков В.Г. Налоговые льготы: целесообразность и эффективность / В.Г. Пансков // Финансы. – 2012. – №10.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Савина О.Н. Оценка эффективности налоговых льгот: действующие региональные практики и проблемы их реализации // Пермский финансовый журнал. 2016. № 2 (15). С. 64 – 82.

Olga N. Savina

*Associate professor, assistant professor,
Department "Taxes and taxation",
Financial University under the Government
of the Russian Federation
Moscow, Russia*

Evaluation of the effectiveness of tax incentives: current regional practices and their implementation

Annotation. The subject of the research is to identify the problems complicating implementation of existing methodologies for evaluating the effectiveness of tax credits in the regions. For more than 10 years improvement of these practices was carried out in the direction of their unification and detail of performance indicators. So far, however, the effectiveness of tax incentives is not fully applied and duly. The author considers examples of evaluation of the effectiveness of tax credits in certain regions, allowing to identify features of the practical implementation of regional techniques.

Special attention is paid to the fragmentation of existing practices on calculating the effectiveness of tax incentives: the majority of regions expect an effect, rather than efficiency; many parts of the assessment base or improved system has not improved; evaluation of the social efficiency of tax privileges, often have a limited set of indices. In so doing, to realistically assess the efficiency of tax privileges only, based on the values of the calculated performance indicators proposed in the techniques, it is practically impossible, because changing those or other indicators of participating in formulas that may not necessarily be a consequence of the provision of tax benefits.

It was concluded that regional methods of evaluating the effectiveness of tax incentives are virtually idle mechanism optimization of tax benefits. There is a need for further improvement in them towards the identified deficiencies, and to simplify and render more objectivity evaluation with the aim of further possibilities for planning revenues and tax budgeting for future periods without regard to inefficient tax incentives and other tax benefits for both budgets and business.

Keywords: tax regulation, tax incentives, performance monitoring, effectiveness evaluation, tax breaks, tax advantages, technique efficiency, analysis of the effectiveness.

References

1. Savina O. Barriers in normative mechanism for providing legal support and application of tax benefits and preferences in Russia / O. Savina // International accounting. – 2013. – №19. – P. 44-60.

2. Approving the methodological recommendations for assessing the effectiveness of tax incentives granted to investors, realizing investment projects on the territory of Arkhangelsk region: Arkhangelsk region Government Decree from 12.04.2011 № 185-RP.
3. Approving the regulations on the procedure for assessing the effectiveness of (to provide) tax incentives and lower taxes in accordance with the law of Ryazan oblast “on tax benefits”: Resolution of the Government of the Ryazan region from 02.11.2011 № 365.
4. On the evaluation of fiscal, social and economic effectiveness of tax incentives established by certain categories of taxpayers: Law of Oryol oblast from 30.06.2009 № 923-Oz.
5. On the procedure for consideration of applications of the taxpayers in the Sverdlovsk region of the possibility of granting tax privileges and in assessing their effectiveness: Resolution of the Government of Sverdlovsk region from 16.01.2007 № 13-pp (red. from 21/06/2011).
6. On approval of the procedure for the assessment of the socio-economic efficiency of the tax benefits and techniques to assess the socio-economic efficiency of tax privileges: Resolution of the Cabinet of Ministers of Chuvash Republic from 25.06.2007 № 151.
7. On approval of the procedure for the assessment of fiscal and/or social efficiency of established and proposed to establish tax incentives: Resolution of the Government of the Udmurt Republic from 30.06.2008 № 161 (red. from 21.12.2009).
8. On the procedure for assessing the effectiveness of tax benefits: Resolution of the Government of the Ivanovo region from 25.06.2008 № 150-p (red. from 21).
9. Savina O. Tax benefits on income tax organizations: issues of optimization / O. Savina, M. Žažin // Accountant and Law. – 2014. – № 4 (172). – P. 30-37.
10. Analysis on the results of the assessment help budgetary, social and economic efficiency of tax privileges in Khanty-Mansi Autonomous Okrug — Yugra (On the results of the evaluation of fiscal, social and economic efficiency of tax privileges in Khanty-Mansi Autonomous Okrug-Yugra for 2010: Decree of the Government of the Khanty-Mansiysk Autonomous Okrug - Yugra from 17.09.2010 № 519-RP).
11. Panskov V. Tax incentives: expediency and efficiency / V. Panskov // Finance. – 2012. – № 10.

Please cite this article in English as:

Savina, O.N. (2016), “Evaluation of the effectiveness of tax incentives: current regional practices and their implementation”, *Perm Financial Review*, no. 2 (15), pp. 64 – 82.

**Усманов Марк Ревхатович**

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

markus059@gmail.com

2016. Что дальше? Продолжение трудного пути!

Аннотация. В настоящей статье произведен обзор основных изменений в мировой экономике, произошедших с момента выхода предыдущей статьи «2014. Что дальше? Продолжение трудного пути!» [Усманов М.Р. 2014. Что дальше? Продолжение трудного пути! // Пермский финансовый журнал. 2014. № 1(10). С. 4 – 18]

Долговой суперцикл во многих развитых и развивающихся странах, о котором говорилось в предыдущей статье, по-прежнему находится в активной фазе. Вновь, как и два года назад, можно констатировать, что, когда суперцикл закончится, на восстановление экономики уйдут годы, возможно, кое-где, даже и десятилетия.

Сформулирована точка зрения автора о том, что, несмотря на положительную динамику основных критериев развития мировой экономики, а именно, устойчивый рост мирового ВВП и снижение безработицы, не приходится говорить о том, что этот рост является прочным и устойчивым. Основные проблемы, которые остаются по-прежнему актуальными, это низкий рост производительности труда, высокие уровни долга стран, корпораций и домохозяйств, которые обуславливают низкий рост инвестиций на глобальном уровне. А также продолжающаяся оставаться чрезвычайно адаптивной денежно-кредитная политика. Не стоит забывать также о переходе к протекционистской политике всеми, без исключения странами, геополитической напряженности, вооруженных столкновениях и терроризме.

Ключевым фактором, по мнению автора, является неспособность мирового сообщества выйти на траекторию устойчивого роста экономики, одновременно отказавшись от роста долгов. Для решения этой непростой задачи, в первую очередь необходима активизация структурных реформ. Необходимо создание новых технологических драйверов, необходимо появление принципиально новых технологий, возникновение новых отраслей и секторов промышленности. Необходимо использование новейших достижений науки и техники, которые выведут экономику на качественно новый уровень эффективности и производительности труда.

Ключевые слова: долговой суперцикл, ВВП, денежно-кредитная политика, структурные реформы, экономический рост.

С момента выхода предыдущей статьи «2014. Что дальше? Продолжение трудного пути!» прошло чуть более двух лет. За это время многое изменилось в мире, и в экономике, и в финансах, и в политике. Продолжил сокращаться глобальный спрос, началось падение роста мировой торговли, усугубились геополитические проблемы, остаются проблемы структурного характера в экономике.

Хочу сразу отметить, что вопросы, сформулированные в предыдущей статье, остаются актуальными и сегодня. Преодолен ли полностью финансовый кризис или мир получил только лишь временную передышку, находимся мы на начальной стадии нового экономического роста, или нас ожидает новый виток кризиса, а быть может мы живем в ситуации перманентного кризиса?

Пожалуй, что, любой ответ на приведенные выше вопросы по-прежнему имеет право на существование и может быть вполне убедительно обоснован. И у каждой из позиций найдется множество сторонников.

Так что-же, мы потеряли эти два года? Упустили представлявшиеся нам возможности, о которых говорилось в предыдущей статье? Нет, все не так однозначно. Работа по преодолению кризиса и его последствий последовательно ведется Правительствами различных стран, Центральными банками, международными финансовыми институтами и организациями.

Тем не менее, повторяюсь, впервые в истории мировой финансовый кризис имеет столь продолжительное по времени влияние на состояние мировой экономики. И пока еще ничего не закончено.

Если судить по стандартным критериям, дела в мировой экономике обстоят не так уж плохо. Глобальный экономический рост продолжается, хотя и недотягивает до средних докризисных значений. Безработица продолжает снижаться.

Однако, есть и гораздо менее обнадеживающие показатели:

- 1) рост производительности труда продолжает находиться на необычно низком уровне;
- 2) глобальные уровни долга стран, корпораций и домохозяйств по-прежнему находятся близко к историческим максимумам;
- 3) вследствие сохранения исключительно низких процентных ставок, пространство для маневра в денежно-кредитной политике стало чрезвычайно ограниченным.

Ключевым фактором в текущем непростом положении мировой экономики является неспособность мирового сообщества справиться с последствиями кризиса, одновременно отказавшись от модели экономического развития основанной на увеличении задолженности. А ведь, как известно, именно задолженность выступает в качестве основного драйвера роста экономики уже очень продолжительное время.

Поэтому вновь, как и два года назад мы говорим о существовании острой необходимости перехода к более прочному и устойчивому росту экономики. И соответственно, о необходимости переориентации денежно-кредитной, финансовой и фискальной политик для обеспечения долгосрочного и устойчивого развития.

Однако, как говорилось и прежде, в первую очередь необходима активизация структурных реформ.



Начинать действовать нужно немедленно. Откладывание необходимых перемен на потом, в угоду сиюминутным политическим выгодам, делает их еще более болезненными и сложно реализуемыми, что также повышает вероятность наступления нового финансового кризиса еще до запуска предполагаемых реформ.

Долговой суперцикл продолжается!

Долговой суперцикл во многих развитых и развивающихся странах, о котором говорилось в предыдущей статье, и который представляет собой долгосрочный рост совокупного долга стран с относительно небольшого и управляемого уровня до точки, когда фондовый рынок отказывается его финансировать, по-прежнему находится в активной фазе.

Рассмотрим подробнее, что же произошло в мире с глобальным долгом в последнее время.

Обратимся к рис. 1, где представлены совокупные долги на развитых и развивающихся рынках, а также глобальный долг по всем странам мира в совокупности. Долги, как это принято, представлены в разбивке на долги правительств, долги корпораций нефинансового сектора и долги домохозяйств. Для сравнения берутся три даты: окончание 2007 г., дата перед началом кризиса, окончание 2010 г. и окончание 2015 г.

Как мы видим на рисунке, глобальный мировой долг по отношению к ВВП продолжает увеличиваться в течение всего рассматриваемого периода времени. В странах с развитой экономикой отмечаем некоторое снижение долга домохозяйств и стабилизацию долга корпоративного сектора, в то же время, мы видим опережающий рост долгов в государственном секторе. В развивающихся странах, происходит дальнейшее увеличение долга и частного и государственного сектора. И, соответственно, в общемировом масштабе, мы видим рост задолженности во всех трех секторах. В целом, совокупный долг домохозяйств, корпораций и правительств к ВВП в настоящее время составляет 275% в странах с развитой экономикой и 175% в развивающихся странах.

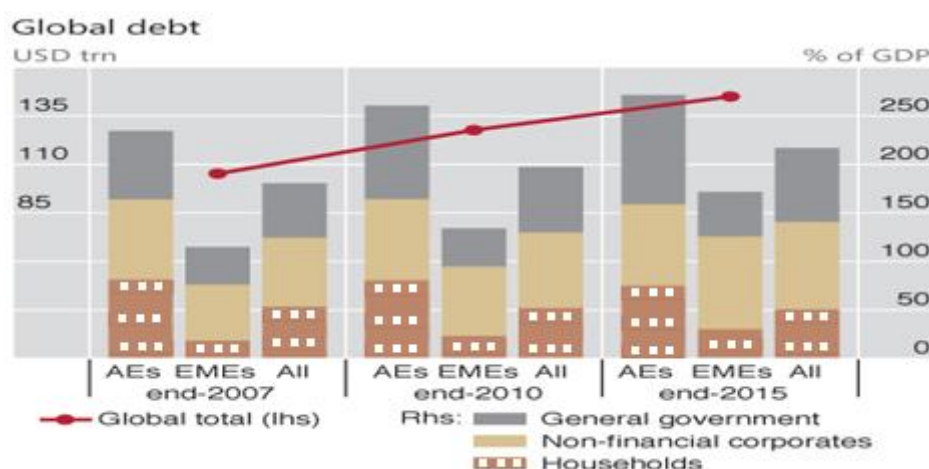


Рис. 1. Совокупный долг (2007 г., 2010 г., 2015 г.)

Источники: IMF, OECD, BIS

И вновь, как и два года назад, мы можем констатировать, что этот рост долгов, безусловно, помогает поддержать текущий спрос и, одновременно, маскирует снижение роста производительности труда.

Вновь, как и в прошлый раз, обратимся к статистике последних лет по Соединенным Штатам Америки. Долговой суперцикл, начавшийся в 50-е годы 20-го столетия, продолжается! В опубликованных во втором квартале 2016 г. данных Федерального резерва, совокупный долг США (сумма государственного и корпоративного долга и займов физических лиц) по состоянию на окончание 1-го квартала 2016 г. обновил исторический максимум и достиг \$64.1 трлн., при этом только за последний квартал показатель вырос на \$645 млрд. Совокупный долг США в размере \$64.1, как видно из рис. 1, составляет немногим менее половины общемирового совокупного долга.

Сразу хочу отметить, что поскольку ВВП США рос все время, начиная с 3-го квартала 2009 г., за исключением 1-го квартала 2011 г. (падение 1,5%) и 1-го квартала 2014 г. (падение 1,2%), то соотношение совокупного долга США к ВВП сейчас несколько ниже рекордного значения в 380%, достигнутого перед самым началом кризиса в 2008 г. и составляет 352%, что является максимальным значением с 1-го квартала 2013 г. (рис. 2).

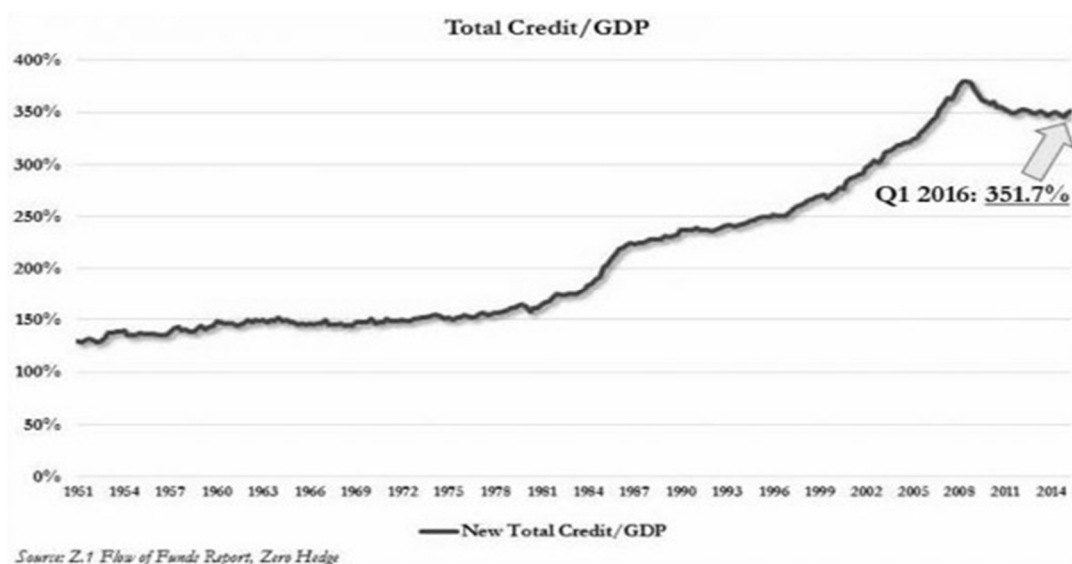


Рис. 2. Совокупный долг США в % от ВВП (1951 г. - I квартал 2016 г.)

Источник: Zero Hedge

Ряд экономистов склонен интерпретировать отметку 380% совокупного долга к ВВП США, как некий предел устойчивости американской экономики, после чего происходит какое-нибудь "неординарное" событие.

Учитывая, что совокупный долг США продолжает расти опережающими темпами к ВВП, вполне вероятно, что уже в недалеком будущем американская экономика снова подойдет к указанной критической отметке (рис. 3).

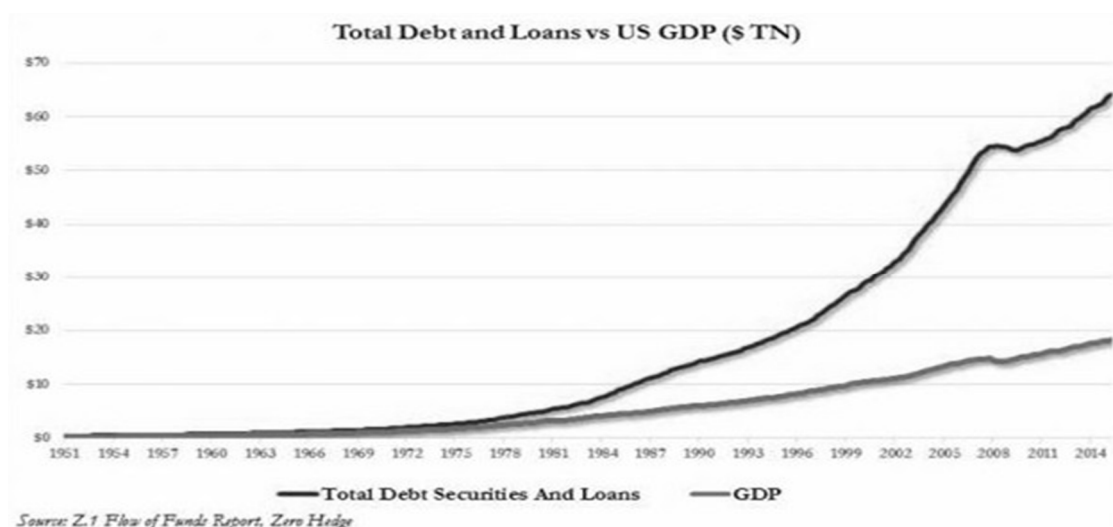


Рис. 3. Динамика совокупного долга и ВВП в США (1951 г. - I квартал 2016 г.)

Источник: Zero Hedge

Разумеется, прирост совокупного долга происходит в том числе и за счет роста государственного долга США. Хочу отметить, что усилия правительства по снижению дефицита бюджета в последние годы принесли некоторые результаты. Дефицит удалось последовательно уменьшить с максимального уровня 1412,69 млрд. долл. в 2009 г. (тогда 700 млрд. было потрачено только на спасение банков в рамках программы TARP) до 438,40 млрд. долл. в прошлом году. Однако, в 2016 г. дефицит вновь значительно вырос и достиг уровня 587,41 млрд. долл., превысив значения 2015 г., а заодно и 2014 г. (рис. 4).

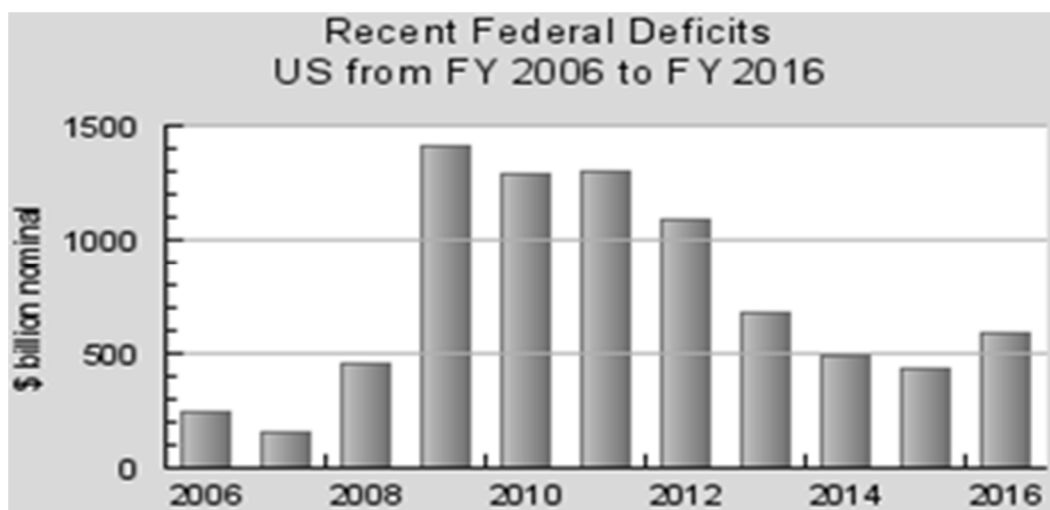


Рис. 4. Дефицит федерального бюджета США (2006 - 2016 гг.)

Источник: usgovernmentdebt.us

По мнению 89-летнего Пола Волкера, известного американского экономиста и главы Федерального резерва в период с 1979 по 1987 гг., США в состоянии справиться с дефицитом федерального бюджета, размер которого в 2016 г. оценивается почти в 600 млрд. долл.

Существенный риск состоит в том, что продолжение нынешней налоговой политики и политики расходов, создаст для Америки значительную фискальную проблему. По прогнозам Бюджетного управления Конгресса, к середине 21-го века государственный долг США достигнет 140% от ВВП, значительно превысив все предыдущие значения.

И, хочу отметить вот что: на нынешних значениях госдолг поддается управлению, но в условиях беспрецедентно низких процентных ставок. Когда нормализуется уровень ставок, одни только выплаты процентов будут в состоянии задушить бюджет США и любые насущные статьи расходов.

Рецепты выхода из сложной ситуации, по мнению Пола Волкера следующие. Первый: плавная перестройка системы социального обеспечения. В ближайшие 30 лет 70% роста ключевых программ субсидирования будет обусловлено здравоохранением, поэтому обуздание роста затрат в этой сфере является принципиальным моментом для процветания экономики в долгосрочной перспективе. И второй: изменение федеральной налоговой системы в США, которая изобилует исключениями, вычетами, льготами и преференциальными ставками. Все они обходятся государству примерно в 1.5 трлн. долл. ежегодно. Налоговая реформа призвана обеспечить более действенные стимулы для роста экономики и увеличить объем поступлений в казну.

Тем не менее, усилия властей США в процессе обуздания дефицита государственного бюджета в последние несколько лет можно признать довольно успешными. К 2015 г. дефицит федерального бюджета был снижен до 2,44 процента к ВВП, вместо имевшихся в 2009-2012 гг., значений близких к 10 процентам ВВП (рис. 5).

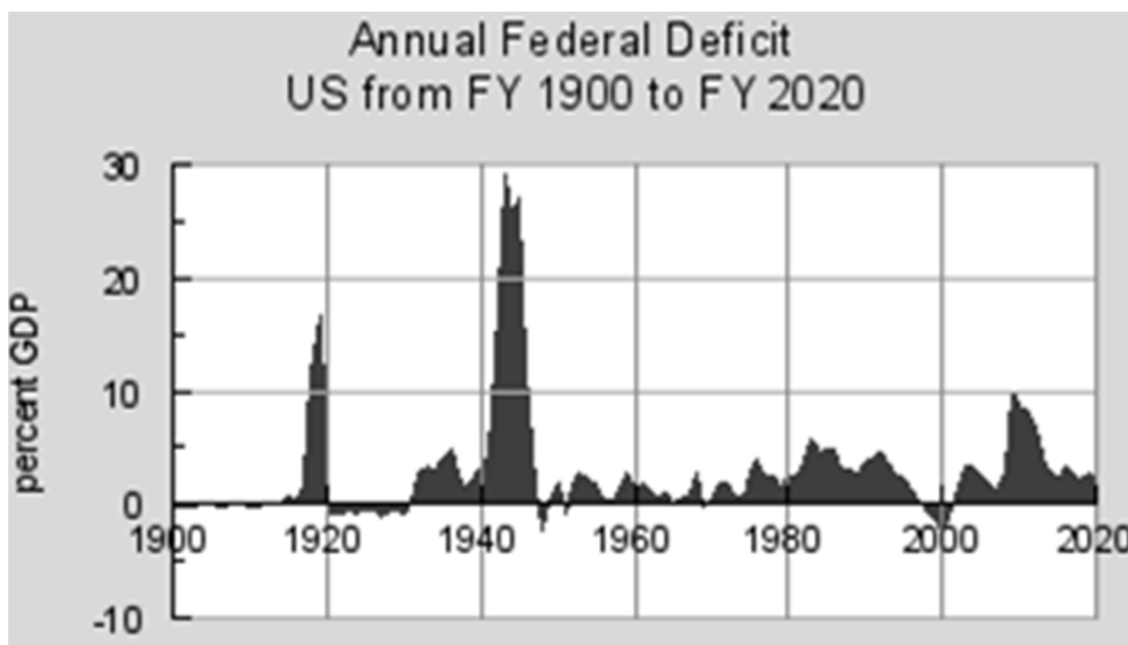


Рис. 5. Дефицит федерального бюджета США в % к ВВП (1900 г. - 2020 г.)

Источник: usgovernmentdebt.us

Необходимо отметить, что ситуация с высокими текущими значениями государственного долга США, на фоне его постоянного роста, содержит в себе



реальный риск в виде бремени процентных платежей. Эксперты говорят, что, когда процентные платежи достигнут 10% ВВП, правительство, скорее всего, объявит дефолт по своим долгам. США пока еще далеко от этой опасной зоны. Федеральные чистые процентные расходы в 2015 г. составили 1,24 процента ВВП.

Правда, нужно учесть, что эти цифры не учитывают бремя процентных платежей по спонсируемым правительством предприятиям, таким как Fannie Mae и Freddie Mac, и главное, они отражают процентные расходы в сегодняшней ситуации «политики количественного смягчения» и «политики нулевой процентной ставки». Что будет, когда ставки вернуться к нормальным уровням?

И вновь, можно констатировать, что, когда суперцикл закончится, в большинстве стран на восстановление экономики уйдут даже не месяцы, а годы; возможно, кое-где не хватит и десятилетий. Предстоит много работы и непростых решений, когда выбор будет стоять между плохо и очень плохо.

Рост мировой экономики.

Главный фактор, свидетельствующий о выздоровлении мировой экономики, а именно рост мирового ВВП происходит совсем не теми темпами, которые прогнозировались несколько лет назад. Так, в начале 2014 г. Международный валютный фонд (МВФ) прогнозировал рост мировой экономики на уровне 3,6% в 2014 г. и 3,9% в 2015 г. Темпы роста мирового ВВП в 2014 г. оказались более низкими, чем прогнозировалось и составили 3,4 %. В декабре 2014 г. МВФ понизил прогноз на 2015 г. до 3,6%. Реальный же рост мировой экономики в 2015 г. оказался еще ниже, глобальный ВВП увеличился всего на 3,2%. (рис. 6).

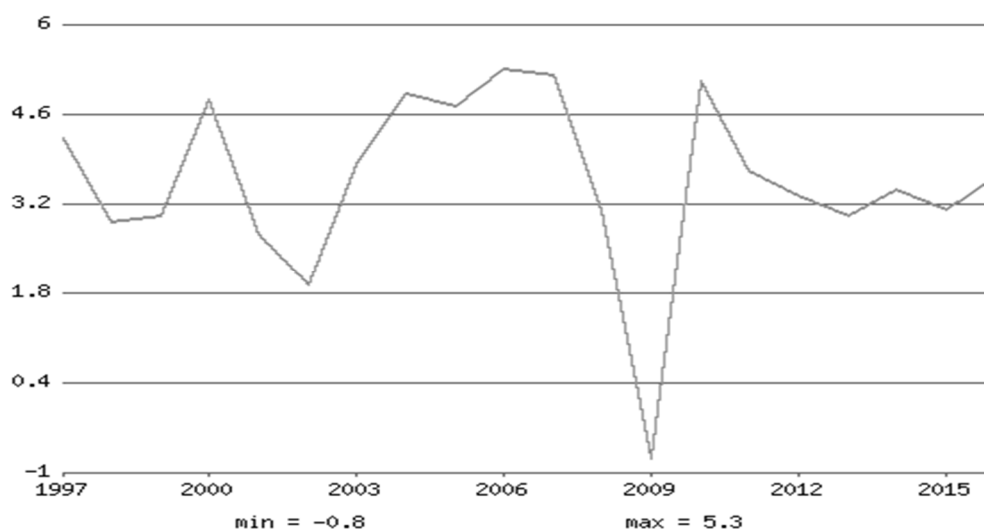


Рис. 6. Темпы роста мирового ВВП в % (1997 г. - 2016 г.)

Источник: www.ereport.ru

Прогноз по увеличению темпов роста в развитых странах за период с 2013 по 2015 гг. с 1,3% до 2,3% оказался более-менее близким к реальности. В Соединенных Штатах, рост составил 2,4% в 2015 г. и продолжался такими же темпами в начале 2016 г. (рис. 7).

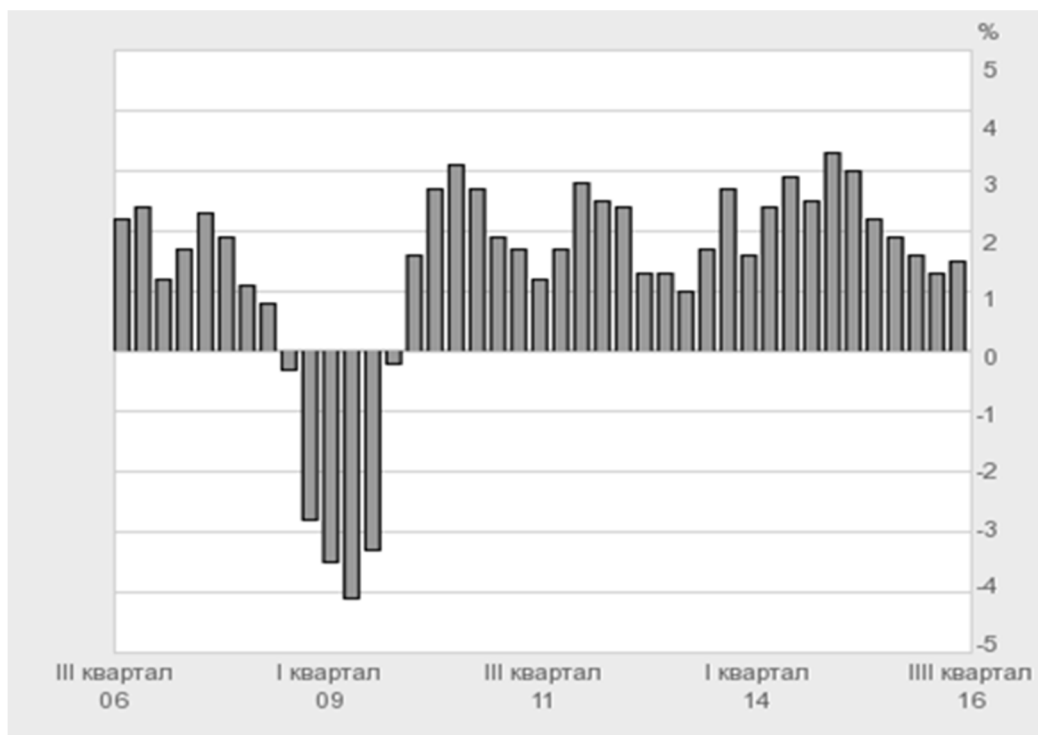


Рис. 7. Темпы роста ВВП США, % (2006 г., - 2016 г.)

Источник: quote.rbc.ru

ВВП еврозоны увеличился на 1,6% в 2015 г., по сравнению с 0,9% в 2014 г. В начале 2016 г. темпы роста в Европе сохранились на фоне восстановления большинства экономик еврозоны. К примеру, рост ВВП Германии в 2014 г. составил 1,6%, а в 2015 г. 1,7%. В других странах с развитой экономикой, движения были разнонаправлены. Рост ВВП в Японии замедлившись во второй половине 2015 г., составил 0,6%. Канада вернулась к росту во второй половине 2015 г. после умеренной рецессии, вызванной обвалом цен на нефть.

Темп роста в развивающихся странах за период с 2013 по 2015 гг., который прогнозировался МВФ на уровне с 4,7% до 5,3%, как можно видеть из графика также по факту оказался существенно ниже, около 4% (рис. 8).

Совсем недавно МВФ в очередной раз снизил свой базисный прогноз роста мировой экономики на 2016 и 2017 гг. на 0,1 п.п. по сравнению с прогнозом апреля 2016 г., до 3,1 и 3,4% соответственно. Пересмотр прогноза, среди прочего, обусловлен рисками Brexit, «существенным увеличением экономической, политической и институциональной неопределенности», которая, будет иметь негативные макроэкономические последствия, особенно в странах Европы с развитой экономикой. Среди стран с развитой экономикой в наибольшей степени прогнозы роста снижены для Соединенного Королевства — до 1,7% в 2016 г. и до 1,3% в 2017 г.

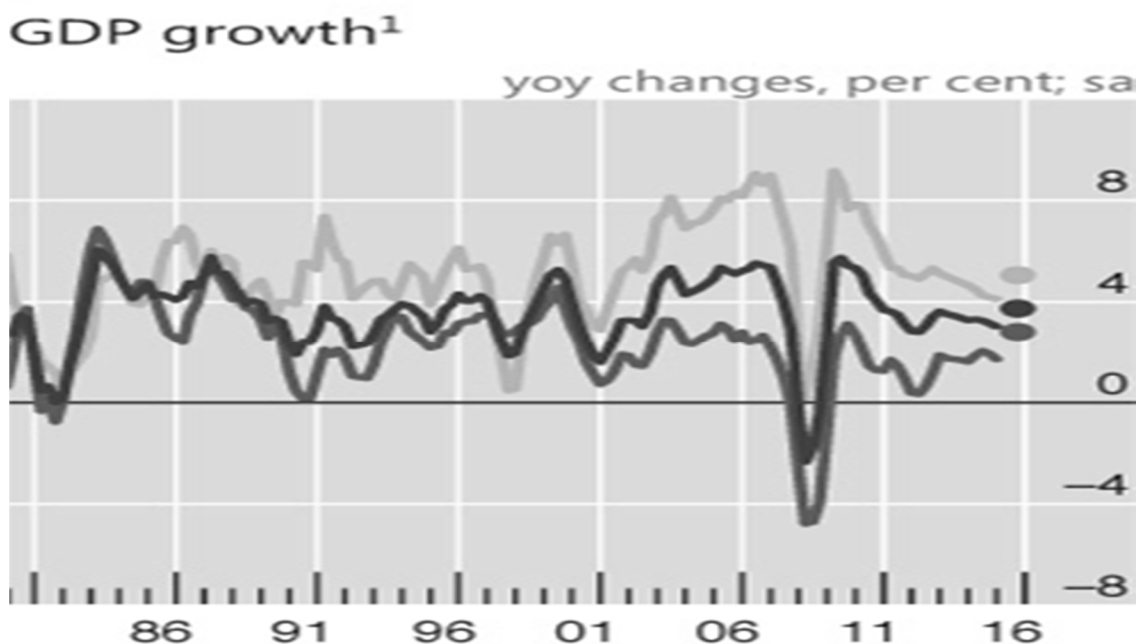


Рис. 8. Темпы роста глобального ВВП, % (1980 г. - 2016 г.)

Источник: IMF

До голосования по Brexit Международный валютный фонд планировал незначительно улучшить прогноз роста глобального ВВП на фоне более высоких, чем ожидалось, показателей реальной активности в экономике Китая, а также замедления спада экономик Бразилии и России. Однако после референдума МВФ ухудшил свою оценку роста мирового ВВП — в пятый раз за 15 месяцев.

Последствия Brexit на США и Китай, будет ограниченным, прогнозирует МВФ. В 2016 г. экономика еврозоны вырастет на 1,6% (прогноз улучшен на 0,1 п.п.), США — на 2,2%, Китая — на 6,6%.

По мнению экспертов фонда, помимо рисков Brexit более выраженными стали другие риски:

1. «дестабилизирующая корректировка» китайской экономики, опирающаяся на кредит как движущую силу роста;
2. риски финансовой нестабильности в странах с формирующимся рынком;
3. переход к протекционистской политике всеми, без исключения странами;
4. геополитическая напряженность, вооруженные столкновения и терроризм, оказывающие мощное негативное влияние на перспективы стран Ближнего Востока.

В связи с повышением цен на нефть МВФ спрогнозировал меньший спад ВВП России: минус 1,2% в 2016 г. против апрельской оценки в минус 1,8%. В 2017 г. фонд ждет роста российской экономики на 1%. Перспективы ускорения российской экономики ограничены из-за долговременных структурных проблем и воздействия санкций на производительность труда и инвестиции.

В предыдущей статье, два года назад, говорилось, что глобальный экономический подъем предоставляет мировому сообществу возможность сделать важные шаги на пути выхода из последствий кризиса. Отмечалась необходимость использования трех подходов в мировой экономике: подход первый, переход к модели экономического развития, где основным двигателем роста не будет являться рост долгов; подход второй, переход к сбалансированной кредитно-денежной политике; и подход третий, переход к более надежной финансовой системе. Посмотрим, что произошло в мировой экономике в рамках реализации этих тех переходов.

Первый переход: отказ от модели экономического развития, с ростом задолженности в качестве основного двигателя роста.

Эта модель основывается на постоянном опережающем росте долгов для стимуляции спроса при одновременном отставании роста производительности труда.

В прошедшие два года, глобальный экономический рост продолжал подпитываться ростом задолженности.

В своем отчете Конгрессу о денежно-кредитной политике за первое полугодие 2016 г., Джанет Йеллен, председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы, отмечает заметное повышение темпов роста ВВП во втором квартале. Объясняя его бойким ростом потребительских расходов, которые в свою очередь поддерживались устойчивым ростом реальных располагаемых доходов и текущего увеличения благосостояния домохозяйств. Также г-жа Йеллен отметила продолжение восстановления сектора недвижимости, благодаря росту доходов и, обратите внимание, очень низкому уровню ипотечных ставок.

Слабость инвестиций в странах с развитой экономикой по сей день продолжает оставаться одним из главных негативных аспектов модели роста основанной на росте задолженности. Компании воздерживаются от инвестиций в основной капитал и оборудование. Инвестиции в инфраструктуру также тормозятся. В вышеупомянутом отчете Джанет Йеллен отмечает, что в рассматриваемый период инвестиции в бизнес за пределами энергетического сектора были на удивление слабыми.

На глобальном уровне, общий объем инвестиций в основной капитал по отношению к мировому ВВП также растет незначительными темпами.

Рынки труда в обозреваемый период оказались более устойчивыми. В большинстве стран с развитой экономикой уровень безработицы продолжает снижаться. К концу 2015 г. совокупный уровень снизился до докризисного уровня в 6,5%. Тем не менее, в некоторых развитых странах, безработица остается высокой, особенно среди молодежи. Более неравномерная картина наблюдается в развивающихся странах, совокупный уровень безработицы в которых повысился, хоть и незначительно.

Повышение занятости происходит на фоне умеренного роста производства, что указывает на слабый рост производительности труда (рис. 9). Рост



производительности продолжает долгосрочное снижение, по крайней мере, в тех странах с развитой экономикой которые больше других пострадали от кризиса.

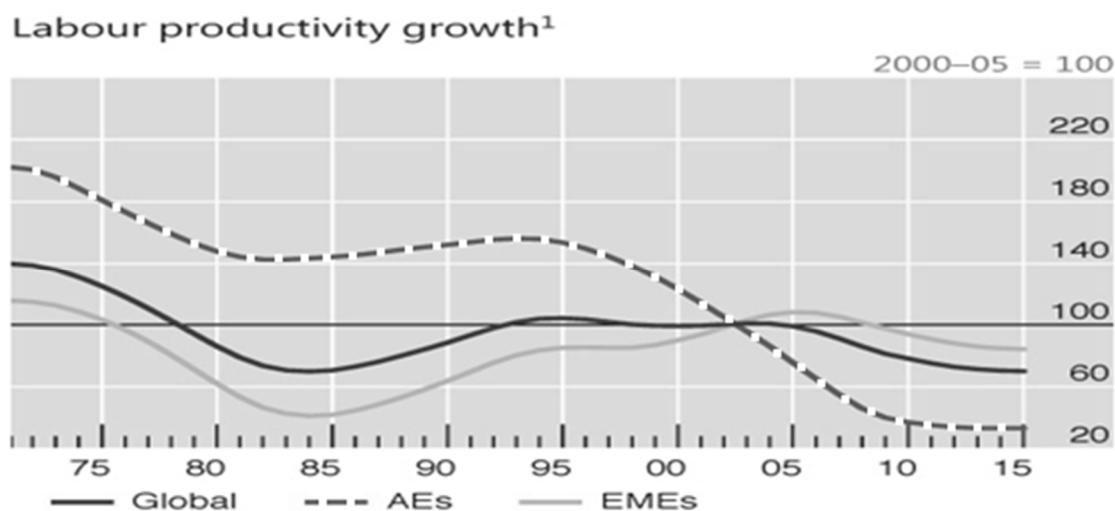


Рис. 9. Производительность труда в мире, в развитых и в развивающихся странах за 1975-2015 гг.

Источник: IMF, BIS

По данным бюро статистики труда США, к окончанию третьего квартала 2016 г., рост производительности труда в несельскохозяйственном бизнес-секторе, за предыдущие двенадцать месяцев, оказался равным нулю. При том, что производительность труда в третьем квартале 2016 г. увеличилась на 3,1 процента в годовом выражении, после снижения на 0,2 процента во втором квартале (рис. 10). Это было первое квартальное увеличение после трех последовательных снижений. Объем производства увеличился на 3,4 процента, а количество отработанных часов увеличилось на 0,3 процента.

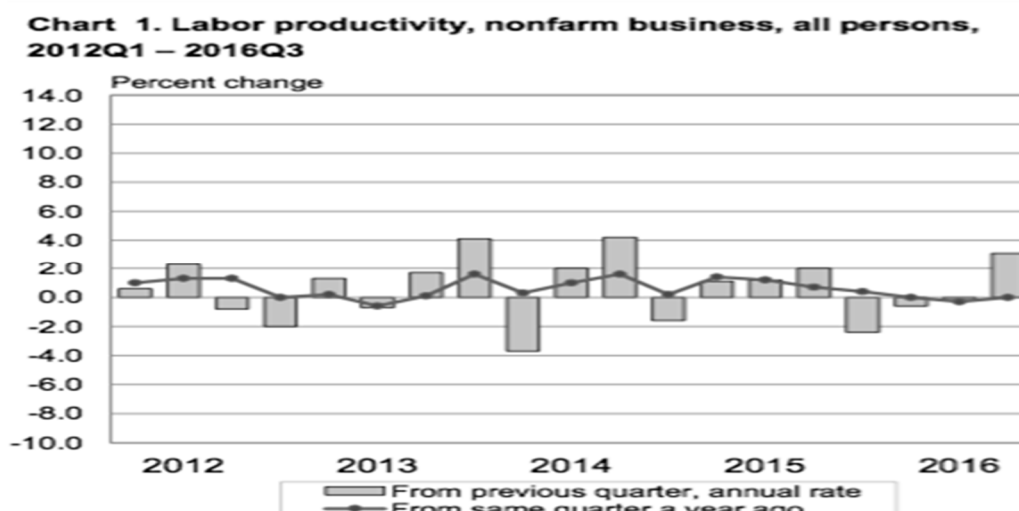


Рис. 10. Производительность труда в США в 2012-2016 гг.

Источник: US Bureau of Labor Statistics

По данным бюро, уровень безработицы в США снизился до 4,9 процента в октябре 2016 г. с 5 процентов в предыдущем месяце. Число безработных осталось почти без изменений на уровне 7,9 млн. человек, а доля рабочей силы снизилась на 0,1 процентного пункта до 62,8 процента. Уровень безработицы в США составлял в среднем 5,81 процента с 1948 по 2016 г., при этом самый высокий уровень в 10,80 процента достигался в ноябре 1982 г., а рекордно низкий уровень в 2,50 процента в мае 1953 г.

Из отчета Джанет Йеллен, председателя Совета управляющих Федеральной резервной системы, перед Комитетом Сената США по банковскому делу, жилищному и городскому хозяйству, в Вашингтоне 21 июня 2016 г.

К настоящему времени количество рабочих мест увеличилось на 14 млн. со своего минимального значения в начале 2010 г. За это время уровень безработицы снизился более чем на 5 процентов со своего максимального значения (рис. 11). Пособие по безработице снизилось для всех основных демографических групп, в том числе для афроамериканцев и выходцев из Латинской Америки. Тем не менее, вызывает беспокойство, то что уровень безработицы среди этих групп меньшинств остается выше, чем для нации в целом, а также то, что годовой доход средней афроамериканской семьи по-прежнему значительно ниже среднего дохода других американских семей.

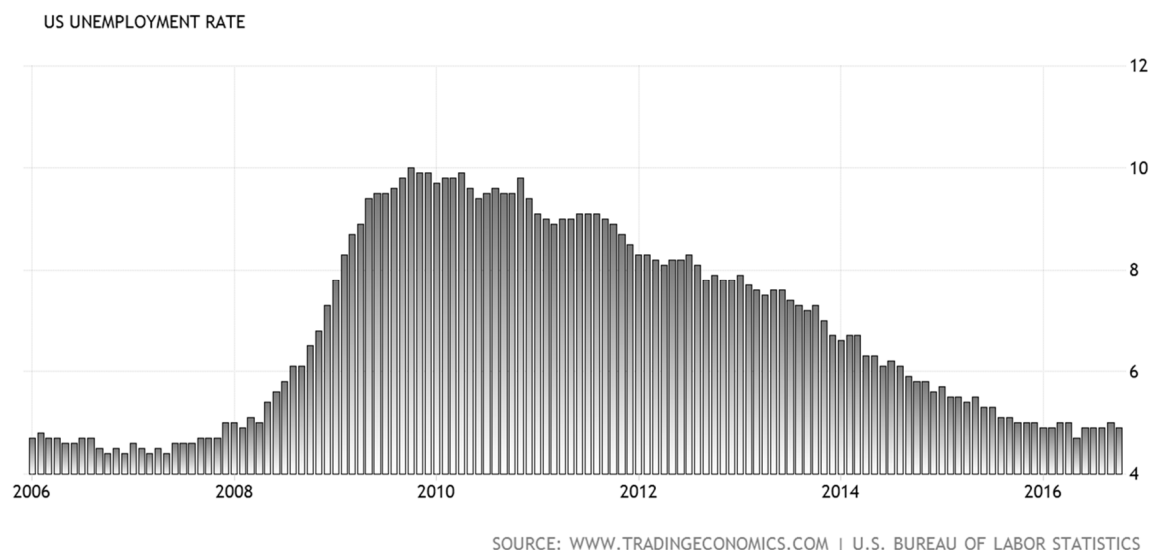


Рис. 11. Уровень безработицы в США в 2006-2016 гг.

Источник: US Bureau of Labor Statistics

Второй переход: к более эффективной денежно-кредитной политике

Денежно-кредитная политика становится значительно менее эффективной в фазе восстановления после спада, когда домашние хозяйства, корпорации и банки одновременно приводят в порядок свои балансы, погашают накопленные долги, и тем самым провоцируют слабость текущего совокупного спроса.

Балансы Центральных банков, в том числе ФРС, продолжают увеличиваться, и в настоящее время, в совокупности, по всему миру, превышают 20 трлн. долл. И, хотя размер балансов центральных банков находится вблизи исторических максимумов, некоторые из них готовы к дальнейшему



увеличению (рис. 12). Центральные банки продолжают держать номинальные процентные ставки на беспрецедентно низких уровнях отодвигая тем самым перспективы дальнейшей нормализации. Эти явления происходят на фоне низкой инфляции и умеренного экономического роста, и снижения производительности труда.

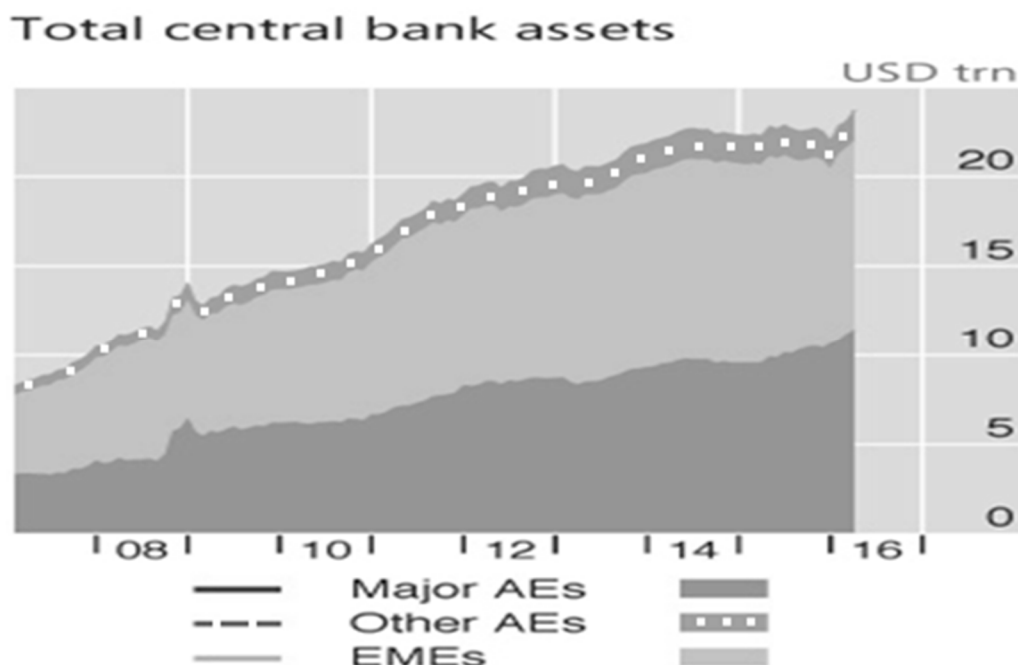


Рис. 12. Активы Центральных банков 2008-2016 гг.

Источник: IMF

Продолжается политика сохранения учетных ставок на уровнях близких к нулевым в развитых странах, и на уровнях, значительно ниже докризисных, в развивающихся странах. В мировом масштабе денежно-кредитная политика остается чрезвычайно адаптивной.

Отрадно, что в 16 декабря 2015 г., в Соединенных Штатах, произошло долгожданное увеличение учетной ставки на 25 б.п. Одновременно представители ФРС заявили, что в нынешних условиях они будут проводить «очень постепенное» дальнейшее увеличение ставки. И, как мы видим по динамике 2016 г., темпы нормализации, обещают быть очень «плавными» по историческим меркам.

Европейский Центральный банк снизил ставку рефинансирования MRO до нуля в марте 2016 г. ЕЦБ также запустил ряд новых мер, которые повысили темпы программы количественного смягчения. Это сделано, со слов представителей ЕЦБ, в целях дальнейшего облегчения условий рефинансирования, поддержки экономики и устранения дефляционных рисков.

В то же время, некоторые банки в Европе по-прежнему обременены токсичными активами – невозвратными кредитами, например. Неработающие кредиты не только снижают доходы банков, они также ограничивают их возможности по выдаче новых кредитов. Невозвратные кредиты провоцируют

снижение доходов европейского банковского сектора, а также ограничивают инвестиции и, в конечном счете, экономический рост.

По оценкам аналитиков компании KPMG сейчас объем просроченных кредитов в портфелях банков Евросоюза достиг 1,2 трлн. евро.

По данным KPMG, доля проблемных кредитов в портфелях европейских банков выросла за последние годы более, чем втрое с 1,5% от общего объема кредитов в 2008 г. На сокращение объема рискованных займов, по оценкам экспертов, уйдут даже не годы, а десятилетия.

Решение проблемы просроченных займов осложняется медленным ростом европейской экономики в сочетании со сверхнизкими процентными ставками. Кроме того, оказывает давление и изменение в банковском законодательстве, предусматривающее, в частности, ужесточение требований к капиталу и повышение штрафов за нарушение требований регуляторов. Все эти факторы негативно сказывается на прибыльности кредитных организаций.

Из выступления г-жи Сабины Лаутеншлагер, члена исполнительного совета Европейского центрального банка, в баварском региональном бюро Немецкого федерального банка, в Мюнхене 7 ноября 2016 г. Проблемы проблемных кредитов не могут быть решены в течение ночи. Понятно, что некоторые банки должны очистить свои балансы, но скорость, с которой они могут это сделать зависит от целого ряда факторов. Национальные законодательства европейских стран о несостоятельности, национальные правила по реализации залога, эффективность судебной системы все эти факторы играют значительную роль, и они не всегда способствуют скорейшему сокращению числа неработающих кредитов.

О том, что побочные эффекты низких процентных ставок могут усугубить и без того серьезные проблемы с рентабельностью банковского сектора и, как следствие, сократить резервы банков и подорвать их способность поддерживать рост, в начале 2016 г. предупреждал Международный валютный фонд (МВФ).

В наиболее уязвимом положении находятся банки, занимающиеся традиционным бизнесом — привлечением фондирования за счет депозитов и выдачей кредитов для получения дохода.

Уязвимее всех оказались банки страны — флагмана Евросоюза, Германии, которая имеет особенно большое количество банков, чьи бизнес-модели очень сильно зависят от процентных ставок. Для небольших учреждений, чистый процентный доход составляет почти 60% от их операционного результата, для крупных банков этот показатель ненамного меньше.

Восстановить прибыльность европейских банков возможно, но достичь этого, скорее всего, удастся с большим трудом, считает партнер KPMG Маркус Эванс. «Очевидно, что в Европе банки все еще адаптируются к новой эпохе низких либо отрицательных процентных ставок, к растущим затратам на капитал и на соблюдение нормативно-правовых требований», — поясняет он.

По данным KPMG, чистый процентный доход банков Европы составляет в среднем около 1,2%, тогда как показатель американских — 3%.



Два года назад автором статьи указывалось на необходимость сделать финансовые рынки гораздо менее зависимыми от денежно-кредитной политики.

Волатильность на финансовых рынках находилась на крайне низком уровне. Индекс VIX, называемый также «индексом страха» находился в то время в районе 20%, что являлось показателем спокойных торгов и низкого риска. Это свидетельствовало об уверенности участников рынка в том, что денежно-кредитные условия останутся, благодаря программам количественного смягчения, неизменно-благоприятными в течение очень долгого времени.

В течение 2016 г. ситуация только усугубилась, индекс VIX с марта 2016 г., находится в диапазоне от 11% до 26%, преимущественно балансируя на уровне 15% (рис. 13).

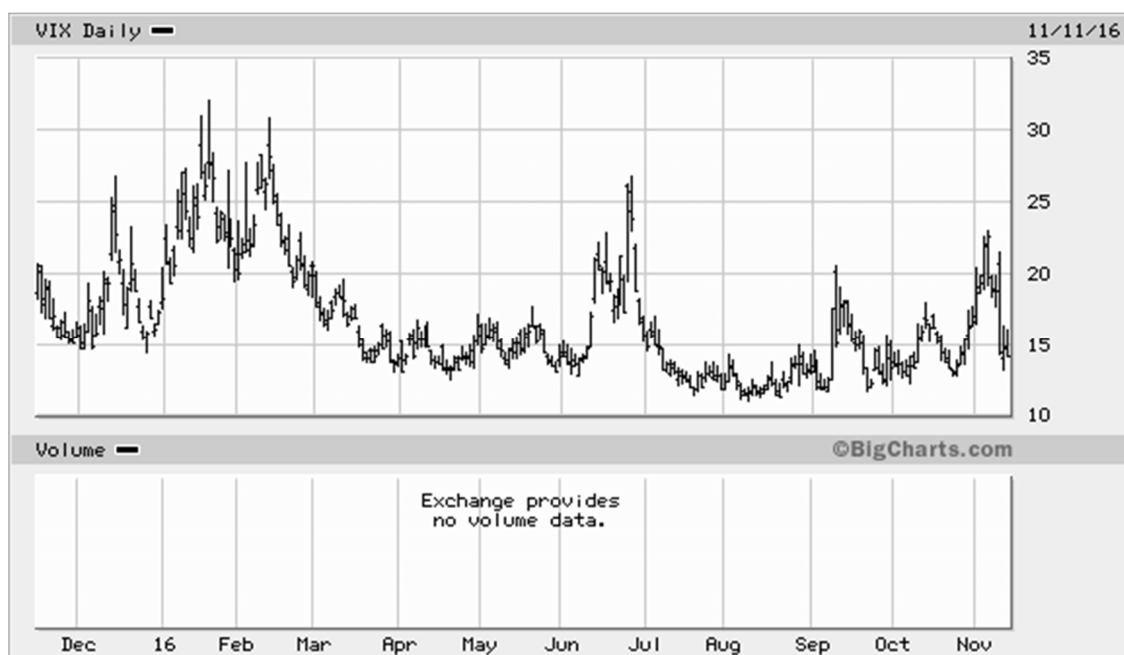


Рис. 13. Индекс волатильности (VIX) 2016 г.

Источник: bigcharts.marketwatch.com

А, ведь, как известно, одной из ключевых причин краха на финансовых рынках является слепой оптимизм. Эта прописная истина для биржевых игроков, но они из раза в раз наступают на одни и те же грабли. Дело в том, что точный момент, когда очередной «пузырь лопнет», предсказать не может никто, а наблюдать в стороне за безумным ростом и упускать фантастическую прибыль также никто не готов. Потеря связи между ситуацией на биржах и реальным положением дел рано или поздно спровоцирует обвал. Сегодняшняя истерия на фондовом рынке США мало чем отличается от ситуации в 2007 и 2008 гг. Как и тогда, инвесторы продолжают наращивать долю рискованных активов в портфеле, аналитики предсказывают новые высоты. Спустя 7 лет безудержного роста на американских биржах и многократного обновления максимумов, подавляющее большинство инвестиционных компаний, фондов и банков ожидают продолжения роста в ближайшем будущем.

Но, как уже писалось ранее, подобная самоуспокоенность участников рынка крайне недальновидна. Она стимулирует чрезмерное принятие рисков, а это, в

свою очередь, добавляет давление на центральные банки, откладывая в связи с этим нормализацию кредитно-денежной политики.

Третий переход: к более надежной финансовой системе

К середине 2014 г., в процессе перехода к более устойчивой глобальной финансовой системе, уже был достигнут заметный прогресс.

В Евросоюзе, например, полным ходом внедрялись макропруденциальные инструменты банковского регулирования и надзора – Базель III, содержащие наднациональные методические рекомендации в области банковского регулирования. Кстати, с 1 января 2014 г. российская банковская система также перешла на новые стандарты регулирования, разработанные в соответствии со стандартами Базеля III.

В целях дальнейшего восстановления доверия к банковской системе, и, соответственно, снятия существенной преграды для более динамичного экономического роста, 4 ноября 2014 г. ЕЦБ официально взял на себя ответственность за банковский надзор в зоне евро. Давайте оценим, что же сделано за два с небольшим года функционирования Европейского банковского надзора.

Основной итог – была разработана общая методология основополагающего инструмента банковского надзора: Supervisory Review and Evaluation Process (SREP).

Ключевой целью SREP является обеспечение банков соответствующими стратегиями, процессами и механизмами для обеспечения более эффективного распознавания рисков и управления рисками, которым они подвергаются или могут быть подвержены, а также рисками, которые сам банк может представлять для финансовой системы в целом. SREP также формулирует перед банками дополнительные требования в части капитала и ликвидности, реализации мероприятий по стресс-тестированию.

В настоящее время посредством SREP осуществляется надзор за 129 крупнейшими банковскими группами в еврозоне. Контроль за этими банками осуществляется непосредственно ЕЦБ. В рамках SREP исследуется каждый из банков и для каждого из них определяется соответствующий профиль риска, анализируются количество и качество капитала и ликвидности, а также система управления рисками, бизнес-модель и модель управления. В случае необходимости, ЕЦБ может применять дополнительные, специально адаптированные под конкретный банк точечные меры.

Для остальных 3 200 банковских групп Евросоюза, размером поменьше, на первый взгляд, не столь уж многое изменилось. Они продолжают находиться под наблюдением национальных надзорных органов. В настоящее время продолжается работа ЕЦБ с национальными надзорными органами по разработке методологии SREP для небольших банков. При этом учитывается два основных принципа. Во-первых, на уровень ЕЦБ передается минимум основных элементов контроля, остальные остаются на национальном уровне. Во-вторых, должен соблюдаться принцип пропорциональности, т.е. поскольку мелкие банки,



представляют собой меньший риск, следовательно, они должны быть менее регулируемы и менее интенсивно контролируемы чем крупные банки.

В результате реализованных мер банки еврозоны стали более устойчивыми. Самый важный буфер безопасности для учреждений, а именно - акционерный капитал, значительно вырос в последние годы. Основной капитал крупных европейских банков увеличился в полтора раза всего за четыре года - с 9% в 2012 г. до 13,5% в настоящее время.

Таким образом, банки повысили свою устойчивость и теперь имеют больше возможностей, чтобы защититься от потерь. Проведенный в последнее время стресс-тест подтвердил, что европейские банки смогут выдержать даже тяжелый финансовый кризис.

Тем не менее, очаги слабости и неуверенности сохраняются во многих местах, и в Европе, и в мире в целом. Совокупные задолженности государств, корпораций и домохозяйств продолжают расти.

По состоянию сегодня, на конец 2016 г., близится к завершению внедрение макропруденциальных инструментов банковского регулирования, в рамках Базеля III. Базельский комитет по банковскому надзору взял на себя обязательство завершить основные свои посткризисные реформы к концу 2016 г. В соответствии с решением от января 2016 г. по определению минимального коэффициента левереджа (LR) и последующей публикации нового стандарта, формирование посткризисной нормативно – правовой базы для банковского сектора будет практически завершено.

Следуя новым требованиям в области регулирования, банки вынуждены корректировать свои бизнес-модели к новым рыночным условиям. Решать унаследованные с кризисных времен проблемы с «плохими» кредитами, вести текущую деятельность в сложных макроэкономических условиях, связанных с низкими, или даже отрицательными процентными ставками. Однако, когда оздоровление финансового сектора завершится, более сильные и безопасные банки будут способствовать устойчивому росту экономики, за счет более широкого кредитования, чем сегодня. Таким образом, значительные долгосрочные выгоды для реальной экономики перевесят любые краткосрочные издержки регулирования в переходный период.

В то же время, по мере того, как банковская пруденциальная реформа близится к завершению, а риски продолжают мигрировать из банков в небанковские финансовые институты, возникают дополнительные пруденциальные проблемы. Основные направления будущего регулирования финансовых рынков будут включать в себя надзор за страховщиками и регулирование взаимных фондов. Например, в области регулирования страховой деятельности с 1 января 2016 г., после нескольких переносов сроков, наконец-то, вступила в силу Директива по законодательству Европейского союза Solvency II, своего рода «Базель для страховщиков».

Устойчивость, безусловно, является отправной точкой для надежности финансовой системы. Однако, кроме устойчивости существует целый ряд других ключевых элементов.

Первый – повышение качества управления рисками банков. Как уже говорилось, на примере банковской системы Евросоюза, работа ЕЦБ, в рамках внедрения SREP, позволила принять глобальные минимальные стандарты регулирования, синхронизировать модели управления рисками, снизить риски недобросовестного использования национальных особенностей законодательства отдельными участниками рынка. Анализируются не только бизнес-модели банков, но и их системы управления рисками. Эффективное управление рисками работает только тогда, когда, во-первых, процесс принятия решений правильно структурирован и, во-вторых, лица, принимающие решения, имеют достоверную информации.

По результатам оценки крупных банков зоны евро, опубликованным ЕЦБ в июне 2016 г., банки уже сделали некоторые улучшения в риск-менеджменте, но большинство из них все еще далеки от лучших международных практик, поэтому им еще есть над чем работать.

При этом безусловно очень важно помнить, что регулирование должно сопровождаться активным, жестким и постоянным надзором. Эффективный надзор – лучший способ гарантировать, выполнение нормативных требований к ликвидности и к капиталу. Бизнес-модели банков продолжают оставаться одной из самых важных тем для ЕЦБ, по мнению которого некоторым учреждениям в срочном порядке необходимо корректировать свои бизнес-модели.

Конечно же, речь не идет о принятии все больших рисков, чтобы увеличить снизившуюся в последнее время доходность, поскольку этот тип корректировки приведет к новым проблемам, как для самого банка, так и для банковской системы в целом.

Второй ключевой элемент надежной финансовой системы – высокая степень общественного доверия. В последнее время, снижение доходов банков связывают в первую очередь с двумя моментами: строгим регулированием и низкими процентными ставками. Действительно, регулирование после кризиса стало строже. И да, правда, банки приложили много усилий, чтобы приспособиться к новым правилам. Но никто не станет отрицать, что эффективное регулирование ключевой фактор восстановления доверия к банковской системе, которое было потеряно в период кризиса. Однако, ясно также и другое: нормативно-правовая база не может быть настолько жесткой, чтобы банки не смогли работать. Нужны правила, которые обеспечивают стабильность и соответственно доверие, не делая при этом невозможной работу банков по финансированию реального сектора экономики. Для нормального функционирования мировой финансовой системы доверие априори должно быть восстановлено.

Призрак нового кризиса. «Мыльные пузыри»

Почти все «мыльные пузыри» становятся плодом какой-либо новой финансовой технологии, своего рода финансового инжиниринга. В 1920-х гг. долговой «мыльный пузырь» возник благодаря массовому распространению новых видов кредитов, это были кредит на покупку товаров в рассрочку, онкольный кредит, маржинальный кредит.



Кризис 2008 г. был в значительной степени спровоцирован такими инновациями на финансовом рынке, как секьюритизация долговых обязательств и теневой банкинг, сыгравшими немаловажную роль в финансовой катастрофе.

На сегодняшний день, роль главного катализатора нового финансового кризиса способны выполнить производные финансовые инструменты, в силу их широкого распространения и недостаточного регулирования финансовыми властями. Кроме того, торговля производными подразумевает наличие значительного леввериджа. Ведь, чтобы купить акцию или товар, надо заплатить полную его стоимость. С учетом маржинальной торговли на рынке - половину или четверть стоимости. А чтобы купить, к примеру, фьючерс некоторое количество акций или товара, надо заплатить лишь несколько процентов от их стоимости.

Необходимо пояснить, что сегодня мировая торговля товарами в т.ч. энергоносителями осуществляется в основном с использованием производных инструментов, а на наличные сделки приходится лишь около 10%. По данным Futures Industry Association (FIA) – одной из крупнейших в мире профессиональных ассоциаций деривативных бирж, в 2014 г. открытые позиции по деривативам насчитывали \$700–710 трлн., при том что глобальный ВВП не превысил \$80 трлн. Рынок производных финансовых инструментов в девять раз больше мирового производства. Среди значительной части финансистов бытует мнение, что тот, кто контролирует рынок деривативов, «держит в руках» всю экономику.

Примеры разрушительных возможностей рынка деривативов? Пожалуйста!

В конце июня 2016 г. в своём очередном докладе Международный валютный фонд наконец-то признал, что «Deutsche Bank» является одним из глобальных системно значимых банков, который потенциально может нанести ощутимый вред финансовой системе на мировом уровне.

Несмотря на ужесточившийся надзор и контроль в банковском секторе еврозоны, про который говорилось ранее, «Deutsche Bank» «накопил» к сегодняшнему дню открытых позиций по деривативам на 70 трлн. евро. А ведь эта сумма лишь ненамного меньше глобального ВВП! И сопоставима с совокупным долгом США, даже несколько превышает его! Когда эта пирамида обвалится, падение «Lehmann Brothers» в период кризиса 2008 г., покажется цветочками. Если падение «Lehmann Brothers» в 2008 г. привело к потере полутора миллионов рабочих мест только в одних США, выселению свыше 3 млн. человек из их жилищ, падению объёмов мировой торговли, а последствия кризиса полностью не купированы до сих пор, невзирая на несколько серий «количественного смягчения» (QE) со стороны ФРС, то последствия нового кризиса, который может быть спровоцирован падением «Deutsche Bank», будут в несколько раз плачевнее. Даже аналитики МВФ признают, что оно вызовет цепную реакцию, которая обрушит не только еврозону, но и выльется на американские фондовые рынки.

В число самых проблемных банков вошли также британский «HSBC» и швейцарский «Credit Suisse» (оба входят в список крупнейших банков мира), существенные проблемы среди американских банков зафиксированы у «Morgan

Stanley». Но среди всех проблемных банков, а проблемы есть у многих других крупных банков, случай с «Deutsche Bank» является самым сложным.

Глава инвестфонда Berkshire Hathaway Уоррен Баффет, в апреле 2016 г., во время ежегодной встречи с акционерами фонда, назвал производные финансовые инструменты «бомбой замедленного действия».

Баффет привел в пример 11 сентября 2001 г. в США, когда были совершены теракты в Нью-Йорке и финансовые рынки закрылись на несколько дней. Когда они вновь были открыты, стоимость деривативов существенно изменилась. Баффет назвал эту проблему «разрывом».

Уоррен Баффет обратил внимание и на проблему оценки стоимости деривативов. По его словам, он знает по крайней мере один случай, когда две компании были представлены одним аудитором и имели один деривативный контракт между собой. При этом бухгалтер дал различную оценку одному и тому же деривативу.

Не допустить превращения рынка деривативов в «бомбу замедленного действия» возможно через активное совершенствование нормативной базы и регуляторных функций государств.

Нерегулирование рынка производных финансовых инструментов создает проблемы для финансового сектора. К примеру, в конце 2014 г. директор департамента финансовой стабильности ЦБР Сергей Моисеев обвинил крупнейшие российские корпорации, в том, что они, используя внебиржевой рынок валютных деривативов, фактически играли против рубля и способствовали его резкому обвалу в декабре 2014 г.

Есть три очевидных и простых способа решения проблемы рынка деривативов, направленные на ужесточение его регулирования:

- 1) запрет или сильное ограничение участия на рынке «беспоставочных» деривативов институциональных инвесторов, суверенных фондов и т. д.;
- 2) новые нормы регулирования для коммерческих банков, ограничивающие их участие в рынке деривативов вообще;
- 3) ограничения на перемещение краткосрочных капиталов между странами - налоговые и законодательные.

Однако очевидно, что такого рода меры всерьез снизят доходность финансового сектора экономики, следовательно, для их введения политикам предстоит преодолеть яростное сопротивление наиболее богатых и влиятельных владельцев капитала.

Лидеры в области регулирования рынка деривативов – США и Евросоюз. В США проблеме регулирования внебиржевых рисков полностью посвящен раздел 7-го закона Додда – Франка, принятого в 2010 г. после анализа последствий кризиса 2008 г., чтобы снизить системные риски.

Евросоюз в 2012 г. принял постановление о регулировании внебиржевых деривативных сделок EMIR, установившее единые правила для всех сделок, которые могут влиять на рынки стран Европейского экономического союза.



И в США, и в ЕС под регулирование попадают все основные виды деривативов. Хотя законодательство ЕС и США и не настроено четко отделять спекуляцию от хеджирования, но косвенно настроено на то, чтобы сделать спекулятивные операции менее интересными из-за большей административной и регуляторной нагрузки. А те, кому использование деривативов необходимо для хеджирования, от него все равно не откажутся.

Что в России? По инициативе Центрального банка с апреля 2016 г. российские корпорации обязаны отчитываться о сделках с внебиржевыми деривативами (своп, форвард и опцион) в репозиторий. Деривативы, которые проходят через биржу, регулятором и так уже отслеживаются.

Создание репозитория на российском финансовом рынке призвано обеспечивать достижение двух важных целей: предоставление дополнительной защиты для участников рынка в форме ликвидационного неттинга, с одной стороны, и обязательной отчетности по заключаемым внебиржевым сделкам для повышения прозрачности рынка и предоставления возможностей анализа текущих рисков для регуляторов – с другой.

В связи с вышеизложенными причинами, в мире есть два основных направления для контроля за деривативными рынками – торговля производными через центрального контрагента и создание репозитариев; в обоих случаях практика «однозначно положительная». От состояния полной непрозрачности регуляторы пришли к пониманию того, что происходит; а понимание того, что происходит, уже дает возможность налаживать правильное регулирование.

Время действовать!

Сегодня, похоже, уже очевидно всем, что тяжесть последнего кризиса и его длительный характер обусловлены тем, что мировая экономика находится в нижней точке структурного кризиса. Другими словами, подходит к своему завершению очередной большой, или как его называют многие «кондратьевский», экономический цикл, начавшийся сразу после окончания рецессии, пришедшейся на восьмидесятые годы прошлого столетия. В 2007-2008 гг., ко всем бедам, на структурный кризис наложился обычный циклический кризис, один из тех, которые с завидной регулярностью происходят раз в семь-десять лет во всем капиталистическом мире.

А как известно, у истоков повышательной фазы длинного экономического цикла, происходят глубокие изменения всей жизни капиталистического общества. Этим изменениям предшествуют значительные научно-технические изобретения и нововведения. Другими словами, необходимым условием для выхода из структурного кризиса является формирование новой модели экономического роста, основанной на структурных изменениях экономики.

Необходимо создание новых технологических драйверов как в развитых, так и развивающихся странах, необходимо появление принципиально новых технологий, возникновение новых отраслей и секторов промышленности.

Необходимо обновление технологической базы с использованием новейших достижений науки и техники, которые выведут экономику на качественно новый уровень эффективности и производительности труда.

Если обратиться к истории, то можно вспомнить, что в начале повышательной фазы длинного цикла в конце XVIII века были развитие текстильной промышленности и производство чугуна, изменившие экономические и социальные условия общества. Рост экономики в середине XIX века, связывают со строительством железных дорог, которое позволило освоить новые территории и преобразовать сельское хозяйство.

Повышательная тенденция в начале XX века была вызвана широким внедрением электричества, радио, телефона.

Какие именно инновации ожидают нас на этот раз? Не суть важно! Главное, чтобы это были инновации не в финансовой сфере, а в секторах реального производства.

Эстафету в ближайшем будущем, возможно, смогут подхватить здравоохранение и биотехнологии, возможно, инновации в отрасли телекоммуникаций, где ожидается создание дешевой повсеместной беспроводной связи, возможно, инновации в области создания более дешевых видов энергии, в т.н. «зеленой» энергетике, возможно в создании других новых отраслей промышленности.

Так или иначе власти и деловые сообщества разных стран реализуют, или, как минимум, задумались о реализации собственных идей в этом направлении.

В США зреет новая промышленная революция. США и другим развитым странам нужна реиндустриализация, считает один из основателей PIMCO Билл Гросс. Нужно заново учиться конкурировать, инвестировать в инфраструктуру, стимулирующую инновации, образование.

Похоже так считает не только Гросс. Реиндустриализация в США уже началась. На давно закрытых промышленных предприятиях, с использованием радикально обновленных технологий, возродилась трубная промышленность для добываемых в стране сланцевой нефти и газа.

Ряд американских экономистов и политиков считает, что вернуть в США и другие государства с дорогой рабочей силой производства из Китая смогут роботы. «Роботы изменят экономические параметры производства» – считает старший партнер Boston Consulting Group Хал Сиркин. – Люди будут меньше гнаться за низкооплачиваемым трудом». К примеру, стартап SoftWear Automation из Атланты разработал робота для шитья одежды и надеется, что это позволит производить больше одежды на территории США, а не в странах с меньшими зарплатами.

Дональд Трамп, во время своей предвыборной компании не раз заявлял о своем намерении создать новые рабочие места и вернуть производства в США. К примеру, выступая в университете Либерти, тогда еще претендент на пост президента США, Дональд Трамп заявил «Мы заставим Apple производить свои чертовы компьютеры и другие гаджеты в этой стране, а не за рубежом».

Китайское правительство в 2015 г. приняло ряд серьезных политических инициатив, призванных стимулировать трансформацию экономики страны. В указанных инициативах приоритетом является качество роста, которое позволит добиться более сбалансированного развития, благоприятствующего процветанию



страны в долгосрочной перспективе. Будет осуществлен переход Китая от модели роста, основанной на большом объеме инвестиций и ориентированной главным образом на экспорт, к модели, базирующейся на собственных объемах потребления и инновациях.

В России тоже все чаще раздаются голоса о месте страны в «новой промышленной революции». В ближайшие 20 лет Россия должна ответить на вызовы четвертой промышленной революции, быть готовой к созданию новых технологий в мире, заявил в ходе Общероссийского гражданского форума глава Центра стратегических разработок Алексей Кудрин. Нужно проложить «дорожную карту» и отказаться от «архаизации, которая над нами сегодня довлеет», это «вопрос дня», продолжил Кудрин. «В нашей стране существенно меньше геополитических и военных рисков, чем рисков технологического отставания и отставания в социальном развитии. У нас смертность среди детей в четыре раза больше, чем в соседней Финляндии, в Чехии или других восточноевропейских странах. Мы вообще-то этим должны заниматься, вот это является нашим фокусом для того, чтобы быть успешными, а не риторика о том, что мы не хотим ни у кого или у многих учиться», — сказал Кудрин.

Сегодня наступило то время, когда мир имеет возможность выйти из тени кризиса. Глобальный экономический рост последних лет дает возможность начать реализацию структурных реформ. Вряд ли можно ожидать, что такие реформы окажутся популярными. Но они могут окупиться даже в краткосрочной перспективе, если помогут восстановить доверие. Настало время действовать!

Список литературы

1. Информационное агентство «РБК». – URL: [http:// www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)
2. Центральный банк Российской Федерации. – URL: <http:// www.cbrf.ru>
3. Мировая экономика. – URL: <http:// www.ereport.ru>
4. Международный валютный фонд. – URL: <http:// www.imf.org>
5. www.usgovernmentdebt.us
6. Bank for International Settlements. – URL: <http:// www.bis.org>
7. Bureau of Labor Statistics. – URL: <http:// www.bls.gov>
8. ZeroHedge. – URL: <http:// www.zerohedge.com>
9. Big Charts from Market Watch. – URL: <http:// bigcharts.marketwatch.com>
10. Board of Governors of the Federal Reserve System. – URL: <http:// www.federalreserve.gov>
11. Ключников И.К. Финансовые кризисы: Теория, история и современность: монография / И.К. Ключников, О.А. Молчанова. – Санкт-Петербург, 2011.
12. Политическое измерение мировых финансовых кризисов. Феноменология, теория, устранение / В.И. Якунин, С.С. Сулакшин, Н.А. Аверкова [и др.]. – М.: Научный эксперт, 2012.

13. Меньшиков С.М. Длинные волны в экономике: монография / С.М. Меньшиков, Л.А. Клименко. – М.: Международные отношения, 1989.
14. Саймон В. Глобальный финансовый кризис. Механизмы развития и стратегии выживания / В. Саймон. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 302 с.
15. Аттали Ж. Мировой экономический кризис. Что дальше? / Ж. Аттали. – СПб.: Питер, 2009. – 174 с.
16. Аганбегян А.Г. Кризис: беда и шанс для России / А.Г. Аганбегян. – М.: Астрель, 2009. – 288 с.
17. Мау В. Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису / В. Мау // Вопросы экономики. – 2009. – № 2.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Усманов М.Р. 2016. Что дальше? Продолжение трудного пути! // Пермский финансовый журнал. 2016. №2 (15). С. 83 – 107.

Mark R. Usmanov

*Chief executive of "Fingard",
Senior Tutor
Finance, Credit and Stock Business Department,
Perm State University
Perm, Russia*

2016. What's next? Continued hard route!

Abstract. In this paper the author made an overview of the major changes in the global economy that have occurred since the previous article "2014. What's next? Continued hard route!".

Debt super-cycle in many developed and developing countries, which was mentioned in the previous article, is still in the active phase. Again, as two years ago, it's possible to say that when the super-cycle has finished, the economic recovery will take years, perhaps, in some places, even decades.

The author expressed a point of view that, despite the positive dynamics of the main criteria for the development of the world economy, namely, the steady growth of the world GDP and reduction in unemployment, is not possible to say that this growth is strong and sustainable. The main problems are still relevant and represents a low growth of labor productivity, high debt of countries, corporations and households, which cause slow growth in the global level of investment. At the same time, monetary policy remains extremely accommodative. We should not forget about the transition to a protectionist policy by all countries, geopolitical tensions, armed conflicts and terrorism.

By the author's opinion, the key factors are the inability of the international community to ensure the sustainability of economic growth and to abandon the growth of debt. To solve this difficult problem in the first place need to intensify structural reform. It is necessary to create new technological drivers, the emergence of fundamentally new technologies, the emergence of new industries and industrial sectors. It is necessary to use the latest achievements of science and technology that will lead the economy to a qualitatively new level of efficiency and productivity.

Keywords: the debt super cycle, GDP, monetary policy, structural reforms, economic growth.



References

1. www.rbc.ru
2. www.cbrf.ru
3. www.ereport.ru
4. www.imf.org
5. www.usgovernmentdebt.us
6. Bank for International Settlements. – URL: [http:// www.bis.org](http://www.bis.org)
7. Bureau of Labor Statistics. – URL: [http:// www.bls.gov](http://www.bls.gov)
8. ZeroHedge. – URL: [http:// www.zerohedge.com](http://www.zerohedge.com)
9. Big Charts from Market Watch. – URL: [http:// bigcharts.marketwatch.com](http://bigcharts.marketwatch.com)
10. Board of Governors of the Federal Reserve System. – URL: [http:// www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)
11. Klyuchnikov, I.K. Finansovyye krizisy: teoriya, istoriya i sovremennost': monography / I.K. Klyuchnikov, O.A. Molchanova. – St-Petersburg, 2011.
12. Politicheskoye izmereniye mirovykh finansovykh krizisov. Fenomenologiya, teoriya, ustraneniye / V.I. Yakunin, S.S. Sulakshin, N.A. Averkova [and others]. – M.: Nauchnyy ekspert, 2012.
13. Men'shikov, S.M. Long cycles in the economy: monography / S.M. Men'shikov, L.A. Klimenko. – M.: International relations, 1989.
14. Saymon, V. Global'nyy finansovyy krizis. Mekhanizmy razvitiya i strategii vyzhivaniya / V. Saymon. – M.: Al'pina Biznes Buks, 2009. – 302 p.
15. Attali, Zh. Mirovoy ekonomicheskii krizis. Chto dal'she? / Zh. Attali. – St-Petersburg: Piter, 2009. – 174 p.
16. Aganbegyan, A.G. Krizis: beda i shans dlya Rossii / A.G. Aganbegyan. – M.: Astrel', 2009. – 288 p.
17. Mau, V. Drama 2008 goda: ot ekonomicheskogo chuda k ekonomicheskomu krizisu / V. Mau // Voprosy ekonomiki. – 2009. – № 2.

Please cite this article in English as:

Usmanov, M.R. (2016), "2016. What's next? Continued hard route!", *Perm Financial Review*, no. 2 (15), pp. 83 – 107.

УДК 336

Ганин Олег Борисович

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

OBGanin@yandex.ru

К статье Усманова М.Р. «2016. Что дальше? Продолжение пути!»

Аннотация. Представлен ответ на статью Усманова М.Р. «2016. Что дальше? Продолжение пути!» [Пермский финансовый журнал, №2 (15) 2016]. Высказаны мнение и критические замечания на подходы к проблеме, рассматриваемые автором статьи.

Ключевые слова: долговой суперцикл, ВВП, денежно-кредитная политика, структурные реформы, экономический рост.

Рассматриваемая статья при поверхностном прочтении может быть отнесена к узкопрофессиональным публикациям, представляющим интерес только для ограниченного круга «посвященных». Ещё одна статья, посвященная схоластической дискуссии по вопросам: «Преодолен ли полностью финансовый кризис или мир получил только лишь временную передышку, находимся мы на начальной стадии нового экономического роста, или нас ожидает новый виток кризиса, а быть может мы живем в ситуации перманентного кризиса?». Риторические вопросы, и такие же риторические ответы. Как отмечает сам автор: «Пожалуй, что, любой ответ на приведенные выше вопросы по-прежнему имеет право на существование и может быть вполне убедительно обоснован. И у каждой из позиций найдется множество сторонников». Ничего не напоминает? Типа: Сколько чертей помещается на острие иголки? Подискутируем?

В то же время, за многообразием цитат, диаграмм, цифровых нюансов классического «экономикса», описывающего движение «белки в колесе», проглядывают политэкономические подходы к решению сформировавшихся проблем за счет «выхода за рамки» существующей финансовой (даже скорее фондовой) системы. Именно эти аспекты статьи, по нашему мнению, представляют наибольший интерес и в теоретическом и в прикладном плане.

В то же время, значительная часть статьи посвящена вопросам адаптации «долговой экономики» к реалиям мирового финансового кризиса, о перспективах выхода из которого автор говорит достаточно пессимистично: «Тем не менее, повторюсь, впервые в истории мировой финансовый кризис имеет столь продолжительное по времени влияние на состояние мировой экономики. И пока еще ничего не закончено». Более того, в своих выводах М.Р. Усманов



подчеркивает бесперспективность каких либо серьезных подвижек в рамках существующей системы экономических отношений. Автор пишет: «... как известно, одной из ключевых причин краха на финансовых рынках является слепой оптимизм. Эта прописная истина для биржевых игроков, но они из раза в раз наступают на одни и те же грабли. Дело в том, что точный момент, когда очередной «пузырь лопнет», предсказать не может никто, а наблюдать в стороне за безумным ростом и упускать фантастическую прибыль также никто не готов. Потеря связи между ситуацией на биржах и реальным положением дел рано или поздно спровоцирует обвал». И так по кругу, пока мировая экономическая система не дойдет до рубежа, «когда выбор будет стоять между плохо и очень плохо». Причем, по мнению самого автора, этот рубеж мы если не перешли, то уж точно достигли, «поэтому вновь, как и два года назад мы говорим о существовании острой необходимости перехода к более прочному и устойчивому росту экономики. И соответственно, о необходимости переориентации денежно-кредитной, финансовой и фискальной политик для обеспечения долгосрочного и устойчивого развития.

... Начинать действовать нужно немедленно».

И вот здесь целесообразно от политики «совершенствования» несовершенного финансового механизма максимизации прибыли при минимальных рисках на фондовых рынках производных финансовых инструментов перейти к тем аспектам статьи, которые имеют стратегический характер.

После описания «движения белки в колесе» на пути повышения устойчивости заведомо неустойчивой финансовой системы, когда «по мере того, как банковская пруденциальная реформа близится к завершению, а риски продолжают мигрировать из банков в небанковские финансовые институты, возникают дополнительные пруденциальные проблемы», автор делает неожиданный переход из одной системы координат проводимого анализа в другую.

«Сегодня, - пишет М.Р. Усманов - похоже, уже очевидно всем, что тяжесть последнего кризиса и его длительный характер обусловлены тем, что мировая экономика находится в нижней точке структурного кризиса. Другими словами, подходит к своему завершению очередной большой, или как его называют многие «кондратьевский», экономический цикл, начавшийся сразу после окончания рецессии, пришедшейся на восьмидесятые годы прошлого столетия. В 2007-2008 годах, ко всем бедам, на структурный кризис наложился обычный циклический кризис, один из тех, которые с завидной регулярностью происходят раз в семьдесят лет во всем капиталистическом мире.

А, как известно, у истоков повышательной фазы длинного экономического цикла, происходят глубокие изменения всей жизни капиталистического общества. Этим изменениям предшествуют значительные научно-технические изобретения и нововведения. Другими словами, необходимым условием для выхода из структурного кризиса является формирование новой модели экономического роста, основанной на структурных изменениях экономики».

При этом важно понимать, что формирование новой модели экономического роста предполагает замену основания – т.е. выход за рамки сложившейся

экономической модели, основанной на ссудном проценте, экстенсивном расширении системы эксплуатации, максимизации прибыли за счет монополизации во всех сферах общественной жизни. Смена содержания предполагает и смену форм реализации, и в первую очередь, в сфере денежно-кредитных отношений. Уже очевиден тот факт, что существующая мировая валютная система, основанная на неестественной монополии доллара, не выполняет своей ключевой функции – функции меры стоимости и всеобщего платежного средства в масштабах мировой экономики.

И в этой ситуации тезис о том, что «развитым странам нужна реиндустриализация», что необходимо новое «качество роста, которое позволит добиться более сбалансированного развития, благоприятствующего процветанию страны в долгосрочной перспективе», что Россия должна «ответить на вызовы четвертой промышленной революции, быть готовой к созданию новых технологий в мире» останется расхожей фразой, если мы в условиях сохраняющихся товарно-денежных отношений не найдем адекватных форм финансового обеспечения потребностей национальной и мировой экономик.

И если уж «прожжённый монетарист» А.Кудрин заговорил о «рисках технологического отставания и отставания в социальном развитии», то теперь остается только сделать шаг «от слов к делу» и перейти от политики инфляционного таргетирования к политике стимулирования экономического роста. А поскольку готовых рецептов нет даже у наших «партнеров» из-за рубежа, у российской научной элиты появляется шанс порассуждать на эту тему в конкретном прикладном аспекте. В этом плане профессиональный уровень М.Р. Усманова, квалифицированно разбирающегося во всех тонких хитросплетениях современных финансовых инструментов и механизмов, может получить дальнейшее развитие в плане выработки конкретных предложений по совершенствованию этих инструментов и механизмов в интересах развития реальной экономики в её инновационном аспекте.

Думается, что новая статья автора под заголовком «Как перейти к модели экономического развития, где основным двигателем роста не будет являться рост долгов» может стать бестселлером и не только в узких кругах профессионального сообщества.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Ганин О.Б. К статье Усманова М.Р. «2016. Что дальше? Продолжение пути!» // Пермский финансовый журнал. 2016. № 2 (15). С. 108 – 110.



УДК 336.6

Шагиахметова Эльвира Азатовна

*студентка 2 курса магистратуры
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
г. Пермь, Россия*

shagiakhmetovae@mail.ru

Особенности оценки эффективности инвестиционных проектов в электроэнергетике (на примере консолидации электросетевых активов)

Аннотация. Целью функционирования распределительного электросетевого комплекса является долгосрочное обеспечение надежного, качественного и доступного энергоснабжения потребителей на всей территории соответствующего региона на этапе распределения электрической энергии за счет организации максимально эффективной инфраструктуры. Однако, существует множество мелких собственников – владельцев электросетевых активов, которые на деле не могут должным образом обслуживать свое электросетевое хозяйство, а значит не могут гарантировать его надежную работу. Сегодня, очевидно, что осуществлять модернизацию и ремонт электросетевого оборудования на постоянной основе по силам только крупным компаниям, которые в свою очередь отвечают за надёжность и качество электроснабжения перед конечным потребителем. «Лоскутность» электрической сети влияет на уровень надежности электроснабжения потребителей, создает трудности при эксплуатации и ликвидации аварий на электросетевых объектах. В связи с этим целесообразно обеспечивать консолидацию всех объектов, входящих в единую национальную (общероссийскую) электрическую сеть, в том числе путем заключения с иными собственниками объектов единой национальной (общероссийской) электрической сети договоров о порядке использования, приобретения и (или) аренды этих объектов. Целью данной статьи является определение особенностей оценки эффективности инвестиционных проектов в электроэнергетике на примере консолидации электросетевых активов. Для достижения поставленной цели необходимо рассмотреть теоретические основы консолидации электросетевых активов и инвестиционных проектов класса «Приобретение электросетевых объектов», и на основе этой информации определить особенности оценки эффективности инвестиционного проектирования в электроэнергетике на примере консолидации электросетевых активов. Объектом исследования данной работы являются общественные отношения, возникающие в результате инвестиционного проектирования в электроэнергетике. Предметом исследования являются аспекты оценки эффективности инвестиционного проектирования в электроэнергетике на примере консолидации электросетевых активов. В результате рассмотрения инвестиционного проектирования в электроэнергетике, были выявлены основные особенности оценки эффективности проектов консолидации электросетевых активов.

Ключевые слова: инвестиционный проект, эффективность инвестиционного проекта, электроэнергетика, консолидация, электросетевые активы, TCO, RAB-регулирование.

Традиционно электроэнергетика играет значительную роль в развитии отечественной экономики. В настоящее время для развития данной отрасли необходим большой объем инвестиций, а также требуется качественная

организация инвестиционной деятельности на всех уровнях управления электроэнергетикой. Основными формами осуществления инвестиционной деятельности являются инвестиционные проекты. Поэтому для достижения экономического роста необходима их успешная реализация.

Как правило, все исследования в области инвестирования в электроэнергетике посвящены оценке эффективности инвестиционных проектов, касающихся строительства, расширения, реконструкции или технического перевооружения электроэнергетических объектов.

Так, приказом ОАО РАО «ЕЭС России» от 31.03.2008 г. № 155 утверждены «Методические рекомендации по оценке эффективности и разработке инвестиционных проектов и бизнес-планов в электроэнергетике на стадии пред ТЭО и ТЭО». Данные рекомендации включает практические примеры расчетов оценки эффективности различных типов инвестиционных проектов, включают методику оценки эффективности на стадии подготовки инвестиционных предложений и методику оценки эффективности на стадии обоснования инвестиций и подготовки бизнес-планов инвестиционных проектов.

Необходимо также отметить работы, посвященные исследованиям оценки эффективности инвестиционных проектов в энергетике, к.э.н. Института систем энергетики им. Л.А. Мелентьева СО РАН В.И. Локтионова. В статьях данного автора описываются различные критериальные показатели эффективности капиталовложений и систематизируются методы принятия инвестиционных решений, рассмотрены особенности использования метода сценарного анализа для принятия инвестиционных решений в энергетике, а также экономической эффективности инвестиционных проектов в энергетике с учетом не только прогнозируемых цен на энергоносители, но и предельно возможных их значений.

Доктор технических наук, профессор Б.И. Вайсблат в своих исследованиях рассматривает вопросы, касающиеся показателей риска в оценке эффективности инвестиционных проектов в электроэнергетике, т.к. реализация инвестиционного проекта, как правило, осуществляется в условиях неопределенности экономической ситуации в стране. Также предложена методика прогнозирования показателей риска энергетического инвестиционного проекта с применением аппарата теории вероятности.

Опираясь на проведенный анализ литературы, можно сделать вывод о том, что в научной литературе вопросы, касающиеся рассмотрения оценки эффективности инвестиционных проектов в электроэнергетике на примере консолидации электросетевых активов, не нашли отражения. Это обуславливает актуальность данного исследования.

Главной задачей организации, которая оказывает услуги по передаче электроэнергии, является создание всех необходимых условий для надежного и качественного энергоснабжения своих потребителей. Однако существует множество мелких собственников – владельцев электросетевых активов, которые на деле не могут должным образом обслуживать свое электросетевое хозяйство, а значит, не могут гарантировать его надежную работу. Причины кроются во многом – нет материальной базы, ресурсов, опыта выполнения аварийно-восстановительных работ.



Сегодня, очевидно, что осуществлять модернизацию и ремонт электросетевого оборудования на постоянной основе по силам только крупным компаниям, которые в свою очередь отвечают за надёжность и качество электроснабжения перед конечным потребителем.

Собственниками большинства объектов электросетевого хозяйства (линий электропередачи, трансформаторных пунктов) являются территориальные сетевые организации (ТСО).

Территориальная сетевая организация – коммерческая организация, которая оказывает услуги по передаче электрической энергии с использованием объектов электросетевого хозяйства, не относящихся к единой национальной (общероссийской) электрической сети, а в случаях, установленных настоящим Федеральным законом, - с использованием объектов электросетевого хозяйства или части указанных объектов, входящих в единую национальную (общероссийскую) электрическую сеть, и которая соответствует утвержденным Правительством Российской Федерации критериям отнесения владельцев объектов электросетевого хозяйства к территориальным сетевым организациям [1].

Большинство из них не могут обеспечить должное функционирование своих сетей, что приводит к их физическому износу и технологическому устареванию. В целом снижается эффективность работы энергокомплекса, затрудняется поддержание его в безаварийном и качественном рабочем состоянии, не всегда устанавливается и применяется экономически обоснованный тариф. В период сезонных пиковых нагрузок это оборачивается для потребителя отключениями электричества или затянутым ходом восстановительных работ. Как правило, в период чрезвычайных ситуаций крупные сетевые компании вынуждены оперативно восстанавливать чужие объекты, так как собственники неспособны сделать это самостоятельно.

Межрегиональные сетевые компании (МРСК) заинтересованы в создании единого центра ответственности за качественное и надежное электроснабжение потребителей, устранении «плоскостности» сети. Для реализации данной стратегии МРСК занимаются консолидацией электросетевых активов.

Консолидация – это деятельность по принятию электросетевых активов в собственность (посредством заключения договоров купли-продажи, мены, соглашений об отступном, соглашений о замене первоначального обязательства и иных) или во временное пользование/владение (путем заключения договоров аренды, концессионных соглашений и иных) с целью извлечения выгоды.

Цели и задачи консолидации:

1. сокращение количества неквалифицированных территориально сетевых организаций и создание единого центра ответственности по передаче и распределению электрической энергии;
2. повышение надежности и качества обслуживания конечных потребителей;
3. установление конкурентоспособных тарифов на электрическую энергию для развития промышленности.

Однако осуществлению процесса консолидации мешает ряд как внутренних, так и внешних проблем.

Таблица 1

Основные проблемы консолидации

Внутренние	Внешние
Дефицит финансовых источников	«Закрытость» региональных властей в некоторых регионах и заинтересованность в сохранении собственных доходных электросетевых активов, либо создание на территории региона единой компании, объединяющей активы МУПов
Секвестирование бизнес-плана Общества и ИПР в части планируемых затрат (в т.ч. на приобретение и аренду сетей, договоры по которым еще не заключены)	Аффилированность с конкурирующими предприятиями соответствующего региона
Длительность прохождения корпоративных процедур МРСК	Наличие в регионе функционирования МРСК и за его пределами конкурирующих электросетевых компаний, способных предложить более высокую цену и выиграть торги
	Проблемы долгосрочного планирования в связи с неопределенностью муниципальных органов в части планов по распоряжению сетевыми активами; судебные споры об имуществе муниципальных образований, процедуры конкурсного производства, смена руководства МО – как косвенные факторы неопределенности при формировании стратегии по поглощению сетей
	Решения регулирующих органов об установлении уровня НВВ, недостаточного для приобретения, восстановления и обслуживания новых объектов
	Ограниченные возможности по получению исчерпывающей информации об объектах ТСО для подготовки бизнес-плана
	Отсутствие системной работы государственных и муниципальных органов по выявлению бесхозных электросетевых объектов и регистрации прав на них
	Отсутствие достаточных ресурсов (кадровых, временных, финансовых) для проведения инвентаризации электросетевых активов региона с целью составления реестра активов и стратегического планирования интеграции

Согласно Постановлению Правительства РФ от 01.12.2009 № 977 «Об инвестиционных программах субъектов электроэнергетики» инвестиционные программы субъектов электроэнергетики подлежат утверждению Министерством энергетики Российской Федерации или уполномоченным органом исполнительной власти субъекта Российской Федерации.

Инвестиционная программа – совокупность инвестиционных проектов, их основных характеристик и объемов финансирования, составляемая на один год (краткосрочная) в рамках периода тарифного регулирования и на период не менее пяти лет (долгосрочная), формируемая на основании нормативных документов и утверждаемая в соответствии с законодательством РФ [13].

Инвестиционный проект – совокупность согласованных действий по осуществлению инвестиций, имеющих обоснование экономической, и/или технической, и/или социальной целесообразности, объема и сроков



осуществления долгосрочных вложений, включающее проектно-сметную документацию, разработанную в соответствии с действующими стандартами, для проектов по консолидации электросетевых активов используется отчет оценщика [13].

Формирование инвестиционных программ является ежегодной процедурой, включающей формирование двух основных плановых документов по инвестиционной деятельности:

- долгосрочной инвестиционной программы (на 5 лет или на период тарифного регулирования);
- краткосрочной инвестиционной программы (на 1 год), входящей в состав долгосрочной инвестиционной программы.

Корректировка инвестиционной программы может осуществляться с целью приведения ее в соответствие с изменившимися внешними факторами, фактическим исполнением предыдущего периода.

Инвестиционная программа строится на принципе приоритетного включения в инвестиционную программу экономически эффективных инвестиционных проектов (программ) с соблюдением сбалансированности экономического и технологического эффекта, а также минимизацию отрицательного экономического эффекта при соблюдении нормативных требований к системной надежности и надежности энергоснабжения потребителей.

Одним из инвестиционных проектов консолидации является проект класса «Приобретение электросетевых объектов» (ПрЭО). Эти проекты направлены на:

- предотвращение/сокращение случаев длительного ограничения электроснабжения социально-значимых объектов и объектов жизнеобеспечения (отсутствие резервирования, наличие сетевых ограничений или непригодное (предельное) техническое состояние элементов существующей электрической сети);
- устранение лоскутности и повышение надежности функционирования электросетевого комплекса межрегиональной сетевой компании (создание единого электросетевого пространства, повышение уровня резервирования схемы, устранение сетевых ограничений и т.д.);
- расширение рынка услуг по передаче и распределению электроэнергии, предоставляемых МРСК;
- сокращение аварийных отключений и, соответственно, недоотпуска электроэнергии.

Типовыми проектами класса «Приобретение электросетевых активов» являются следующие проекты:

1. приобретение электрических сетей (КЛ, ВЛ, ТП, РП, РУ, РС), находящихся в собственности муниципальных образований;
2. приобретение электрических сетей (КЛ, ВЛ, ТП, РП, РУ, РС), находящихся в собственности организаций/предприятий;

3. приобретение бесхозных и необслуживаемых электрических сетей (КЛ, ВЛ, ТП, РП, РУ, РС).

Особенности применения методов оценки эффективности приобретения электросетевых объектов в значительной степени зависят от типов приобретаемых объектов и, соответственно, потенциальных эффектов их сооружения.

В соответствии с возможными эффектами от приобретения электросетевых объектов для оценки эффективности инвестиционного проекта используется следующая система показателей:

1. Удовлетворение потребностей в электрической энергии и мощности:
 - 1.1 Показатели сбалансированности спроса на услуги по передаче электрической энергии и темпов развития электросетевого комплекса:
 - 1.1.1.изменение подключенной нагрузки, достигнутое в результате реализации инвестиционного проекта;
 - 1.1.2.изменение объема полезного отпуска электрической энергии конечным потребителям, достигнутое в результате реализации инвестиционного проекта.
 - 1.2 Показатели уровня надежности и качества оказываемых услуг по передаче электрической энергии:
 - 1.2.1.продолжительность прекращений передачи электрической энергии в отношении потребителей;
 - 1.2.2.показатель средней продолжительности прекращений передачи электрической энергии.
2. Стратегическое развитие компании:
 - 2.1 объем инвестиций в приобретение объекта;
 - 2.2 объем инвестиций на реконструкцию/модернизацию объекта.
3. Эффективность финансовой деятельности:
 - 3.1 Объемные показатели и стоимость обслуживания заемных средств, привлеченных для реализации инвестиционного проекта:
 - доля заемных средств в общем объеме финансирования (кредиты и облигационные займы);
 - объемы привлечения кредитов и облигационных займов;
 - обслуживание кредитов и облигационных займов (ежегодный объем выплат по кредитам и займам).
 - 3.2 Объем привлеченных бюджетных средств для реализации инвестиционного проекта
4. Экономическая эффективность инвестиционного проекта:



- 4.1 достаточность годовых поступлений, рассчитанных методом RAB, для возмещения себестоимости товаров и услуг, относимой на проект по классическому методу;
- 4.2 чистая приведенная стоимость (NPV);
- 4.3 внутренняя норма доходности (IRR);
- 4.4 дисконтированный период окупаемости;
- 4.5 индекс доходности;
- 4.6 риски.

Влияние типа приобретаемого электросетевого объекта на изменение показателей оценки эффективности проекта представлено в табл. 2.

Приобретение электросетевого актива может быть инициировано как самой территориальной сетевой организацией, в т.ч. МРСК, так и собственником имущества. Собственник имущества или МРСК инициирует оценку рыночной стоимости данного электросетевого актива, чтобы определить наиболее вероятную цену, по которой объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции. В случае если рыночная цена не превышает цену, предложенную собственником имущества, то сделка не может быть осуществлена по цене собственника, в расчет берется рыночная. Отчет оценщика – это обоснование планируемой стоимости приобретения актива.

Объем и структура финансирования инвестиционного проекта определяется исходя из объема инвестиционных затрат. Инициатор инвестиционного проекта определяет график привлечения финансирования на весь период планирования с разбивкой по годам и источникам финансирования.

В случае привлечения заемных средств для реализации инвестиционного проекта инициатор инвестиционного проекта для каждого источника заемных средств должен определить условия привлечения средств и график погашения задолженности.

Соотношение заемных и собственных средств определяется кредитной политикой компании.

Могут использоваться следующие виды финансирования.

1. Собственные источники: прибыль, направляемая на инвестиции; амортизация; прочие собственные средства (средства допэмиссии, остаток собственных средств на начало года).
2. Привлеченные источники: заемные средства, облигационные займы, лизинг, бюджетные средства, прочие привлеченные средства.

Расчет экономической эффективности производится с применением методики RAB-регулирования.

Влияние типа приобретаемого электросетевого объекта на эффективность проекта

Тип проекта	Показатели	Эффекты	Пример
Приобретение ВЛ, КЛ	- Изменение объема полезного отпуска электрической энергии конечным потребителям, - продолжительность прекращения передачи электрической энергии в отношении потребителей, - показатель средней продолжительности прекращения передачи электрической энергии, - недоотпуск электроэнергии потребителям, - изменение выручки	- Изменение потерь, - изменение подключенной нагрузки, - изменение объема технологического присоединения, - изменение себестоимости	Приобретение ВЛ позволяет разгрузить ПС, перераспределить нагрузку на менее загруженную ПС, что позволит подключить новых потребителей, увеличить подключенную нагрузку, соответственно увеличится отпуск и выручка по передаче э/э и за счет платы за подключение
Приобретение ПС	- Изменение мощности, - изменение объема полезного отпуска электрической энергии конечным потребителям - изменение выручки	- Изменение подключенной нагрузки, - изменение объема технологического присоединения, - изменение себестоимости	Приобретение ПС с низкой нагрузкой по более низкой цене. При более низких инвестиционных затратах на приобретение объекта существует резерв мощности, также появляется возможность перераспределить нагрузку между ПС, что в свою очередь позволяет подключить новых потребителей, а это приведет к увеличению выручки за счет платы за подключение

Regulatory Asset Base (метод доходности инвестированного капитала) – система тарифообразования, основанная на возвратности инвестированного капитала. При этом регулируемые тарифы устанавливаются на основе необходимой валовой выручки, которая определяется с учетом ежегодных корректировок, осуществляемых в течение долгосрочного периода регулирования, и обеспечивает [3]:

- покрытие расходов;
- возврат инвестированного капитала;
- получение дохода на инвестированный капитал.

Исходными данными в методике расчета RAB-регулирования являются:

- срок жизни проекта – 35 лет;
- налог на добавленную стоимость – 18%;
- налог на прибыль – 15,5 % (Пермский край);



- ставка дисконтирования;
- норма доходности на инвестированный капитал (устанавливается Региональной службой по тарифам).

При расчете экономических показателей эффективности использования инвестиционных ресурсов применяется метод дисконтированных денежных потоков. При его использовании анализируются и прогнозируются валовые доходы, расходы и инвестиции, рассчитываются денежные потоки для каждого отчетного года, производится дисконтирование полученных денежных потоков. По этим потокам выполняется расчет показателей эффективности проекта.

В связи со спецификой проектов в электроэнергетике при построении ДП расходами будут являться:

1. приобретение ОС;
2. затраты на оценку рыночной стоимости имущества (имущество не может быть приобретено по цене выше рыночной);
3. затраты на реконструкцию;
4. капитальные вложения;
5. затраты на текущее содержание объекта;
6. оплата технологических потерь электроэнергии.

При расчете показателей экономической эффективности проекта приобретения с применением метода доходности инвестированного капитала в качестве доходной части от реализации проекта выступают:

1. возврат инвестированного капитала ($1/35$ от суммы инвестированных средств);
2. доходность на инвестированный капитал;
3. затраты на покупку потерь, учтенные в тарифе;
4. затраты на техническое обслуживание и ремонт, учтенные в тарифе.

Таким образом, денежный поток будет состоять из следующих элементов:

1. Выплаты денежных средств в результате реализации инвестиционного проекта (-):
 - 1.1. приобретение электросетевого актива;
 - 1.2. затраты на оценку рыночной стоимости имущества;
 - 1.3. затраты на реконструкцию;
 - 1.4. капитальные вложения;
 - 1.5. затраты на текущее содержание объекта;
 - 1.6. оплата технологических потерь электроэнергии;

2. Поступления денежных средств в результате реализации инвестиционного проекта (+):
 - 2.1. возврат инвестированного капитала (1/35 от суммы инвестированных средств);
 - 2.2. доходность на инвестированный капитал;
 - 2.3. затраты на покупку потерь, учтенные в тарифе;
 - 2.4. затраты на техническое обслуживание и ремонт, учтенные в тарифе.
3. Чистый денежный поток от реализации инвестиционного проекта (сальдо между поступлениями и выплатами).

Показатели экономической эффективности рассчитываются на основе исходных данных, предоставленных инициатором инвестиционного проекта.

Риском в проекте консолидации электросетевого имущества является вероятность приобретения данного имущества другой ТСО. Количественно оценить риск в таком случае можно, рассчитав стоимость услуг по передаче электроэнергии ТСО, у которой есть возможность приобрести данный электросетевой актив.

Положительное решение по проекту может быть принято при одновременном соответствии следующим базовым экономическим и техническим критериям:

1. Экономические критерии:
 - значение NPV, полученное на основании прогнозируемого денежного потока, рассчитанного с учетом конкретного варианта (способа) консолидации сетевых активов, должно быть больше 0;
 - дисконтированный срок окупаемости проекта не должен превышать 15 лет;
 - значение IRR не должно быть меньше значения ставки дисконтирования, утвержденной на период рассмотрения проекта, увеличенной на 2%.
2. Технические критерии:
 - уровень физического износа приобретаемого электросетевого имущества - не выше 95%;
 - уровень фактических потерь электроэнергии - не выше уровня потерь, принятого при тарифном регулировании, увеличенного на 5%;
 - отсутствие недопустимых юридических рисков, выявленных по результатам проведенной юридической экспертизы.

Рассмотрев инвестиционное проектирование в электроэнергетике, можно отметить что, отбор инвестиционных проектов (мероприятий) в инвестиционную программу должен осуществляться на основе сбалансированных критериев и приоритетов, в том числе требований положительного экономического эффекта для ТСО. Для проектов, обеспечивающих соблюдение нормативных требований к системной надежности и надежности энергоснабжения потребителей, для



которых положительный экономический эффект не может быть достигнут, необходимо соблюдать сбалансированность экономического и технологического эффектов и минимизировать отрицательный экономический эффект за счет оптимизации физических, технических и стоимостных параметров проекта.

Рассмотрение и обсуждение инвестиционных программ требует разработки количественных показателей оценки эффективности инвестиционной программы и инвестиционных проектов. Данные показатели должны позволять оценивать целесообразность направления инвестиций, а методика расчета показателей должна быть прозрачна и основана на достоверных и верифицированных данных.

Таким образом, во-первых, при оценке эффективности инвестиционного проекта в электроэнергетике используется не только система экономических показателей, но и технических. На показатели оценки эффективности проекта влияет тип приобретаемого электросетевого объекта. Во-вторых, с переходом на новый метод формирования тарифа – на RAB-регулирование в тарифе на передачу энергии, помимо фактических затрат компании, учитываются суммы, обеспечивающие возврат средств, вложенных в сети, а так же, некий процент дохода для инвестора, вложившего эти средства (чтобы у него был стимул вкладывать). В-третьих, существует специфика расходной части инвестиционного проекта, которая включает оценку независимыми оценщиками приобретаемого актива, оплату потерь электроэнергии. Специфика доходной части проекта обусловлена применением метода RAB-регулирования. Риском в проекте консолидации электросетевого имущества является приобретение данного имущества другой ТСО. Количественно оценить риск в таком случае можно, рассчитав стоимость услуг по передаче электроэнергии ТСО, у которой есть возможность приобрести данный электросетевой актив.

В заключении можно сделать вывод, что оценка целесообразности инвестирования проводится по классическим параметрам, однако в связи с имеющейся спецификой электроэнергетической отрасли ей присущи свои особенности.

Список литературы

1. Об электроэнергетике: Федеральный закон от 26.03.2003 №35-ФЗ (ред. от 30.03.2016).
2. Стратегия развития электросетевого комплекса Российской Федерации, разработанная на период до 2030: Распоряжение Правительства Российской Федерации от 3 апреля 2013 г. № 511-р.
3. О ценообразовании в области регулируемых цен (тарифов) в электроэнергетике: Постановление Правительства РФ от 29.12.2011 N 1178 (ред. от 31.12.2015).
4. Об инвестиционных программах субъектов электроэнергетики (вместе с «Правилами утверждения инвестиционных программ субъектов электроэнергетики», «Правилами осуществления контроля за реализацией инвестиционных программ субъектов электроэнергетики»): Постановление Правительства РФ от 01.12.2009 № 977 (ред. от 20.01.2016).

5. Об организации в Министерстве энергетики РФ работы по утверждению нормативов технологических потерь электроэнергии: Приказ Министерства энергетики РФ № 326 от 30.12.2008.
6. Об утверждении «Методических рекомендаций по оценке эффективности и разработке инвестиционных проектов и бизнес-планов в электроэнергетике на стадии пред ТЭО и ТЭО»: Приказ ОАО РАО «ЕЭС России» от 31.03.2008 № 155.
7. Вайсблат Б.И. Расчет энергетических инвестиционных проектов с учетом риска / Б.И. Вайсблат // Справочник экономиста. – 2013. – № 11. [Электрон. ресурс]. – URL: http://www.profiz.ru/se/11_2013/invest_proekt/ (дата обращения: 20.06.2016).
8. Кириченко Е.В. Кому выгоден метод RAB? Рассуждения экономиста / Е.В. Кириченко, Ю.В. Зеленский // Энергосовет. – 2009. – № 3 (3). [Электрон. ресурс]. – URL: http://www.energsovet.ru/bul_stat.php?idd=20 (дата обращения: 20.06.2016).
9. Локтионов В.И. Принятие инвестиционных решений в энергетике с использованием метода сценарного анализа / В.И. Локтионов // Известия ИГЭА. – 2013. – № 1 (87). [Электрон. ресурс]. – URL: <http://izvestia.isea.ru/pdf.asp?id=16354> (дата обращения: 25.09.2016)/
10. Локтионов В.И. Оценка эффективности инвестиционных проектов в энергетике с учетом предельных цен на энергоносители / В.И. Локтионов // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – № 33 (384). [Электрон. ресурс]. – URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-effektivnosti-investitsionnyh-proektov-v-energetike-s-uchetom-predelnyh-tsen-na-energonosite li> (дата обращения: 25.09.2016).
11. Локтионов В.И. Проблема выбора метода оценки эффективности инвестиционных проектов, программ и стратегий в энергетике / В.И. Локтионов // Финансы и кредит. – 2012. – № 38 (518). [Электрон. ресурс]. – URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/problema-vybora-metoda-otsenki-effektivnosti-investitsionnyh-proektov-programm-i-strategiy-v-energetike> (дата обращения: 25.09.2016).
12. Оклей П.И. Внедрение метода RAB: проблемы и стратегия электросетевых компаний / П.И. Оклей // Менеджмент в России и зарубежом. – 2010. – №1. [Электрон. ресурс]. – URL: <http://dis.ru/library/690/29784/> (дата обращения: 20.06.2016)
13. Инвестиционная политика ПАО «Россети».

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Шагиахметова Э.А. Особенности оценки эффективности инвестиционных проектов в электроэнергетике (на примере консолидации электросетевых активов) // Пермский финансовый журнал. 2016. №2 (15). С. 111-124.

**Elvira A. Shagiakhmetova**

*Student of 2 year master program
Perm State University
Perm, Russia*

The features of efficiency estimation of investment projects in the electric power industry (using the example of the consolidation of electric grid assets)

Abstract. The purpose of the functioning of the distribution grid complex is a long-term provision of reliable, high-quality and affordable energy to consumers throughout the territory of the region at the stage of distribution of electric power through the organization of the most efficient infrastructure. However, there are many small owners, the owners of power grid assets, which in fact can't properly serve its electric grid and therefore they can't ensure its reliable operation. Today, it is obvious that only large companies can carry out the modernization and repair of electrical equipment on an ongoing basis, they are responsible for the reliability and quality of power supply to the end consumer. Existence of a large number of small owners of electric grids affects the level of reliability of power supply to consumers, it creates difficulties with operation and liquidation of accidents on electric grid facilities. In this connection, it is advisable to secure the consolidation of all the objects within the Unified National Electricity Grid and conclusion of agreements on the use of the procedure of purchase and (or) lease of these facilities with other owners of the Unified National Electric Grid. The purpose of this article is to determine the features of an estimation of efficiency of investment projects in the power industry by the example of the consolidation of power grid assets. To achieve this goal, the theoretical basis of the consolidation of power grid assets and investment projects of "The acquisition of power grid facilities" should be considered, and on the basis of this information, particularly assessing the effectiveness of investment planning in the power industry should be identified by the example of the consolidation of power grid assets. The object of study of this work are the social relations arising from the investment in electric power engineering. The subject of research are aspects of the evaluation of the effectiveness of investment in the power of design by the example of the consolidation of power grid assets. As a result of the consideration of investment planning in the electricity industry, the author identified the main features of an estimation of efficiency of power grid assets consolidation projects.

Keywords: investment project, the effectiveness of the investment project, electricity, consolidation, grid assets, TGO, RAB-regulation.

References

1. On electricity: Federal Law of 26.03.2003 № 35-FZ (ed. by 30.03.2016).
2. Strategy 2030 development of Russian electric grid complex: Russian government direction 03.04.2013 № 511-p.
3. On pricing in the field of regulated prices (tariffs) in the electric power industry: Government Decree of 29.12.2011 № 1178 (ed. by 31.12.2015).
4. On the investment programs of electric power (with "Rules of approval of investment programs of electric power industry", "Rules of control over the implementation of investment programs of electric power industry"): Government Decree of 01.12.2009 № 977 (ed. by 20.01.2016).
5. On the organization of the Ministry of Energy of the Russian Federation work approving to standards of power losses: Order of the Ministry of Energy of the Russian Federation from 30.12.2008 № 326.

6. On approval of the “Guidelines on the assessment of the effectiveness and development of investment projects and business plans in the power stage before feasibility and feasibility studies”: Order of JSC RSC “UES of Russia” from 31.03.2008 № 155.
7. Vaisblat, B.I. The calculation of energy investment projects taking into account risk / B.I. Vaisblat // Handbook of economist. – 2013. – №11. URL: http://www.profiz.ru/se/11_2013/invest_proekt/ (Accessed: 20 June 2016).
8. Kirichenko, E.V. Whom beneficial method of RAB? Arguments economist / E.V. Kirichenko, Y.V. Zelensky // Energosovet. – 2009. – №3 (3). URL: http://www.energsovet.ru/bul_stat.php?idd=20 (Accessed: 20 June 2016).
9. Loktionov, V.I. Investment decision making in energy industry by using method of scenario analysis / V.I. Loktionov // The news of BSU. – 2013. – №1 (87). URL: <http://izvestia.isea.ru/pdf.asp?id=16354> (Accessed: 25 September 2016).
10. Loktionov, V.I. Evaluation of investment in energy with allowance maximum prices for energy resources to the regional energy market / V.I. Loktionov // The economic analysis: theory and practice. – 2014. – №33 (384). URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-effektivnosti-investitsionnyh-proektov-v-energetike-s-uchetom-predelnyh-tsen-na-energonositeli> (Accessed: 25 September 2016).
11. Loktionov, V.I. The problem of selecting method for estimating the efficiency of investment projects, programs and policies to energy / V.I. Loktionov // Finance and credit. – 2012. – №38 (518). URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/problema-vybora-metoda-otsenki-effektivnosti-investitsionnyh-proektov-programmi-strategiy-v-energetike> (Accessed: 25 September 2016).
12. Oakleigh, P.I. The introduction of RAB method: problems and strategy of power grid companies / P.I. Oakleigh // Management in Russia and abroad. – 2010. – № 1. URL: <http://dis.ru/library/690/29784/> (Accessed: 20 June 2016).
13. The Investment policy of PJSC “Rosseti”.

Please cite this article in English as:

Shagiakhmetova, E.A. (2016), “The features of efficiency estimation of investment projects in the electric power industry (using the example of the consolidation of electric grid assets)”, *Perm Financial Review*, no. 2 (15), pp.111-124.



УДК 330.322

Петрайтис Екатерина Евгеньевна

*студентка 2 курса магистратуры
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
г. Пермь, Россия*

Catherine_Petraytis@mail.ru

Модель расчета ставки дисконтирования для инвестиционно-строительных компаний

Аннотация. Одним из наиболее дискуссионных вопросов инвестиционного анализа и бизнес-планирования является расчет ставки дисконтирования, которая отражает стоимость денег с учетом фактора времени и риска. Проблема обоснования такой ставки является крайне принципиальной, поскольку при использовании одной ставки проект может быть принят к реализации, а при другой – нет. Использование заниженной ставки дисконтирования может привести к необоснованно завышенным дисконтированным денежным потокам, вследствие чего инвестор может выбрать неэффективный проект и понести убытки. Использование завышенной ставки дисконтирования может привести к отказу от достаточно перспективного направления вложения капитала и, как следствие, - инвестор понесет убытки, связанные с так называемой упущенной выгодой.

Следовательно, уровень ставки дисконтирования должен быть таким, чтобы, с одной стороны, максимально учитывать влияние всех возможных рисков инвестирования, а с другой, - ожидаемую инвестором прибыль на вложенный капитал.

Целью данной статьи является исследование существующих подходов к расчету ставки дисконтирования, выявление особенностей расчета ставки дисконтирования при анализе деятельности инвестиционно-строительных компаний, формирование наиболее подходящей модели расчета ставки дисконтирования с учетом факторов риска, присущим инвестиционно-строительным компаниям, а также формирование соответствующих выводов по поводу целесообразности использования подхода к определению уровня данной ставки.

По результатам исследования автором предложена модифицированная модель расчета ставки дисконтирования с учетом отраслевых особенностей инвестиционно-строительных компаний. Результаты работы отражают особенности и аспекты моделирования ставки дисконтирования в рамках анализа инвестиционно-строительных проектов и могут быть применены в различных областях строительного сектора, групп девелоперов, аналитиков.

Ключевые слова: ставка дисконтирования, инвестиции, риски, строительство, девелопмент.

Оценка экономической эффективности инвестиционно-строительных проектов (далее – «ИСП»), наравне с задачами определения стоимости инвестиционно-строительных компаний, земельных участков под застройку и доли участия в проектах, как различных групп частных и корпоративных инвесторов, так и государственных (муниципальных) субъектов, является одной из наиболее востребованных и актуальных направлений анализа, результаты которого имеют решающее значение при принятии инвестиционных решений относительно реализации строительных проектов, возможностей и типа застройки или редевелопмента земельных участков.

Полученные на основе экономического моделирования показатели экономической эффективности и стоимости в значительной степени зависимы и зависят от принятой для расчетной модели ставки дисконтирования денежных потоков. Учитывая значительный вес ставки дисконтирования, ее моделирование и расчет имеют одно из ключевых значений при оценке экономической эффективности.

Современная практика определения ставки дисконтирования представляет аналитикам большое число различных моделей и методов расчета. В связи с чем анализ существующих методик и возможность их использования при анализе экономической эффективности ИСП, является актуальной и важной задачей. Специфика строительной отрасли, особенности реализации ИСП ограничивают возможности применения ряда существующих инструментов.

Вопроса выбора ставки дисконтирования касаются практически все экономисты, которые исследуют проблематику анализа эффективности инвестиционных проектов с помощью дисконтных показателей. Среди них следующие отечественные и зарубежные аналитики: И.А. Бланк, Г. Бирман, С. Шмидт, В. Шарп, И.В. Липсиц, А.А. Пересада, В.Г. Федоренко, Д.А. Ендовицкий и многие другие. В то же время данная проблема рассматривается многими исследователями недостаточно глубоко и системно. Невзирая на достаточно большое количество исследований и публикаций в данном направлении, вопрос обоснования уровня ставки дисконтирования при оценке стоимости компании требует дальнейших исследований и систематизации.

Расчет ставки дисконтирования также необходим для предоставления отчетности по стандарту МСФО. Но основная проблема расчета и обоснования данной ставки встает перед финансистами тогда, когда необходимо оценить стоимость компании или конкретный инвестиционный проект.

Кратко рассмотрим самые популярные из существующих методов расчета ставки дисконтирования. К ним относятся такие методы как WACC, CAPM и метод кумулятивного построения (CCM).

Чаще всего при расчете ставки дисконтирования для компании или для отдельного проекта используется модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC), которая включает в себя стоимость акционерного (собственного) и стоимость заемного капитала. Данный метод определения ставки дисконтирования является наиболее объективным.

Формула определения средневзвешенной стоимости капитала:

$$WACC = k_d(1 - t_e)w_d + k_p w_p, \quad (1)$$

где: k_d – ставка по привлечению заемного капитала;

t_e – ставка по налогу на прибыль;

w_d – заемный капитал в общей структуре капитала (в долях);

k_p – стоимость собственного (акционерного) капитала;

w_p – собственный капитал в общей структуре капитала (в долях).



В случае, когда капитал компании состоит из обыкновенных и привилегированных акций, формула расчета WACC может выглядеть следующим образом:

$$WACC = k_d(1 - t_e)w_d + k_p w_p + k_s w_s, \text{ где} \quad (2)$$

k_d – ставка по привлечению заемного капитала;

t_e – ставка по налогу на прибыль;

w_d – заемный капитал в общей структуре капитала (в долях);

k_p – стоимость акционерного капитала (привилегированные акции);

w_p – привилегированные акции в структуре капитала предприятия (в долях);

k_s – стоимость акционерного капитала (обыкновенные акции);

w_s – обыкновенные акции в структуре капитала предприятия (в долях).

Модель CAPM, другими словами – модель оценки долгосрочных активов (Capital Assets Pricing Model). Стоит отметить, что метод CAPM применим только к публичным компаниям, акции которых котируются на фондовой бирже. В противном случае, стоимость собственного капитала рассчитывается методом кумулятивного построения.

Рассмотрим формулу расчета CAPM:

$$Re = Rf + \beta * (Rm - Rf), \quad (3)$$

где Re – доходность собственного капитала,

Rf – доходность вложения в безрисковые активы,

Rm – среднерыночная ставка доходности на фондовом рынке

β – коэффициент, определяющий изменение цены на акции по всем компаниям в данном сегменте рынка.

В качестве безрисковых активов Rf , как правило, рассматриваются государственные ценные бумаги. К примеру, в США в качестве таких активов можно использовать казначейские векселя. В РФ в роли безрисковых активов могут выступать государственные облигации федерального займа (ОФЗ-ГКО), Информацию о доходности этих ценных бумаг можно найти на сайте Банка России.

Коэффициент «бета» показывает, насколько доходность ценных бумаг выбранной компании чувствительна к изменениям систематического (рыночного) риска. Если $\beta = 1$, то цена на акции данной компании и колебания рынка в целом полностью совпадают. В России информация о коэффициентах компаний с наиболее ликвидными акциями публикуется на сайте и в информационных выпусках рейтингового агентства АК & М. Кроме того, данные коэффициенты рассчитывают аналитические службы инвестиционных компаний и крупные

консалтинговые фирмы. Такими фирмами, к примеру, являются «Deloitte & Touche СНГ», Merrill Lynch, Value Line.

Применение метода CAPM достаточно затруднено для российских предприятий по следующим причинам:

- метод CAPM применяется только к публичным компаниям, то есть к тем ОАО, чьи акции котируются на фондовой бирже.
- метод подходит только к тем компаниям, которые обладают достаточным уровнем статистики для расчета своего β -коэффициента. Также эти компании должны иметь аналог, чей β -коэффициент использовался бы в расчетах.

Кумулятивный метод оценки премии за риск (CCM) является одним из более популярных и распространенных в нашей стране методов построения ставки дисконтирования. Кумулятивный подход имеет много общего с методом CAPM. В его основании находится ставка дохода по безрисковым ценным бумагам, к ней плюсятся дополнительные поправки (премии) за риск инвестирования в конкретную компанию или в конкретный проект. Однако, кумулятивный метод не подразумевает использования бета-коэффициента. По мнению некоторых специалистов, этим фактом он выгодно отличается от CAPM, по причине отсутствия необходимости поиска сопоставимых публичных компаний, акции которых обладают достаточной ликвидностью.

В качестве альтернативы, модель CCM предлагает использовать в расчетах поправки на риск инвестирования в отрасль, которая заменяет отсутствие бета-коэффициента. Получить информацию о рисках различных отраслей можно в ежегоднике Ibbotson Associates.

Формула расчета ставки дисконтирования методом кумулятивного построения:

$$E(R_t) = R_t + RP_m + RP_s + Rp_s, \quad (4)$$

где R_t – доходность по безрисковой ценной бумаге на дату расчета;

RP_m – общая «рыночная» премия за риск для акций;

RP_s – поправка за риск для малых компаний;

Rp_s – поправка на несистематический риск для компании.

Помимо этого, в формулу могут добавляться иные виды рисков, присущих отдельно взятой компании или отрасли.

Недостатком данного метода является его субъективность, ведь данный метод сильно зависит от экспертных оценок. К тому же, метод CCM в значительной степени менее точен, по сравнению с методом расчета ставки дисконтирования WACC, основанной на CAPM.

Что касается поправки на риски, то здесь можно применить разные подходы. Например, опираться на Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (утв. Минэкономки, Минфином, Госстроем России



21.06.99 № ВК 477). Но более точным является способ, при котором можно выделить субъективные факторы риска, оказывающие влияние на реализацию конкретного проекта. Их можно разбить по группам: политические, макроэкономические, региональные, социальные и отраслевые риски, а также риски в строительстве, как в нашем конкретном примере.

По мнению Сергея Глушкова, начальника отдела инвестиционных проектов компании «Экологические продукты» (Москва): «Определение ставки дисконтирования по кумулятивному методу наиболее подходит для российских условий. За безрисковую ставку доходности можно принимать доходность по долгосрочным облигациям правительства РФ, по депозитам Сбербанка, а также по иностранным государственным ценным бумагам со сроком погашения 10–20 лет» [6].

Так как ставка дисконтирования предприятия определяется с целью целесообразности принятия того или иного инвестиционного проекта, в качестве безрисковой ставки принято брать показатель доходности альтернативного вложения средств, который удовлетворяет следующим качествам:

1. доходность данного вложения определена и известна заранее;
2. минимальная вероятность потери средств, вложенных в данный актив;
3. период обращения данного инструмента совпадает или приблизительно совпадает со сроком реализации рассматриваемого проекта.

Средний срок реализации проектов в строительной отрасли составляет 5 лет. Ставка доходности ОФЗ-ГКО со сроком обращения 5 лет, согласно данным Банка России, на 16.09.16 составляет 8,38% [7].

Основным вопросом здесь остаются «поправки на риск» или «премии за риск», которые составляют основную часть в методе кумулятивного построения. И, так как каждой отрасли экономики присущи определенные риски, а также степень влияния рисков, автор статьи выявил риски, присущие конкретно строительной отрасли, а также предпринял попытку оценить степень их влияния в конкретной области.

Для начала, проанализируем общие рекомендации по определению групп рисков для кумулятивной модели. Для этого рассмотрим подробней формулу (4). Первую группу рисков в данной модели занимают общая «рыночная» премия за риск акций RP_m . Премией за риск вложения в акции RP_m является разница между среднерыночной нормой доходности акций и безрисковой ставкой. При этом в качестве среднерыночной доходности может применяться доходность рыночного портфеля. Как правило, для расчета данного показателя берут, к примеру, среднюю доходность акций, которые включены в рыночный портфель, который используется при расчете какого-нибудь общеизвестного фондового индекса. В конкретном примере для расчета подойдет средняя доходность индекса ММВБ за последние 10-15 лет. Для наглядности рассчитаем данную премию за риск на июнь 2016 г. (табл. 1).

Таблица 1

Расчет общей «рыночной» премии за риск для акций

Год	2016
Средняя доходность ММВБ за 15 предшествующих лет, %	15,9
Безрисковая ставка, %	8,38
Общая «рыночная» премия за риск для акций, %	7,52

Следом за RP_m стоит премия за риск для малых компаний RP_s . Для её расчета автор считает нужным использовать методику ежегодника Ibbotson Associates. Данная компания предлагает присваивать премию за риск в зависимости от выручки компании. Суть данной методики представлена в табл. 2 [10].

Таблица 2

Расчет премии за риск компании [10]

Выручка, млн. руб.	Премия за размер компании, %
10	5,36
100	4,37
1 000	3,38
10 000	2,38
100 000	1,39
1 000 000	0,4
2 500 000	0

Премия за несистематический риск для компании (R_{ps}) рассчитывается как дополнительный риск, связанный с инвестированием в компанию. Для определения размера этих премий автор пользуется методикой, предложенной аналитической компанией Deloitte & Touche. Данная методика выделяет следующие факторы, которые в значительной мере могут повлиять на деятельность компании [11]:

- зависимость от государственного регулирования;
- колебания цен на сырье и материалы;
- риск ключевой фигуры в управлении;
- компетентность руководства;
- зависимость от ключевых покупателей;
- зависимость от ключевых поставщиков;
- перспективы развития отрасли и предприятия;
- доступность капитала [11].

На основании деятельности компании формируется таблица, в которой каждому виду риска присваивается определенная степень (низкая, средняя, высокая), каждой степени присваивается вес (1,2 и 3 соответственно). Затем веса складываются, образуя расчетное значение. Данная таблица в рамках статьи



составлена автором с учетом влияния того или иного риска в рамках инвестиционно-строительной отрасли (табл. 3).

Прокомментируем некоторые значения, в частности самые высокие риски. Зависимость от ключевых покупателей является определяющей в строительстве, особенно, если речь идет о строительстве жилой недвижимости. В частности, в РФ преобладает доленое строительство, которое, в свою очередь, в некоторых случаях подразумевает под собой до 90% финансирования проектов. Поведение дольщиков в данном случае оказывает прямое влияние на рентабельность деятельности компании.

Вторым по счету высоким риском является доступность капитала. Отчасти он связан с предыдущим риском, однако, здесь больше идет речь о банковском кредитовании. В кризисной ситуации 2013-2016 гг. банки повысили требования к заемщикам в лице девелоперских компаний, и получить кредит на долгосрочное строительство становится сложнее, особенно компаниям с короткой кредитной историей.

Далее идут перспективы развития отрасли. Данный фактор риска имеет большой вес ввиду кризисной ситуации в стране. По данным аналитического центра «КД-Консалтинг» по итогам 2015 г. отрасль «Строительство» имела отрицательную динамику по РФ (-6,95% строительство, операции с недвижимым имуществом -7,4%). Кроме того, отрицательную динамику имеют реальные доходы населения. Согласно условно реалистичному сценарию, рост ВВП по итогам 2016 г. составит от 0% до -1% (!) [12].

Таблица 3

Расчет премии за несистематический риск [11]

Фактор риска	Степень риска			Результат
	Низкая (1)	Средняя (2)	Высокая (3)	
Зависимость от государственного регулирования		✓		$(2+2+2+2+3+2+3+3)/8 = 2,38$
Колебания цен на сырье и материалы		✓		
Риск ключевой фигуры в управлении		✓		
Компетентность руководства		✓		
Зависимость от ключевых покупателей			✓	
Зависимость от ключевых поставщиков		✓		
Перспективы развития отрасли и предприятия			✓	
Доступность капитала			✓	

Таким образом, расчетное значение для конкретной отрасли по данным таблицы равно 2,38. Далее на основе рассчитанного значения специфического риска определим премию за данный вид риска (табл. 4).

Таблица 4

Рекомендуемое значение премии за риск

Степень риска	Расчетное значение	Рекомендованная премия за риск
Низкая	$\geq 1; < 1,5$	0-1
средняя	$\geq 1,75; < 2,25$	2-3
высокая	$\geq 2,5; < 3$	4-5

Таким образом, рекомендуемое значение премии за несистематический риск для компании можно определить в размере 1,94%.

Результатом расчетов может послужить усовершенствованная формула ССМ в расчете на июнь 2016 г. с учетом особенностей инвестиционно-строительной отрасли:

$$E(R_t) = 8,38 + 7,52 + RP_s + 1,94, \quad (5)$$

или:

$$E(R_t) = 17,84 + RP_s \quad (6)$$

В общем случае, без учета настоящего момента времени, формула будет иметь вид:

$$E(R_t) = R_t + RP_m + RP_s + 1,94 \quad (7)$$

Актуальность формулы (7) определяется макроэкономической ситуацией в стране и в отрасли и является наиболее приемлемой в условиях современного кризиса.

Стоит отметить, что данная модель ССМ не учитывает заемный капитал. Однако, очень малая часть девелоперских компаний использует исключительно собственные средства. Наиболее популярными источниками финансирования у таких компаний являются банковский кредит и средства долевых участников (эти средства дольщиков можно назвать «условно» бесплатными заемными средствами, так как компании данные средства не принадлежат и, в то же время, имеют для компании минимальную стоимость, прим. автора).

Таким образом, для полноценной модели расчета ставки дисконтирования требуется учесть стоимость заемного капитала компании. В данном случае следует вспомнить о модели средневзвешенной стоимости капитала (WACC). В этом случае, разработанная выше модель ССМ (формула 7) будет являться стоимостью собственного капитала. Однако, данная модель также нуждается в корректировке в соответствии с отраслью. Поэтому автор предлагает модифицированную модель расчета ставки дисконтирования с учетом отраслевой принадлежности:

$$E(R_t) = WACC + RP_e \quad (8)$$

где WACC - средневзвешенная стоимость капитала компании;

RP_e – общая экспертная премия за отраслевой риск (строительство).

Перейдем к определению премии за риск RP_e . В первую очередь следует определиться с диапазоном колебания данной поправки. В данном случае автор руководствуется двумя методиками:

- 1) диапазоном поправок на риск, рекомендуемым журналом «Финансовый директор»;
- 2) диапазоном поправок на риск, основанном на факторе уникальности объекта недвижимости.



Рассмотрим каждый из факторов. Диапазоны поправок на риск, предложенные в журнале «Финансовый директор» представлены в табл. 5 [6].

Таблица 5

Рекомендуемые диапазоны премий за риск [6]

Группа инвестиций	RP
Замещающие инвестиции 1 (новые мощности, которые будут выполнять те же функции, что и оборудование, которое заменяется)	0
Замещающие инвестиции 2 (новые основные средства, которые заменяют старые, при этом более совершенные, требующие повышенной квалификации работников и других производственных подходов)	0,03
Замещающие инвестиции 3 (новые мощности на замену старым, новые заводы на том же или другом месте)	0,06
Новые инвестиции 1 (новые мощности или связанное оборудование, при помощи которого будут производиться или продаваться продукты, которые ранее производились)	0.05
Новые инвестиции 2 (новые мощности или машины для производства или продажи новой продукции, связанной с существующей продукцией)	0.08
Новые инвестиции 3 (новые мощности или машины для производства новой продукции, не связанной с существующей продукцией компании)	0.15
Инвестиции в НИР 1 (прикладные НИР, которые направлены на определенные конкретные цели)	0.1
Инвестиции в НИР 2 (фундаментальные исследования, цели у которых могут быть не определены и результат точно неизвестен)	0.2

Несмотря на то, что основная продукция инвестиционно-строительные компании диверсифицирована (жилая/коммерческая недвижимость и др.), каждая компания имеет возможность строительства объектов, не относящихся к её основной специфике. Учитывая данный факт, максимальным диапазоном риска, согласно рекомендациям «ФД» будет 0-8%, т. е. новые мощности для производства или продажи новой продукции, которая связана с существующей продукцией.

Что касается диапазона поправок на риск, основанного на факторе уникальности объекта недвижимости, автор обращается к следующей таблице (табл. 6).

Таблица 6

Диапазоны поправок на риск, основанные на уникальности объекта недвижимости

Поправки на риск, %	1	2-3	4	5-6	7
Влияние фактора	Низкое	Ниже среднего	Среднее	Выше среднего	Высокое
Уровень уникальности объекта	Не уникальный	Незначительно отличается от объекта-аналога	Есть схожий аналог по некоторым характеристикам	Есть схожий аналог по некоторым характеристикам, но с большими допущениями	Объект уникальный, аналогов не имеет

В данном случае, диапазон поправок индивидуален в случае отдельно взятого проекта, однако, он не может превышать 7%.

После определения диапазона перейдем к определению рисков, присущих рассматриваемой отрасли. В табл. 7 приведены риски, которые, по мнению автора, необходимо учесть, в той или иной степени. Размер поправки колеблется в минимальном из определенных ранее диапазонов (0-7%).

Таблица 7

Поправки на дополнительный риск для отрасли

№	Фактор риска	Поправки на риск, %						
		1	2	3	4	5	6	7
1	Общэкономическая тенденция					+		
2	Деятельность во внешней экономике				+			
3	Уровень инфляции			+				
4	Уровень инвестиций				+			
5	Уровень доходов и сбережений населения				+			
6	Налогообложение		+					
7	Стабильность во внутренней политике		+					
8	Деятельность во внешней политике					+		
9	Угроза терроризма	+						
10	Итого факторов	9						
11	В т.ч. с разбивкой по диапазонам	1	2	1	3	2	0	0
12	Количество факторов*значения соответствующих премий за риск	1	4	3	12	10	0	0
13	Поправка на риски ((сумма стр. 12)/стр. 10)	3,33%						

Таким образом, модифицированная модель расчета ставки дисконтирования для инвестиционно-строительных компаний приобретает вид:

$$E(R_t) = WACC + 3,33 \quad (9)$$

Данная модель в развернутом виде с учетом формулы (1) и формулы (6) будет выглядеть следующим образом:

$$E(R_t) = k_d(1 - t_e)w_d + (17,84 + RP_s)w_p + 3,33 \quad (10)$$

Или с учетом формулы (1) и формулы (7):

$$E(R_t) = k_d(1 - t_e)w_d + (R_t + RP_m + RP_s + 1,94)w_p + 3,33 \quad (11)$$

Таким образом, автором представлена модель расчета ставки дисконтирования для строительных компаний, которая с успехом может применяться для таких компаний Пермского края как ОАО «КД-Групп», АО «ПЗСП» и других.

Список литературы

1. Асаул А.Н. Феномен инвестиционно-строительного комплекса и методы оценки эффективности деятельности строительной организации / А.Н. Асаул. [Электрон. ресурс]. – URL: <http://www.aup.ru/books/m65/9.htm>



2. Порядин В.С. Анализ существующих методов оценки экономической эффективности деятельности предприятий / В.С. Порядин // Вестник Ленинградского государственного университета им. А.С. Пушкина. – 2012. – № 4. – Том 6. – С. 16 – 24.
3. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран / пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес букс, 2014. – 1340 с.
4. Михайлова Е.В. Экономическая оценка инвестиционно-строительных проектов с учетом надежности строительных организаций: монография / Е.В. Михайлова. – Волгоград: Волгоградский институт бизнеса, Вузовское образование, 2014. – 136 с.
5. Похилый Е.Ю. Анализ моделей формирования ставки дисконтирования собственного капитала при оценке эффективности строительных проектов / Е.Ю. Похилый // Вестник инвестиций. – 2015.
6. Тимофеев Т. Анализ и оценка рисков инвестиционных проектов / Т. Тимофеев // Финансовый директор. – 2015.
7. Центральный банк Российской Федерации. – URL: <http://www.cbr.ru/>
8. Московская Биржа. – URL: <http://moex.com/ru/index/MICEXINDEXCF/archive/#/from=2007-05-01&till=2016-06-01&sort=TRADEDATE&order=desc>
9. Мамаева З.М. Выбор ставки дисконтирования при оценке инвестиционных проектов / З.М. Мамаева // Нижегородский государственный университет им. Лобачевского, 2013.
10. Ibbotson Associates. – URL: <http://corporate1.morningstar.com/Investment-Advisory-Services/>
11. Deloitte. – URL: <http://www2.deloitte.com/ru/ru.html>
12. Годовой отчет ООО Аналитический центр «КД-консалтинг» за 2015 год.
13. Уровень инфляции в Российской Федерации. – URL: http://уровень-инфляции.рф/таблица_инфляции.aspx
14. Годовая бухгалтерская отчетность и годовые отчеты АО «ПЗСП». [Электрон. ресурс]. – URL: <http://pzsp.ru/realty/aboutus/enterprise/information/>

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Петрайтис Е.Е. Модель расчета ставки дисконтирования для инвестиционно-строительных компаний // Пермский финансовый журнал. 2016. №2 (15). С. 125 – 137.

Catherine E. Petraitis

student of 2 year master program
Perm State University
Perm, Russia

The model for calculating the discount rate for the investment and construction companies

Abstract. One of the most controversial issues of the investment analysis and business planning is the calculation of the discount rate, which reflects the time value of money and risk. The problem of validation of the rate is extremely important because a single project can be adopted to the implementation rate, while the other - no. The use of low discount rate could lead to unreasonably high level of discounted cash flows, whereby the investor may choose an inefficient project and incur losses. Using inflated discount rate may lead to the rejection of quite promising direction of capital investments and, as a consequence - the investor will suffer losses related to the so-called loss of profit.

Consequently, the level of the discount rate should be such that, on the one hand, as much as possible to consider the effect of all the possible risks of investment, and on the other, - expected investor return on investment.

The purpose of this article is to study the existing approaches to the calculation of the discount rate to determine the characteristics of calculating the discount rate in the analysis of the activities of investment and construction companies, forming the most suitable model for calculating the discount rate taking into account the risks inherent in the investment and construction companies, as well as the formation of the corresponding conclusions about usefulness of the approach to determining the level of this rate.

According to research by the author proposed a modified model for calculating the discount rate, taking into account industry-specific investment and construction companies. The results reflect the features and aspects of modeling in the discount rate in the analysis of investment and construction projects, and can be applied in various areas of the construction sector, groups of developers and analysts.

Keywords: discount rate, investment risks, construction, development.

References

1. Asaul, A.N. Phenomenon of investment-building complex and methods for evaluating the effectiveness of a construction organization / A.N. Asaul. [Electron. resource]. – URL: <http://www.aup.ru/books/m65/9.htm>
2. Poryadin, V.S. Analysis of existing methods for assessing the economic efficiency of enterprises / V.S. Poryadin // Herald of the Leningrad State University, AS Pushkin. – 2012. – №4. – PP. 16 - 24.
3. Damodaran, A. Investment Valuation. Tools and methods of assessment of any assets / A. Damodaran / per. from English. – M.: Alpina Business Books, 2014. – 1340 p.
4. Mikhailova, E.V. Economic evaluation of investment and construction projects, taking into account the reliability of construction companies: monograph / E.V. Mikhailova. – Volgograd: Volgograd Institute of Business, Undergraduate Education, 2014. – 136 p.



5. Pokhil, E.J. Analysis of models of formation of the discount rate on equity in evaluating the efficiency of construction projects / E.J. Pokhil // Herald of investment. – 2015.
6. Timofeyev, T. Analysis and risk assessment of investment projects / T. Timofeyev // CFO. – 2015.
7. The Central Bank of the Russian Federation. – URL: <http://www.cbr.ru/>
8. The Moscow Stock Exchange. – URL: <http://moex.com/ru/index/MICEXINDEXCF/archive/#/from=2007-05-01&till=2016-06-01&sort=TRADE DATE&order=desc>
9. Mamaev, Z.M. The choice of discount rate when evaluating investment projects / Z.M. Mamaev // Nizhny Novgorod State University, Lobachevsky, 2013.
10. Ibbotson Associates. – URL: <http://corporate1.morningstar.com/Investment-Advisory-Services/>
11. Deloitte. – URL: <http://www2.deloitte.com/ru/ru.html>
12. The annual report of the Analytical centre “KD-consulting” for 2015.
13. Inflation rate in Russian Federation. – URL: http://уровень-инфляции.рф/таблица_инфляции.aspx
14. Annual financial statements and annual reports of the JSC “PZSP”. [Electron. resource]. – URL: <http://pzsp.ru/realty/aboutus/enterprise/information/>

Please cite this article in English as:

Petrakis, C.E. (2016), “The model for calculating the discount rate for the investment and construction companies”, *Perm Financial Review*, no.2 (15), pp.125 – 137.

Научное издание

Подписано в печать 20.12.2016. Формат 60х84/8.
Усл. печ. л. 16,04 Тираж 500 экз. Заказ 22.12

Редакционно-издательский отдел
Пермского государственного национального исследовательского университета
614990, г. Пермь, ул. Букирева, д. 15

Отпечатано в типографии «Печатная студия XXI век»
614010, г. Пермь, ул. Мира, д. 3

Распространяется бесплатно

