



Кафедра финансов, кредита
и биржевого дела ПГНИУ



НП «Клуб финансистов
Пермского края»

ISSN 2410-2776

№ 01 (16) | 2017

ПЕРМСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ЖУРНАЛ

Учредители:

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

Издатель:

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

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

Выходит 2 раза в год

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

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

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 Магомет Исаевич (к.э.н., г. Москва, Россия)

Редакционный совет:

Бутиков Игорь Леонидович (д.э.н., г. Ташкент, Узбекистан)
Засько Вадим Николаевич (д.э.н., г. Москва, Россия)
Мельник Маргарита Викторовна (д.э.н., г. Москва, Россия)
Миролюбова Татьяна Васильевна (д.э.н., г. Пермь, Россия)
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: Савченко О.Л., Шварева В.В.

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
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: Savchenko O.L., Shvareva V.V.

Editor of English version: Volegova A.S.

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

- Бутиков И.Л., Джураев В.Д.*
Внедрение новых биржевых технологий
на фондовом рынке Узбекистана

Научные исследования

- Ролдугин В.И.*
Чистая инвестиционная позиция
и дефицит платежного баланса Латвии

- Лобанов А.И., Митюшкина Е.Н.*
Методика анализа внешних данных,
используемых для оценки субъектов
малого предпринимательства
(на примере предприятий общепита)

- Шапошников И.Г.*
Управление проблемной
задолженностью в контексте
обеспечения устойчивости банковской
системы России

- Гурова Е.П.*
Региональные банки РФ в контексте
структурных финансовых процессов

- Воронин Д.М.*
К вопросу о финансово-экономическом
моделировании в условиях инфляции

Дискуссии

- Белобоков А.Я.*
Системный подход к построению
бездефицитного местного бюджета

- Мельников А.Е.*
К статье Белобокова А.Я.
«Системный подход к построению
бездефицитного местного бюджета»

Статьи молодых ученых

- Костакова С.И.*
Оценка стоимости человеческой жизни:
подходы и методы

- Филимонова Е.А.*
Кэш-пулинг в холдингах РФ:
оценка необходимости
и эффективности внедрения

Contents

Expert view

- Boutickov I.L., Djuraev V.D.*
Introduction of new stock exchange
technologies on the Uzbekistan stock market

Academic researches

- Roldugin V.I.*
Net Investment Position and deficit
of Balance of Payments in Latvia

- Lobanov A.I., Mityushkina E.N.*
A methodology for analyzing information
necessary for the evaluation
of small business entities
(on the example of catering facilities)

- Shaposhnikov I.G.*
Non-performing
loan management
in the context of Russian
banking system stability

- Gurova E.P.*
Regional banks in the context
of structural financial processes

- Voronin D.V.*
On the question of financial and economic
modeling in the conditions of inflation

Discussions

- Belobokov A.Ya.*
A systematic approach to building a no-
deficit local budget

- Melnikov A.E.*
To the article of Belobokov A.Ya.
“A systematic approach to building a no-
deficit local budget”

Young scientist's articles

- Kostakova S.I.*
Valuation of human life:
approaches and methods

- Filimonova E.A.*
Cash-pooling in Russian holding companies:
implementation needs
and effectiveness assessment

УДК 336.76

Бутиков Игорь Леонидович

*д.э.н, директор
«Центра исследований Госкомконкуренции»
г. Ташкент, Узбекистан
Boutickov@gki.uz*

Джураев Валерий Дададжанович

*советник
Республиканской фондовой биржи «Тошкент»
г. Ташкент, Узбекистан
Djuraev@uzse.uz*

Внедрение новых биржевых технологий на фондовом рынке Узбекистана

Аннотация. По версии Российского экспортного центра (РЭЦ), представившего обновленный рейтинг перспективных для России экспортных направлений, наиболее перспективной страной для несырьевого экспорта из России стал Узбекистан, сместивший с первого места Польшу. В прошлом году объем несырьевого экспорта из России в Узбекистан составил \$1,6 млрд. На первые роли, согласно выводам РЭЦ, его вывели участие в торговых союзах с Россией, режим свободной торговли, комплементарность торговли (степень соответствия товарной структуры российского экспорта структуре импорта данной страны), а также темпы роста ВВП.

Узбекистан является страной, которой за 26 лет независимости удалось создать одну из самых стабильных экономик в регионе Центральной Азии и СНГ. Рынок ценных бумаг - та отрасль, которая пока еще не интегрирована в зарубежные рынки, и, в частности, российский рынок капитала, но могла бы стать новым направлением для сотрудничества предпринимателей обеих стран. Только за первое полугодие 2017 г. объем действующих выпусков акций в Узбекистане составил более 42,2 трлн сумм, а общий оборот рынка акций и корпоративных облигаций – 11,7 трлн. сумм (курс доллара к узбекскому суму, установленный Центральным банком республики на середину сентября 2017 г., составляет 8100 сумов за 1 доллар США, что почти совпадает с неофициальным рыночным курсом).

Цель данной статьи – ознакомить российских специалистов рынка ценных бумаг с принципами функционирования Единого программно-технического комплекса, разработанного и внедренного с помощью Корейской фондовой биржи на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» в Узбекистане.

Ключевые слова: фондовая биржа, ценные бумаги, биржевые торги, клиринг, торговая система, аукцион, код расчетов, котирование, депозитарная система, единый программно-технический комплекс.



Существующий механизм биржевой торговли и необходимость модернизации рынка ценных бумаг Республики Узбекистан

До последнего времени Республиканская фондовая биржа «Тошкент» имела в своем составе только торговый и клиринговый модули и поэтому не являлась биржей «полного цикла». Биржи «полного цикла», как правило, обладают помимо торгового модуля, клиринговым, депозитарным, брокерским и расчетным модулями, обеспечивающими возможность осуществления и исполнения многосторонних сделок в течение торговой сессии по принципу «купил-перепродал».

Постановление Президента Республики Узбекистан от 19.03.2012 г. № ПП-1727 «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка» в корне изменило ситуацию на фондовом рынке страны, заложив основы его модернизации, поставки и внедрения на условиях «под ключ» Единого программно-технического комплекса (ЕПТК) для фондового рынка Республики Узбекистан, осуществляемых в рамках Генерального договора по модернизации рынка ценных бумаг Республики Узбекистан Корейской фондовой биржей. Именно Корейская фондовая биржа и предложила внедрить на РФБ «Тошкент» технологические модули и сделать её биржей «полного цикла».

После подписания генерального договора по модернизации рынка ценных бумаг Республики Узбекистан корейской стороной, совместно со специалистами Республиканской фондовой биржи «Тошкент», начались разработка и внедрение ЕПТК, ориентированного на международные стандарты и адаптация его к условиям рынка ценных бумаг Узбекистана, а 29 августа 2016 г. представители Корейской фондовой биржи передали в тестовую рабочую эксплуатацию ЕПТК, состоящий из следующих сегментов (модулей), обслуживающих все секторы фондового рынка, включающий:

- брокерскую систему – с брокерским и депозитарным модулем инвестиционного посредника;
- депозитарную систему для Центрального депозитария ценных бумаг;
- торговую систему, обслуживающую фондовую биржу и электронную систему внебиржевых торгов;
- клиринговую систему, осуществляющую взаиморасчеты и обязательства по сделкам участников торгов;
- расчетную систему, осуществляющую денежные расчеты и переводы денежных средств в национальной и иностранной валюте участников сделки и их клиентов, функционирующую на базе самого крупного банка страны - Национального банка внешнеэкономической деятельности (далее по тексту – Национальный банк ВЭД).

К 2016 г. выявилась существенная проблема, связанная с несоответствием механизма торгов, предусмотренного в действующих Правилах биржевой торговли ценными бумагами на РФБ «Тошкент», механизму программно-

технического комплекса, разрабатываемого корейскими специалистами, ориентированного на международные стандарты. В ЕПТК, разработанном и поставляемом Корейской фондовой биржей, срок расчётов по оплате совершённых биржевых сделок предусматривался с кодом расчета (T+2), то есть предполагал оплату ценных бумаг покупателем в течение 2 банковских дней, что соответствует европейским стандартам. Действовавшие же на тот момент Правила биржевой торговли ценными бумагами на РФБ «Тошкент» предусматривали срок расчетов по оплате сделок с ценными бумагами с кодом (T+R2), т.е. рассрочку платежей покупателем акций в 2 года при продаже акций приватизируемых предприятий. Причем, корейские специалисты отрицали в целом возможность проведения операций, связанных с приватизационными процессами через ЕПТК.

В этой связи Центром исследований Госкомконкуренции Республики Узбекистан были разработаны предложения по решению указанной проблемы, в соответствии с которыми для разграничения сделок связанных с обычной куплей-продажей ценных бумаг на фондовой бирже и сделок связанных с приватизацией, предусматривающих продажу акций в рассрочку и предоставление скидок покупателям при досрочной оплате купленных акций, было предложено переименовать Правила биржевой торговли ценными бумагами на РФБ «Тошкент» в *Правила торгов ценными бумагами на РФБ «Тошкент»*, с включением в состав последних, двух автономных разделов: один из которых должен быть связан непосредственно с порядком проведения *биржевых* торгов на РФБ «Тошкент» (классическая схема), а другой – с осуществлением биржей услуг по обслуживанию приватизационных процессов, включая расчёты за акции при проведении конкурсов и расчёты по сделкам по результатам прямых переговоров и т.п., в том числе, и с рассрочкой платежей, а также предоставлением скидок.

Предложенный механизм соответствовал национальному законодательству о биржевой деятельности и требованиям поставляемого Корейской фондовой биржей ЕПТК.

После получения одобрения Госкомконкуренции РУз. Центр исследований Госкомконкуренции в течение 4-х месяцев разрабатывал проект Правил торгов ценными бумагами на РФБ «Тошкент». Наконец, 29 августа 2016 г. он был рассмотрен и утвержден Наблюдательным советом биржи и введен в действие с пуском в тестовую эксплуатацию ЕПТК Корейской фондовой биржи.

Построение торговой системы ЕПТК

В настоящее время Торговая система ЕПТК, предназначенная для РФБ «Тошкент», включает в себя следующие модули (по терминологии ЕПТК - рынки) и сегменты (см. схему):

- рынок акций «Stock Market»;
- рынок облигаций «Bond Market»;
- рынок ценных бумаг за иностранную валюту «FTC (Foreign Trade Careens) Market»;



- сегмент торговли с участием маркет-мейкера «Market- Making».

В модуле рынка акций «Stock Market» Правилами предусматриваются следующие секции и торговые площадки с соответствующей нумерацией каждой секции:

- основная секция «Main Board» – № 1;
- секция в режиме переговорного аукциона «Nego Board» – № 2;
- секция по сделкам для физических лиц без клиринга «NC Board» – № 3;
- секция сделок РЕПО с акциями АО «Repo Board» – № 4.

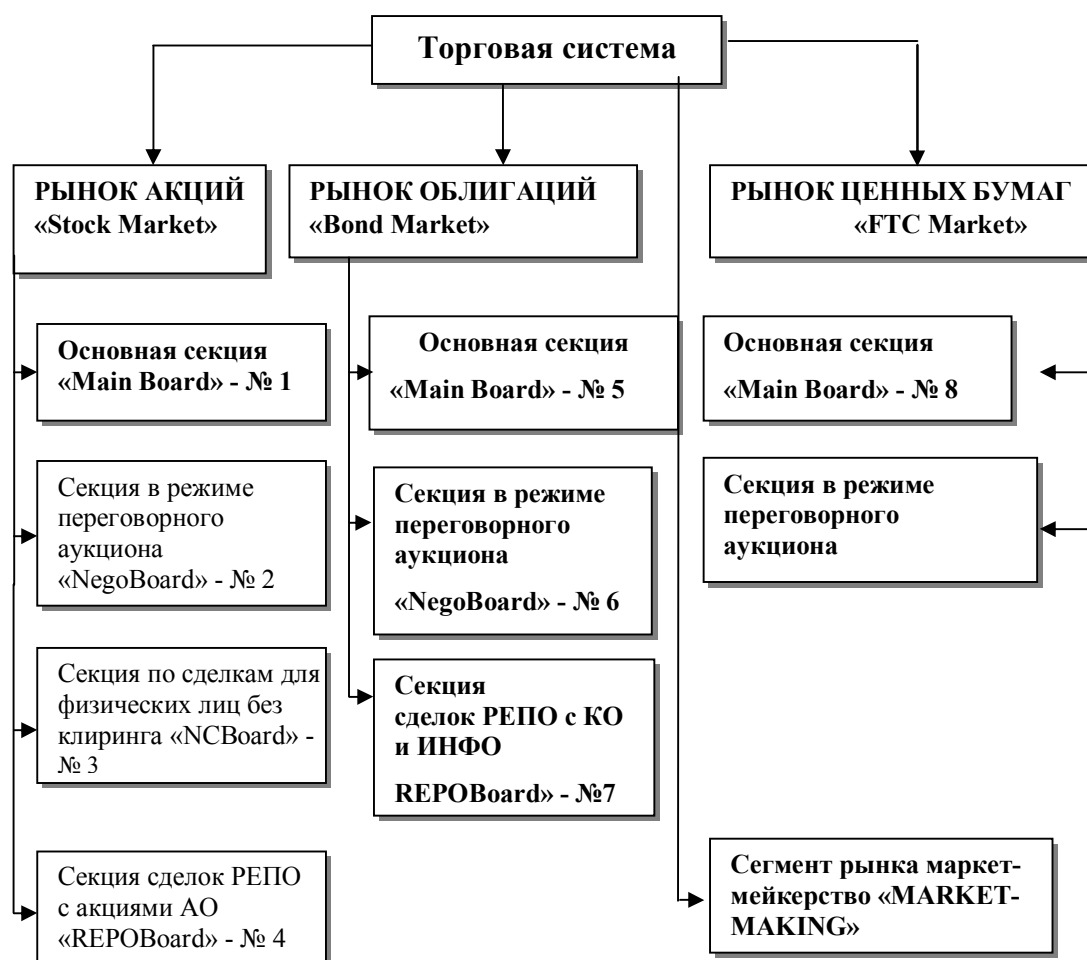


Рис. 1. Структура торговой системы
Республиканской фондовой биржи «Тошкент» (ЕПТК)

В модуле рынка облигаций «Bond Market» Правилами предусматриваются следующие секции и торговые площадки с соответствующей нумерацией каждой секции:

- основная секция «Main Board» – № 5;
- секция в режиме переговорного аукциона «Nego Board» – № 6;

- секция сделок РЕПО с корпоративными и инфраструктурными облигациями «Repo Board» – № 7.

В модуле рынка ценных бумаг «FTC Market» правилами предусматриваются следующие секции и торговые площадки с соответствующей нумерацией каждой секции:

- основная секция «Main Board» – № 8;
- секция в режиме переговорного аукциона «Nego Board» – № 9.

Отдельным сегментом предусматривается совершение сделок с ценными бумагами с участием маркет-мейкера.

Предлагаемые Корейской фондовой биржей и используемые технологии в системе ЕПТК

В предложенном проекте ЕПТК со стороны Корейской фондовой биржи предусматриваются следующие основные методы организации торгов:

- метод организации торгов на основе технологии «залпового аукциона»;
- метод организации торгов на основе технологии «непрерывного двойного аукциона» с разновидностями.

Технология «залпового аукциона» применяется для определения котировальных цен периода открытия и закрытия торгов в следующих секциях:

- основная секция «Main Board» – № 1 в модуле рынка акций «Stock Market»;
- основная секция «Main Board» – № 5 в модуле рынка облигаций «Bond Market»;

Технология «непрерывного двойного аукциона» в Торговой системе ЕПТК предусматривает следующие режимы работы:

- с использованием модуля «мэтчинг – matching» с проведением клиринга (неттинг) и оплатой через РКП Биржи по итогам торгов с кодом расчета T+2;
- с использованием модуля «мэтчинг» без клиринга по методу «сделка по сделке» с оплатой каждой сделки покупателем, минуя РКП Биржи с кодом расчета T+5;
- с использованием специального модуля «маркет-мейкинг»;
- с использованием специального модуля «акцепт- ассепт».

Рассмотрим указанные режимы работы детально:

1. С использованием модуля «мэтчинг» «непрерывного двойного аукциона» с



проведением клиринга (неттинг) и оплатой через РКП Биржи по итогам торгов с кодом расчета T+2 сделки совершаются в следующих секциях:

- основная секция «Main Board» в модуле рынка акций «Stock Market» – № 1;
- секция по сделкам для физических лиц без клиринга «NC Board» в модуле рынка акций «Stock Market» – № 3;
- основная секция «Main Board» в модуле рынка облигаций «Bond Market» – № 5;
- основная секция «Main Board» в модуле рынка ценных бумаг «FTC Market» – № 8.

2. С использованием модуля «мэтчинг» без клиринга по методу «сделка по сделке» с оплатой каждой сделки покупателем, минуя РКП Биржи с кодом расчета T+5, сделки совершаются только в одной секции, а именно;

- секция по сделкам для физических лиц без клиринга «NC Board» в модуле рынка акций «Stock Market» -№ 3.

3. С использованием специального модуля «маркет-мейкинг» «непрерывного двойного аукциона» сделки совершаются в следующих секциях:

- основная секция «Main Board» в модуле рынка акций «Stock Market» – № 1;
- основная секция «Main Board» в модуле рынка облигаций «Bond Market» – № 5

4. С использованием специального модуля «акцепт» сделки совершаются в следующих секциях:

- секция в режиме переговорного аукциона «Nego Board» в модуле рынка акций «Stock Market» – № 2;
- секция сделок репо с акциями АО «Repo Board» в модуле рынка акций «Stock Market» – № 4;
- секция в режиме переговорного аукциона «Nego Board» в модуле рынка облигаций «Bond Market» – № 6;
- секция сделок РЕПО с корпоративными и инфраструктурными облигациями «Repo Board» – № 7;
- секция в режиме переговорного аукциона «Nego Board» в модуле рынка ценных бумаг «FTC Market» – №9.

Режимы работ Торговой системы ЕПТК; используемые виды аукционов и их разновидности в системе ЕПТК

А. Режим работы Торговой системы с использованием модуля «мэтчинг» «непрерывного двойного аукциона» с проведением клиринга (неттинг) и оплатой через РКП Биржи по итогам торгов с кодом расчета T+2 предполагает:

- непосредственный ввод в Торговую систему трейдером (или его клиентом в режиме HTS – Home Trade System) Члена Биржи заявки на покупку или продажу ценных бумаг только безадресного типа в электронной форме с применением ЭЦП;
- при подаче заявок на покупку и продажу ценных бумаг цена выставления в заявках определяется с учетом котировальной цены (цена открытия на дату торгов) и величины установленного спреда, установленного правилами Биржи;
- применение механизма депонирования денежных средств клиентом на расчетном счете брокера, открытым в Национальном банке ВЭД до совершения сделки;
- автоматический подбор Торговой системой противоположных встречных заявок по ценной бумаге;
- непрерывное автоматическое попарное сопоставление Торговой системой противоположных заявок по ценной бумаге с целью определения наличия допустимых встречных заявок;
- при наличии допустимых встречных заявок – автоматическую фиксацию Торговой системой результатов биржевых торгов;
- оплату совершенной сделки покупателем и поставка ценных бумаг продавцом в течение двух рабочих дней после совершения сделки в соответствии с кодом расчета T+2;
- включение цены совершенной сделки в котировальный лист для расчета котировальной цены ценной бумаги по алгоритму в модуле расчета котировальных цен Торговой системы.

Б. Режим работы Торговой системы с использованием модуля «мэтчинг» «непрерывного двойного аукциона» (секция № 3) без клиринга по методу «сделка по сделке» с оплатой каждой сделки покупателем, минуя РКП Биржи с кодом расчета T+5 предполагает соблюдение следующих условий:

- подача заявок производится трейдерами Членов Биржи, выступающими со стороны продавцов и покупателей, только безадресного типа в электронной форме с применением ЭЦП;



- заявки принимаются Торговой системой при условии, что клиенты (покупатель и продавец ценных бумаг) должны быть физическими лицами – резидентами Республики Узбекистан;
- заявки принимаются Торговой системой в пределах лимита установленного объема предполагаемой сделки настоящими Правилами – до 10 МРЗП (минимальных размеров заработной платы), установленной правительством на дату подачи заявки включительно;
- объем предполагаемой сделки определяется произведением цены единицы ценной бумаги на количество ценных бумаг в заявке (произведение текущей цены на объем торгов);
- при подаче заявки с объемом, превышающем установленный лимит МРЗП, заявка не принимается Торговой системой к исполнению и становится «неактивной»;
- при подаче заявок на покупку и продажу ценных бумаг цена выставления в заявках определяется с учетом котировальной цены (цена открытия на дату торгов) и величины установленного спреда, установленного Правилами торгов ценными бумагами на РФБ «Тошкент»;
- отсутствие механизма предварительного депонирования и проведение расчетов по оплате сделки напрямую между продавцом и покупателем, минуя клиринговую палату Биржи в течение 5 рабочих дней в соответствии с кодом расчетов T+5;
- не включение цены совершенной сделки в котировальный лист для расчета котировальной цены ценной бумаги по алгоритму в модуле расчета котировальных цен Торговой системы.

В. Режим работы Торговой системы «непрерывного двойного аукциона» (с использованием специального модуля «маркет-мейкинг» предполагает обеспечение двухсторонней котировки ценных бумаг с соблюдением следующих условий:

- заявки маркет-мейкера принимаются Торговой системой только по котируемой им ценной бумаге, включенной в биржевой котировальный лист;
- непосредственный ввод в Торговую систему трейдером Члена Биржи, включенного в Список маркет-мейкеров Биржи, заявки на покупку и продажу (двухсторонняя котировка) ценных бумаг только безадресного типа в электронной форме с применением ЭЦП;
- обязательное объявление маркет-мейкером фиксированных стартовых цен покупки и продажи ценных бумаг по котируемой ценной бумаге с началом каждой торговой сессии;

- при подаче маркет-мейкером заявки на покупку и продажу ценных бумаг цены выставления в заявках определяются с учетом котировальной цены (цена открытия на дату торгов) и величины установленного спреда (по Правилам Биржи);
- при двухсторонней котировке цена в заявке на покупку должна быть ниже цены в заявке на продажу по котируемой ценной бумаге с целью соблюдения принципа рентабельности заключенных сделок;
- заявки по двухсторонней котировке принимаются Торговой системой с учетом установленных лимитов ценных бумаг и денежных средств со стороны Биржи на каждую торговую сессию (ниже установленных лимитов заявки Торговой системой не принимаются);
- сделки совершаются маркет-мейкером исключительно от своего имени и за свой счет, а в случаях предусмотренных законодательством, за счет заемных средств на основании фиксированных цен покупки и продажи, введенных им в Торговую систему Биржи;
- сделки заключаются при наличии допустимых встречных заявок с автоматической фиксацией Торговой системой результатов биржевых торгов;
- оплата совершенной сделки покупателем и поставка ценных бумаг продавцом производится в течение двух рабочих дней после совершения сделки в соответствии с кодом расчета T+2 с использованием механизма неттинга;
- включение цены совершенной сделки в котировальный лист для расчета котировальной цены ценной бумаги по алгоритму в модуле расчета котировальных цен Торговой системы.

Г. Режим работы Торговой системы «непрерывного двойного аукциона» (с использованием специального модуля «акцепт-ассепт») предполагает соблюдение следующих условий в режиме «блок трейдинг», предназначенного только для реализации крупных пакетов ценных бумаг:

- заявки принимаются Торговой системой при их выставлении в размере не менее 1 % от общего количества выпущенных ценных бумаг (объем выпусков ценных бумаг на дату подачи заявки) в национальной или в иностранной валюте;
- в случае выставления заявок на продажу или покупку менее 1 % от общего количества выпущенных ценных бумаг (объем выпусков ценных бумаг на дату подачи заявки) в национальной или в иностранной валюте, Торговая система ЕПТК не включает указанную заявку в Список заявок данной секции и не принимает ее к исполнению;



- проведение режима переговоров и соглашений между продавцами и покупателями, а также трейдерами Членов Биржи, представляющих интересы покупателя и продавца, до заключения сделки;
- подача только встречных адресных заявок трейдерами Членов Биржи (продавцом и покупателем) в ходе торговых сессий;
- определение продавцом цены выставления в зависимости от рыночной ситуации и независимо от котировальной цены Биржи и величины спреда;
- обеспечение Членом Биржи продавцом блокировки ценных бумаг и непосредственное выставление на торги пакета ценных бумаг со своего депозитарного модуля (баланса);
- обеспечение покрытия сделки со стороны покупателя путем перевода необходимых денежных средств на расчетный счет Члена Биржи в Национальном Банке ВЭД;
- исполнение сделки в соответствии с кодом расчета T+2;
- не включение цены совершенной сделки в биржевой котировальный лист для расчета котировальной цены ценной бумаги по алгоритму в модуле расчета котировальных цен Торговой системы.

Технологии прямого доступа клиентов на биржевые торги

Корейской фондовой биржей была предложена и реализована современная технология прямого доступа клиентов DMA (англ. Direct Market Access) и использования системы Интернет-трейдинга на основе веб- и мобильного приложения официального сайта «fondbozori.uz» в брокерской системе ЕПТК в двух вариантах:

- приложение HTS (home trading system) – путем самостоятельного ввода клиентом заявок с его терминала;
- приложение MTS (mobile trading system) – путем самостоятельного ввода клиентом заявок с использованием средств мобильной связи.

Программный комплекс ЕПТК при использовании вышеуказанных приложений позволяет клиенту инвестиционного посредника – Члена биржи:

- проверять баланс ценных бумаг, которыми он владеет и которые находятся на депозитарном обслуживании у инвестиционного посредника;
- проверять баланс денежных средств, предназначенных для покупки ценных бумаг и оплаты услуг по операциям с ценными бумагами;
- осуществлять сделки по купле-продаже ценных бумаг самостоятельно без участия инвестиционного посредника.

Для предоставления возможности торговли ценными бумагами в системе прямого доступа клиент заключает с инвестиционным посредником договор на брокерское и депозитарное обслуживание сроком на один календарный год.

На основании соответствующего обращения клиента инвестиционный посредник регистрирует клиента в системе прямого доступа (приложение HTS и приложение MTS).

Инвестиционный посредник при регистрации клиента передает ему свой логин/пароль с помощью которого клиент осуществляет первый вход в Торговую систему ЕПТК, далее система ЕПТК потребует от клиента смены пароля с вводом своего пароля, который недоступен всем участникам торгов, в том числе и инвестиционному посреднику.

Клиент после получения пароля от инвестиционного посредника и ввода своего конфиденциального пароля может выставять заявки на продажу и покупку в пределах своего баланса ценных бумаг и наличия депонированных денежных средств на расчетном счете инвестиционного посредника в Национальном банке ВЭД.

Заявки выставляются клиентом в системе прямого доступа ЕПТК и отражаются в списке заявок в основной секции следующих модулей ЕПТК:

- «Main Board» в модуле рынка акций «Stock Market» – № 1;
- «Main Board» в модуле рынка облигаций «Bond Market» – № 5;
- «Main Board» в модуле рынка ценных бумаг «FTC Market» – № 8.

Зачисление денежных средств, предварительно депонированных клиентом на счете инвестиционного посредника, а также перечисление поступивших от продажи своих ценных бумаг в ходе торговых операций на счет клиента осуществляет инвестиционный посредник.

Количество ценных бумаг, принадлежащих клиенту в результате его торговых операций, отражается на балансе клиента на его депозитарном счете у инвестиционного посредника:

- при продаже – они списываются с его счета клиринговой системой ЕПТК после оплаты сделки в соответствии с кодом расчетов T+2;
- при покупке – они зачисляются на его счет в депозитарном модуле инвестиционного посредника клиринговой системой ЕПТК после списывания денежных средств (оплаты сделки) в соответствии с кодом расчетов T+2.

Таким образом, брокер при внедрении системы прямого доступа на торги может исполнять два вида клиентских сделок:



- сделки по поручению клиентов, исполняемые трейдером инвестиционного посредника на биржевом (РФБ «Тошкент»^{*}) и внебиржевом организованном рынке («Elsis – Savdo»);
- сделки, исполняемые самим клиентом, используя при этом системы прямого доступа, предоставленные брокером клиенту с получением пароля для входа в торговую систему РФБ «Тошкент» и «Elsis – Savdo».

Существующая технология приема заявок до внедрения технологии прямого доступа на торги имела свои ограничения при обработке заявок от клиентов. Так трейдер тратил в среднем одну минуту на ввод заявки от клиентов в торговую систему в период торговой сессии. При двухчасовом режиме трейдер мог обработать максимум 120 заявок. При поступлении большего количества заявок он просто физически не успевал обрабатывать заявки и вводить их в торговую систему.

Технология прямого доступа обеспечивает резкий качественный рывок в увеличении количества сделок путем привлечения в первую очередь физических лиц (населения) Республики Узбекистан, а инвестиционный посредник выполняет функцию (существующих в международной практике) электронных торговых сетей (ЭТС).

Реализация предложенной Корейской фондовой биржей современной технологии прямого доступа клиентов на биржевые и внебиржевые торги в рамках ЕПТК позволяет увеличить поток принимаемых заявок от клиентов и повысить ликвидность рынка ценных бумаг.

Особенности проведения клиринговых операций в системе ЕПТК

До внедрения системы ЕПТК Торговая система Биржи использовала для проведения клиринга метод расчетов «сделка по сделке», то есть по итогам каждой сделки в расчетно-клиринговой палате (РКП) Биржи осуществлялся расчет взаимных обязательств сторон сделки.

Недостатки в ранее существующей системе при осуществлении технологии клиринга на биржевом рынке сводились к тому, что:

- депонирование денежных средств клиентов брокерских фирм осуществлялось на специальном расчетном счете РФБ «Тошкент», открытом в банке «Ипак Йули», но не на непосредственно расчетном счете брокерской фирмы;
- в ходе торгов клиент и брокер не имели возможности получить денежные средства в режиме «on-line», так как эта система клиринга «сделка по

^{*} Электронная система внебиржевых торгов ЭСБТ «Elsis – Savdo» была создана в Узбекистане 1 июня 1998 г. для торговли мелкими пакетами ценных бумаг, как альтернатива крупной биржевой торговле с допуском к торгам ценных бумаг без прохождения процедуры листинга, возможностью выставления заявок непосредственно покупателем и продавцом (без посредников), проведения расчетов за наличные деньги.

сделке», не позволяла получать своевременно денежные средства от клиентов;

- из-за невозможности получить денежные средства в ходе торгов брокер не мог своевременно исполнить приказ клиента на покупку;
- при существовавшей системе клиринга брокер не мог совершать многосторонние сделки с ценной бумагой в ходе торгов по принципу «продал – купил» по приказу клиентов, а также совершать дилерские операции в полном объеме, исполняя функции маркет-мейкера продажи купленных ценных бумаг и соответственно покупки в ходе торговой сессии.

С внедрением ЕПТК появилась возможность создания полного функционального цикла, и вследствие этого совершения многократных сделок в течение торговой сессии, и по мере накопления денежных средств в специально созданном гарантийном фонде за счет отчислений части комиссионных брокера – гарантированное исполнение сделок.

Клиринг по сделкам, совершённым в Торговой системе ЕПТК, осуществляется методом многостороннего клиринга - «неттинга», то есть, клиринг производится по итогам торгового дня (сессии) с учетом зачёта взаимных обязательств по ценным бумагам и денежным средствам по всем совершенным сделкам. Клиринг по методу неттинга производится по итогам торгового (операционного) дня отдельно для каждого Члена Биржи в результате совершения многократных операций с ценными бумагами в течение торговой сессии:

- в разрезе ценных бумаг конкретного эмитента с учетом дебетовых и кредитовых оборотов (дебет – поступление ценных бумаг, кредит – продажа ценных бумаг);
- в разрезе денежных средств – с учетом дебетовых и кредитовых оборотов (дебет – поступление денежных средств, кредит – отток денежных средств).

По результатам неттинга для каждого Члена Биржи определяется чистое сальдо – по денежным средствам и ценным бумагам в результате взаимозачета всех обязательств Члена Биржи по совершенным сделкам.

Денежные средства для расчетов по сделкам в РКП Биржи включают:

- сумму совершенной сделки (произведение цены сделки и количества реализуемых ценных бумаг);
- комиссионные сборы Биржи по операциям с ценными бумагами в соответствии с ее тарифами;
- комиссионные сборы Центрального депозитария в соответствии с его тарифами;
- сбор в Государственный бюджет Республики Узбекистан в размере 0,01 % от суммы сделки, взимаемый с продавца (за исключением эмитента).



Для перевода денежных средств для обеспечения расчетов по сделке каждый Член Биржи обязан иметь два счета в национальной и иностранной валюте в Национальном банке ВЭД:

- личный - для обеспечения перевода клиринговой системой ЕПТК, причитающихся ему комиссионных по сделке;
- клиентский – для обеспечения получения денежных средств от клиента на покрытие сделки и последующего перевода их на расчетный счет Биржи по результатам клиринговых операций.

Особенность оплаты сделки по методу неттинга заключается в том, что денежные средства переводятся брокером-Членом Биржи на расчетный счет Биржи для обеспечения клиринговых операций только в день «Т+2» в сумме, по итогам неттинга по условиям сделок, состоявшихся в день «Т». Члену Биржи правилами клиринговых операций запрещается переводить денежные средства заранее в день «Т» и «Т+1».

В случае перевода денежных средств в день «Т» и «Т+1» РКП Биржи производит возврат данной суммы Члену Биржи с требованием ее повторного перечисления в день расчетов «Т+2».

Если Член Биржи совершает сделку своими двумя трейдерами (двухсторонняя сделка), где один трейдер является продавцом, а другой покупателем, тогда он для осуществления расчетов по сделке перечисляет в день «Т+2» только комиссионные расходы организаторов торгов по сделке.

В день «Т+2» РКП Биржи после выполнения всех клиринговых операций в соответствии с принципом «поставка против платежа» передает подтверждение в Центральный Депозитарий о поступлении денежных средств, а также о перечислении денежных средств Члену Биржи продавца в дальнейшем по переводу ценных бумаг со счета продавца на счет покупателя.

После произведения всех расчетов и закрытия операционного дня на расчетном счете РКП Биржи должен иметь место нулевой баланс.

Член Биржи, в связи с неплатежеспособностью клиента, может не внести в день расчетов «Т+2» сумму для расчетов по сделке. В этом случае для расчетов по сделке используются средства гарантийного фонда.

Зачисление и снятие средств со счета гарантийного фонда осуществляет оператор РКП Биржи с помощью клиринговой системы ЕПТК.

В случае использования средств гарантийного фонда производятся следующие операции:

а) используются средства гарантийного фонда, принадлежащие соответствующему Члену Биржи;

б) в случае, если денежных средств на счете гарантийного фонда данного Члена Биржи недостаточно для осуществления расчетов, в равных пропорциях используются денежные средства гарантийного фонда других Членов Биржи.

Торговая и клиринговая система ЕПТК допускает возможность отмены и аннулирования сделки только в день «Т+0» и «Т+1». В день «Т+2» сделку невозможно отменить и аннулировать.

При отмене и аннулировании сделки обе стороны сделки обязаны уведомить РКП Биржи и заключить мировое соглашение и передать один экземпляр в РКП Биржи для контроля. При этом виновная сторона по сделке должна оплатить комиссионные сборы Биржи за обе стороны.

По сделкам для физических лиц, без проведения клиринговых расчетов и взаиморасчетов сторон напрямую, Член Биржи в течении 4 дней «Т+4» уведомляет РКП Биржи о взаиморасчете между клиентами. Комиссионные сборы Биржи перечисляются Членами Биржи в день «Т+4». Все расчеты по сделке завершаются в день «Т+5» (на пятый день включительно).

Таким образом, новая клиринговая система ЕПТК, во-первых, позволяет брокерам Членам биржи полностью обеспечить требования Закона Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг», где в ст. 21 определено, что «Брокер обязан вести учет денежных средств каждого клиента, осуществлять сделки и операции с ценными бумагами исключительно по поручению клиента и в соответствии с заключенным с ним договором, отчитываться перед ним о совершенных сделках и операциях».

Во-вторых, позволяет обеспечить переход на режим расчетов в соответствии с международными стандартами по схеме Т+2, с возможностью совершения многосторонних сделок в течение торговой сессии.

В-третьих, с созданием гарантийного фонда появляется возможность гарантированного исполнения сделок и недопущения по ним дефолта.

Порядок котирования ценных бумаг в торговой системе ЕПТК

Новая торговая система ЕПТК предполагает и новый порядок котирования ценных бумаг, приближенный к международным стандартам. Существующая система котирования ценных бумаг до внедрения ЕПТК производила котирование в следующем режиме:

- торговой системой Биржи определялись две котировальные цены – цены открытия и цены закрытия;
- цена закрытия определялась по итогам торгового дня по всем сделкам с конкретной ценной бумагой с учетом лучших неудовлетворенных заявок на покупку и продажу на момент закрытия торговой сессии;
- цена открытия на конкретный торговый день соответствовала цене закрытия предыдущего торгового дня, то есть осуществлялся простой перенос цены закрытия на утро следующего торгового дня;
- период котирования, в течение которого действовали котировальные цены до 29 августа 2016 г. (до внедрения ЕПТК), составлял 90 календарных дней;



- величина спреда колебалась в пределах 10 – 20 % (+/- от котировальной цены).

Предложенный Корейской фондовой биржей ЕПТК осуществляет котирование ценных бумаг с определением Торговой системой в автоматическом режиме следующих котировальных цен:

- цена открытия (opening price);
- базовая цена (reference price);
- цена закрытия (closing price);
- равновесная цена (equilibrium price).

Биржевые котировальные цены в процессе размещения и обращения ценных бумаг на Бирже определяются Торговой системой ЕПТК только по сделкам, заключенным в основных секциях «Main Board» в модуле рынка акций «Stock Market» и в модуле рынка облигаций «Bond Market». При этом неудовлетворенные лучшие заявки в процессе торгов на покупку и продажу для определения котировальных цен не участвуют.

В соответствии с предложенной Корейской фондовой биржей технологией и алгоритмом котирования при определении биржевых котировальных цен ценных бумаг применяется сочетание технологии «залпового аукциона» и «непрерывного двойного аукциона», т.е. котирование ценных бумаг проходит в несколько этапов, а именно:

- период открытия торговой сессии (период приема заявок до основной сессии) с целью определения равновесной цены и цены открытия торговой сессии;
- период заключения сделок в основное время (основная сессия) на основе цены открытия с учетом установленного спреда Правилами торгов (для всех ценных бумаг он установлен единый в размере +/-20%);
- период закрытия торговой сессии (период сбора заявок после окончания торговой сессии) с целью определения равновесной цены и цены закрытия торговой сессии.

Период открытия начинается в соответствии с графиком торгов до начала торговой сессии, где в этот период трейдеры Членов Биржи могут подавать заявки на покупку и продажу. Торговая система ЕПТК формирует список заявок и по окончании периода приема заявок по технологии «залпового аукциона» определяет равновесную цену по определенному математическому алгоритму, исходя из принципа максимизации биржевого оборота.

Таким образом, равновесная цена - это единая цена ценной бумаги при которой происходит максимизация биржевого оборота, т.е. максимальное количество ценных бумаг при исполнении сделок.

По равновесной цене происходит исполнение первой сделки и последующих сделок по правилу:

- все заявки на покупку выше равновесной цены удовлетворяются, в первую очередь, исходя из степени ранжирования (первое место занимает заявка с наивысшей ценой и т.д.);
- все заявки на продажу ниже равновесной цены удовлетворяются, в первую очередь, исходя из степени ранжирования (первое место занимает заявка с наиболее низкой ценой и т.д.).

Цена первой сделки в ходе исполнения «залпового аукциона» (равновесная цена) будет являться ценой открытия торговой сессии, которая проводится по технологии непрерывного двойного аукциона.

По цене открытия с учетом установленного спреда Торговой системой ЕПТК принимаются заявки на покупку и продажу от трейдеров Членов Биржи в течение основной торговой сессии и совершаются сделки по технологии «непрерывного двойного аукциона».

По окончании сессии в Торговой системе ЕПТК может происходить сбор заявок на покупку и продажу для определения цены закрытия по технологии «залпового аукциона», где определяется равновесная цена, при которой происходит максимизация биржевого оборота, т.е. максимальное количество ценных бумаг при исполнении сделок.

Цена последней сделки в ходе исполнения «залпового аукциона» по окончании сессии (равновесная цена) будет являться ценой закрытия торговой сессии, которая будет являться ориентиром для приема заявок на покупку и продажу на следующий торговый день для определения цены открытия.

В случае если по окончании торговой сессии в период закрытия заявок на покупку и продажу не поступало, или поступали заявки только одной направленности (или покупка или продажа), «залповый аукцион» не проводится, и цена закрытия определяется по цене последней сделки.

Если в период открытия торговой сессии заявок на покупку и продажу не поступало, или поступали заявки только одной направленности (или покупка, или продажа), то в качестве цены открытия применяется цена закрытия предыдущего дня.

Базовой ценой при котировании ценных бумаг в Торговой системе ЕПТК является цена, по которой принимаются заявки на покупку и продажу для совершения сделок в течение основной сессии с учетом установленного спреда в диапазоне «плюс» и «минус» в течение периода котирования ценных бумаг.

Период котирования ценных бумаг установлен Торговой системой ЕПТК с 29 августа 2016 г. в размере 30 календарных дней, а с 1 июля 2017 г. он установлен в размере 5 календарных дней.

В соответствии с Правилами торгов в качестве базовой цены на торговую сессию принимается цена открытия или цена закрытия в случаях, установленных Правилами торгов.



Если цена закрытия не определялась в течение периода котирования, то базовая цена не меняется, но спрэд по заявкам перестает действовать и диапазон цен в Торговой системе ЕПТК отменяется. Это означает, что трейдеры могут подавать заявки с любой ценой в диапазоне от 0,01 до 999 999 999.

Рассчитанная по математическому алгоритму, установленному в Торговой системе ЕПТК, цена закрытия и открытия ценных бумаг (биржевая котировальная цена), включенных в биржевой котировальный лист, является биржевой ценой на определенную дату и определенное время.

В соответствии с Законом Республики Узбекистан «О биржах и биржевой деятельности» биржевая цена ценных бумаг, полученная по итогам биржевых торгов за торговый день, является рыночной ценой данных ценных бумаг на дату биржевых торгов.

В случае отсутствия сделок с ценными бумагами за последние 30 календарных дней (5 календарных дней с 1 июля 2017 г.) цены закрытия и цены открытия торгового дня Торговой системой ЕПТК не рассчитываются, и биржевая цена не определяется. В случае отсутствия биржевых цен на ценные бумаги, включённые в биржевой котировальный лист, рыночная цена Торговой системой не определяется.

Биржевая котировальная цена используется Членами Биржи при подаче заявок в Торговой системе ЕПТК на покупку или продажу и в последующем для заключения сделок с ценными бумагами с учетом ограничений (величина спрэда), установленных Правилами торгов и законодательством.

Особенности первичного размещения ценных бумаг в брокерской и торговой системе ЕПТК

В системе ЕПТК Корейской фондовой биржей предложена специальная технология первичного размещения на организованных рынках, которая значительно отличается от существующей технологии в Торговой системе Биржи.

При ранее существующей технологии эмитент размещал дополнительную эмиссию ценных бумаг при помощи инвестиционного посредника на фондовой бирже путем выставления заявки на продажу в секции размещения и обращения акций листинговых компаний. Размещение эмиссии акций по существующей технологии производилось без проведения рекламной и подписной кампании, а также без привлечения андеррайтера выпуска. При этом цена размещения устанавливалась общим собранием акционеров или наблюдательным советом общества.

Недостатком существующей технологии размещения является:

- длительный период размещения (в соответствии с Законом Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» до одного календарного года);
- формирование цены размещения до момента начала размещения на фондовой бирже без учета спроса и предложения;

- отсутствие подписной кампании (сбор заявок на подписку с указанными инвесторами, желательными ценами спроса и количеством ценных бумаг), что часто приводило к не размещению части ценных бумаг по установленной цене размещения;
- параллельное нахождение в Торговой системе Биржи двух видов цен на одну и ту же ценную бумагу (цена размещения и котировальная биржевая цена на вторичном рынке), которые могут значительно различаться;
- отсутствие гарантии со стороны инвестиционного посредника по выкупу неразмещенной части выпуска.

Технология первичного размещения, предлагаемая Корейской фондовой биржей, заключается в следующем:

- размещение эмиссии производится на условиях договора с эмитентом и андеррайтером выпуска;
- андеррайтером выпуска может быть коммерческий банк, страховщик или инвестиционный посредник;
- размещение осуществляется андеррайтером непосредственно в ходе подписной кампании с обязательным проведением рекламной кампании в стиле «роуд-шоу»;
- сбор заявок на подписку осуществляется непосредственно в брокерской системе ЕПТК на рабочем терминале брокера, представляющего андеррайтера на фондовой бирже;
- период подписки может быть ограничен и может составлять менее одного года (Корейской фондовой биржей в качестве примера предлагается 10 календарных дней, как при размещении в Корее);
- определение цены размещения определяется в зависимости от вида аукционов, реализованных в брокерской системе ЕПТК;
- исполнение заявок осуществляется в автоматическом режиме на следующий торговый день после окончания подписки путем перевода депонированных денежных средств на счет брокера андеррайтера, а ценных бумаг - на счет инвестора у обслуживающего его брокера;
- оформление и регистрация сделок осуществляется в специальном модуле торговой системы биржи.

Виды аукционов, предлагаемые Корейской фондовой биржей для первичного размещения акций в брокерской системе ЕПТК, следующие:

- **аукцион единой или базовой цены** (англ. single price auction) – все приказы на покупку исполняются или по одинаковой цене или по заранее установленной цене, такие как цены размещения или оценочные цены на основании отчета оценочной организации;



- **обычный или традиционный аукцион** (англ. conventional auction), по которому ценой исполнения является точная цена, по которой каждый покупатель предлагает купить в пределах рыночных ценовых диапазонов (спрэда), а исполнение осуществляется по мере ранжирования цен заявок с приоритетом наивысшей цены предложения в заявке;
- **голландский аукцион** (англ. Dutch auction), по которому ценой исполнения является самая низкая цена в заявке на покупку, при условии полного покрытия заявок - приказов на покупку заявленного количества ценных бумаг на продажу. При этом виде аукциона исполнение приказов на покупку происходит путем накопления приказов на покупку методом ранжирования заявок по ценам:
 - начиная с самой высокой (она занимает первое место в списке заявок по исполнению) и так далее путем ступенчатого понижения цен (второе место, третье место и т.д.);
 - и самой низкой ценой (последнее место в списке заявок по исполнению), при которой покрывается остаток заявленного количества ценных бумаг на продажу, таким образом, что исполненное количество ценных бумаг на покупку должно быть равно заявленному количеству ценных бумаг на продажу.

Все заявки на покупку подлежат исполнению по самой низкой цене, указанной в соответствующей заявке на покупку (в зависимости от занимаемого места в списке заявок на исполнение), по указанному выше алгоритму.

Аукцион средневзвешенной цены – VWAP (англ. Volume Weighted Average Price – взвешенная по объёму средняя цена) - подразумевает равномерное исполнение общего объёма поручения за заданное число итераций в течение определенного промежутка времени, посредством выставления рыночных заявок по ценам лучшего спроса или предложения, скорректированных на заданную величину процентного отклонения, но не превышающих средневзвешенную рыночную цену инструмента, рассчитанную с момента запуска аукциона.

Выбор вида аукционов осуществляется брокером и андеррайтером, в соответствии с приказом на выставление заявок на подписку.

Необходимо отметить, что Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан «Об организации проведения публичного предложения акций на фондовой бирже» от 10.08.2017 г. № 268 утверждено «Положение о порядке проведения первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичных предложений акций на фондовой бирже». Действие вышеуказанного Положения распространяется на осуществляемые путем SPO случаи публичного предложения принадлежащих государству акций, а также осуществляемые путем IPO случаи открытой подписки на дополнительные акции, проводимые акционерными обществами с долей государства, при которых государственная доля уменьшается. При этом, акционерные общества без государственной доли в уставном капитале и акционеры (кроме государства) могут применять указанное Положение при публичном предложении их акций путем IPO или SPO.

В соответствии с Положением первичное размещение акций осуществляется в ходе подписной кампании, проводимой с участием организатора публичного предложения акций (организатор). В качестве организатора могут выступать инвестиционный посредник или коммерческий банк, либо страховщик, осуществляющий андеррайтинговую деятельность и оказывающий услуги по организации и проведению публичного предложения акций. Подписная кампания включает в себя комплекс мероприятий, направленных на обеспечение сбора заявок на покупку акций путем организации встреч с инвесторами, на которых раскрывается информация об акционерном обществе, основных показателях его деятельности, условиях публичного предложения акций и сбора заявок инвесторов. При проведении подписной кампании организатором создаются условия для приема заявок на покупку акций, для чего эмитент и организатор (андеррайтер) заключает с Членом Биржи трехсторонний договор на оказание услуг при проведении IPO или SPO.

Заявки от инвесторов принимаются в брокерской системе ЕПТК на основе веб и мобильного приложения официального сайта «fondbozori.uz» трейдерами Членов Биржи в следующих вариантах:

- при осуществлении двухсторонних сделок – трейдерами Члена Биржи организатора (андеррайтера), принимающих заявки от клиентов;
- при осуществлении односторонних сделок – трейдерами Членов Биржи, не являющихся организаторами (андеррайтерами) выпуска, принимающих заявки от клиентов.

Для приобретения акций инвестором осуществляется оплата во время подачи заявки на покупку акций на отдельный счет инвестиционного посредника, привлекаемого организатором для ведения учета предварительно депонированных денежных средств инвесторов. Инвестор имеет право изменить ранее поданную им заявку в части увеличения или уменьшения количества акций и стоимости акции, либо отменить ранее поданную заявку с возвратом внесенных денежных средств не позднее одного дня до даты реализации акций на фондовой бирже. При этом, законодательством может быть предусмотрено ограничение в количестве акций для приобретения одним инвестором в рамках проводимых IPO и SPO.

Реализация акций путем IPO и SPO осуществляется по ценам, предложенным инвестором, с учетом приоритета наивысшей цены предложения в соответствии с Правилами торгов ценными бумагами на РФБ «Тошкент».

Вышеупомянутым Положением установлено также, что в случае неудовлетворения заявок денежные средства инвесторов должны быть возвращены им в течение 15 дней со дня регистрации сделок в установленном законодательством порядке.

Неразмещенная часть акций, реализуемых путем IPO и SPO, приобретается организатором, как правило, по котировальной цене, определяемой фондовой биржей, если иное не предусмотрено в договоре между организатором и инициатором IPO или SPO.



Таим образом, «Положение о порядке проведения первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичных предложений акций на фондовой бирже» в целом соответствует механизму организации торгов по предложенной технологии IPO и SPO Корейской фондовой биржей.

Заключение

Введенный в действие 29 августа 2016 г. в соответствии с Постановлением Президента Республики Узбекистан от 19.03.2012 г. № ПП-1727 «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка» Единый программно-технический комплекс (ЕПТК) позволил осуществить глубокую модернизацию фондового рынка Республики Узбекистан.

Главной составляющей частью системы ЕПТК явилось внедрение современных технологий совершения сделок на фондовом рынке, предусматривающих:

- создание современной системы электронной торговли в ЕПТК, включающий депозитарный, брокерский, торговый, клиринговый модули, а также расчетный модуль на базе Национального банка ВЭД;
- внедрение системы интернет-трейдинга и переход к чисто электронной торговле путем использования веб и мобильного приложения официального сайта «fondbozori.uz»;
- выставление заявок на покупку и продажу брокерами в системе интернет-трейдинга со своих терминалов, расположенных в офисах брокерских фирм, упраздняющих необходимость использования центрального торгового зала РФБ «Тошкент»;
- возможность совершения сделок самими клиентами при использовании системы прямого доступа с помощью Интернет-трейдинга на основе веб и мобильного приложения официального сайта «fondbozori.uz» в брокерском модуле ЕПТК;
- создание системы исполнения сделок с переходом на международные стандарты расчетов с кодом «Т+2»;
- переход на современные системы клиринга и расчетов, в первую очередь, на систему неттинга, позволяющего проведение многосторонних сделок в течение торговой сессии;
- современную процедуру совершения сделок РЕПО в торговой системе с гарантированным исполнением закрытия сделки РЕПО с обеспечением обратного выкупа ценных бумаг;
- внедрение современных методов котирования ценных бумаг на основе применения технологии «залповых аукционов» и «непрерывных двойных аукционов».

Таким образом, система ЕПТК обеспечила качественный переход организованного фондового рынка Республики Узбекистан к новым технологиям по международным стандартам, оптимально объединив и увязав при этом функционирование торговой, депозитарной, брокерской, клиринговой и

расчетной систем фондовой биржи и организатора внебиржевых торгов, позволила проводить электронную торговлю ценными бумагами с применением безбумажной технологии.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Бутиков И.Л., Джуряев В.Д. Внедрение новых биржевых технологий на фондовом рынке Узбекистана // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 4 – 26

Igor L. Boutickov

*professor, chief of the Research center of the State committee
of the Republic of Uzbekistan for privatization,
demonopolization and development of competition*

Tashkent, Uzbekistan

Valery D. Djuraev

*senior researcher at the Centre
«Toshkent» Republican Stock Exchange*

Tashkent, Uzbekistan

**Introduction of new stock exchange technologies
on the Uzbekistan stock market**

Abstract. The Russian Export Center (REEC) has provided an updated ranking for Russia's export destinations, according to which Uzbekistan became the most promising country for non-primary exports from Russia and displaced Poland from the first place. Last year, the volume of non-primary exports from Russia to Uzbekistan totaled \$ 1.6 billion. According to the conclusions of the REC, there are three causes which withdrew Uzbekistan at the first place. They are the participation in trade unions with Russia, the free trade regime and complementarity of trade, the GDP growth rates as well.

Uzbekistan is a country that managed to create one of the most stable economies in the region of Central Asia and the CIS. The stock market is one that has not yet been integrated into foreign markets, but could become a new direction for cooperation between entrepreneurs of both countries. Only for the first half of 2017 the volume of share issues in Uzbekistan amounted to more than 42.2 trillion sums, and the total turnover of the shares and corporate bonds - 11.7 trillion sums (by the rate of the dollar to the Uzbek sum, established by the Central Bank of the Republic in mid-September 2017, is 8 100 sums per US dollar, which almost coincides with the unofficial market rate).

The purpose of this article is to familiarize Russian securities market specialists with the principles of functioning of the Single Software and Technical Complex developed and implemented with the help of the Korean Stock Exchange at the Republican Stock Exchange "Tashkent" in Uzbekistan.

Keywords: stock exchange, securities, exchange trades, clearing, trading system, auction, settlement code, quoting, depository system, unified software and hardware complex

Please cite this article in English as:

Boutickov I.L., Djuraev V.D. (2017), "Introduction of new stock exchange technologies on the Uzbekistan stock market", *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 4 – 26

**Ролдугин Валерий Иванович**

*д.э.н, профессор,
Председатель профессорского совета
Балтийской международной академии,
г. Рига, Латвия*

VRoldugin@hotmail.com

Чистая инвестиционная позиция и дефицит платежного баланса Латвии

Аннотация. В статье автор рассматривает чистую инвестиционную позицию и структуру платежного баланса по методике Международного валютного фонда 2008 г. и анализирует влияние, которое остальной мир оказывает на дефицит платежного баланса Латвии.

Основной акцент делается на анализ экспортно-импортных операций, внешнего долга и официальных резервов центрального банка. Последние 20 лет наблюдается рост торгового дефицита. В большой мере это объясняется быстрым ростом латвийского валового внутреннего продукта по сравнению со странами запада. Латвия давно стала страной-должником. Дефицит счета текущих операций искусственно повышает уровень жизни латвийских потребителей и способствует росту латвийского долга остальному миру. Торговый дефицит позволяет латвийским резидентам жить выше производственных возможностей, но преимущества в текущем потреблении приведут к сокращению потребления в будущем.

Для снижения дефицита платежного баланса могут использоваться бюджетные субсидии экспортерам, протекционистское повышение импортных пошлин, отмена налога с процентов, денежно-кредитная политика, особенно учетная политика и таргетирование денежной массы, установление целевых ориентиров ее ежегодного роста. Одним из важнейших могут служить кредитные ограничения, установление пределов роста денежной массы. Все это может снизить внешнеторговый дефицит путем сокращения спроса на импортные товары и расширения спроса на латвийские товары за рубежом.

Ключевые слова: инвестиции, официальные резервы, платежный баланс, чистая инвестиционная позиция.

Баланс международных инвестиций помогает определить сумму внешних активов и пассивов Латвии на конец определенного периода и структуру финансовых операций, их стоимостных изменений и корректировочных процедур, имевших место на протяжении рассматриваемых периодов. Разность валовых внешних активов и пассивов Латвии отражает величину ее чистой инвестиционной позиции.

Таблица 1

Баланс международных инвестиций Латвии с 2010 до 2014 гг. [6]
(в млн. евро)

№	Статьи баланса	2010	2011	2012	2013	2014
Активы		21 190,2	21 167,4	23 014,5	23 822,1	27 577,7
1	Прямые инвестиции Латвии	669,6	668,0	844,0	1 159,9	964,4
2	Портфельные инвестиции Латвии	2 439,3	2 902,7	3 721,0	4 129,1	7 832,7
3	Финансовые деривативы	66,9	113,3	128,4	79,7	110,0
4	Прочие инвестиции	12 225,0	12 540,1	12 637,0	12 670,2	16 012,2
5	Резервные активы	5 789,3	4 943,2	5 684,1	5 783,2	2 658,4
Пассивы		35 937,7	36 203,0	37 848,9	38 978,5	42 307,6
6	Прямые инвестиции в Латвию	8 183,8	9 359,8	10 257,9	11 569,6	11 998,1
7	Портфельные инвестиции в Латвию	1 230,8	1 354,6	3 282,1	3 370,6	5 567,1
8	Финансовые деривативы	69,5	109,5	123,1	196,3	93,6
9	Прочие инвестиции	26 453,6	25 379,2	24 185,8	23 842,0	24 648,7
	Чистая инвестиционная позиция	-14 747,5	-15 035,7	-14 834,4	-15 156,4	-14 729,9

Чистая инвестиционная позиция (сальдо баланса международных инвестиций) представляет собой соотношение между международными финансовыми ресурсами, которыми располагает Латвия, и ее задолженностью перед другими странами. В табл. 1 видно, что сальдо баланса международных инвестиций в 2014 г. составило отрицательную величину, т.е. общая сумма инвестиций в Латвию превысила активную часть инвестиций на 14 729,9 млн. евро [6].

Инвестиции в Латвийскую экономику подразумевают установление, как правило, долгосрочных отношений между инвестором и соответствующим предприятием, а также важную роль инвестора в управлении этим предприятием. В соответствии с методологией баланса международных инвестиций отношения прямого инвестирования возникают в том случае, когда инвестор владеет инструментами участия в капитале, которое обеспечивает ему 10% и более голосов в управлении предприятием прямого инвестирования [2].

Запасы прямых инвестиций определяются на основе их текущей рыночной балансовой стоимости, которая указывается в отчетности предприятий. К числу операций, отражаемых в форме прямых инвестиций, относится не только исходная операция по приобретению участия в капитале, но и все последующие операции между этим инвестором и данным предприятием. Прямые инвестиции учитываются в форме участия в капитале, реинвестирования и прочего капитала (см. табл. 1, стр. 1 и 6).



Как видим по стр. 6, в 2014 г. прямые инвестиции в Латвию росли из года в год и достигли 11 998,1 млн. евро, т.е. увеличились по сравнению с 2010 г. на 3 814,3 млн. евро (на 46,6%). В 2014 г. прямые инвестиции Латвии составили 964,4 млн. евро и отставали от пассивной части прямых инвестиций на 11 033,7 млн. евро [6].

Портфельные инвестиции (стр. 2 и 7) определяются как трансграничные операции и остатки, связанные с ценными бумагами, обеспечивающими участие в капитале или долговыми ценными бумагами, кроме тех, которые относятся к прямым инвестициям или резервным активам [2]. Суммы портфельных инвестиций отражаются в отчетности предприятий по текущим ценам, которые определяются на рынке на конец года. Наряду с участием в собственном капитале и инвестиционных фондах (Equity and investment fund shares) они включают обращающиеся долговые финансовые инструменты в форме облигаций и векселей (Debt instruments of General government). Целью портфельных инвестиций является не установление контроля за предприятием, а получение дохода от вложения средств.

Финансовые деривативы (financial derivatives) выделены в балансе международных инвестиций в отдельные подразделы. В состав финансовых деривативов относят финансовые инструменты, которые привязаны к другим конкретным инструментам, с помощью которых может осуществляться торговля финансовыми рисками независимо от основного финансового инструмента. В этот раздел включаются форвардные сделки, операции с опционами и другими деривативами (см. табл. 1, стр. 3 и 8).

В табл. 1, по стр. 9, указана сумма прочих инвестиций в латвийскую экономику за 2014 г. Они составили 24 648,7 млн. евро. Прочие инвестиции являются остаточной категорией, в которую собираются остатки и операции помимо тех, которые не относятся к прямым, портфельным, финансовым деривативам и резервным активам. Для этого служит широкий спектр финансовых операций, которые в балансе международных инвестиций Латвии занимают по своему объему наибольшую отрицательную сумму. Среди «прочих инвестиций» можно назвать следующие:

- валюта и депозиты (Currency and deposits) в т.ч. в Банке Латвии и МВФ (MFIs excl. central bank);
- кредиты и займы правительства (Loans of general government) и финансовых корпораций (Financial corporations excl. MFIs);
- торговые кредиты и авансы (Trade credits and advances) нефинансовым обществам и домохозяйствам (Non-financial corporations and households);
- прочие активы и обязательства (Other assets and liabilities).

На основе анализа чистой инвестиционной позиции можно оценить уровень чистого инвестиционного дохода страны на ее иностранные активы и пассивы, который нередко является важной статьей доходной части бюджета и счета текущих операций платежного баланса. Оценка инвестиционного дохода

базируется на изучении объема и структуры чистых иностранных инвестиций страны и преобладавшей за соответствующие годы средней процентной ставке по таким активам. С этой целью используется ставка Либор плюс премия в пределах в 1,5 – 2 процентных пунктов.

Если норма доходов на внешние активы больше, чем платежи по внешним операциям, чистый инвестиционный доход будет положительным. Вместе с тем чистая инвестиционная позиция может составлять отрицательную сумму, например, в результате того, что в первые годы дивиденды гораздо меньше суммы инвестиций в акционерный капитал предприятия.

Статьи платежного баланса отражают результаты внешнеторговых операций, которые проведены за истекший год между резидентами Латвии (включая государственные учреждения, предпринимателей и потребителей) и резидентами других стран [6]. В платежном балансе отражаются: товарный экспорт и импорт, расходы туристов, покупка и продажа транспортных и страховых услуг и т.п.

Упрощенный вариант платежного баланса Латвии за пять лет показан в табл. 2. Проанализируем ее и посмотрим, что она говорит нам о состоянии международной торговли и финансах Латвии.

Стр. 1 и 2 табл. 2 показывают, что в 2014 г. товарный экспорт, равный 10 114,8 млн. евро, не «заработал». Латвии достаточно иностранной валюты для финансирования товарного импорта, составившего – 12 551,6 млн. евро. Латвийский экспорт имеет знак «плюс», а импорт - помечен знаком «минус». Как видим по стр. 3, в 2014 г. торговый дефицит Латвии составил – 2 436,7 млн. евро и увеличился по сравнению с 2010 г. на 948,3 млн. евро (на 11,6%).

Стр. 4 той же таблицы отражает данные баланса товаров и услуг. Латвия не только экспортирует товары, но и предоставляет транспортные, страховые, туристические и брокерские услуги резидентам иностранных государств. В 2014 г. объем оказанных услуг достиг 3 845,2 млн. евро. Латвийцы покупают аналогичные услуги у иностранцев, объем которых составил в 2014 г. – 2 096,9 млн. евро (см. стр. 5, табл. 2).

Баланс товаров и услуг (стр. 3 и 6 в табл.2) раскрывает разницу между экспортом товаров и услуг (стр. 1 и 4) и импортом товаров и услуг (стр. 2 и 5). В 2014 г. экспорт товаров и услуг составил отрицательную величину, т.е. отстал от импорта товаров и услуг на 688,4 млн. евро [6].

Сам по себе торговый дефицит позволяет жить в сфере выше прямой производственных возможностей, т. е. он повышает внутренний жизненный уровень латвийских резидентов. Но в этом заключается и недостаток такой ситуации: преимущества в текущем потреблении происходят за счет сокращения потребления в будущем. Латвия давно стала страной-должником.



Таблица 2

**Показатели платежного баланса Латвии с 2010 до 2014 гг. [6]
(в млн. евро)**

№	Показатель	2010	2011	2012	2013	2014
1.	Товарный экспорт Латвии	6 657,0	8 300,4	9 645,4	9 809,9	10 114,8
2.	Товарный импорт Латвии	– 8 145,4	–1 042,7	– 12 207,8	– 12 350,6	– 12 551,6
3.	Сальдо баланса внешней торговли	– 1 488,4	– 2 442,3	– 2 562,4	– 2 540,7	– 2 436,7
4.	Экспорт услуг из Латвии	3 050,1	3 471,0	3 767,5	3 900,5	3 845,2
5.	Импорт услуг из Латвии	– 1 749,1	– 1 990,6	– 2 145,1	– 2 127,3	– 2 096,9
6.	Сальдо баланса услуг	1 301,0	1 480,4	1 622,4	1 773,2	1 748,3
	Сальдо баланса товаров и услуг (3+6)	– 187,4	– 961,9	– 940,0	– 767,5	– 688,4
7.	Сальдо первичных доходов	188,5	– 2,5	– 129,1	– 74,2	– 192,4
8.	Кредит	935,8	1 100,5	1 241,7	1 224,2	1 076,6
9.	Дебет	– 747,4	– 1 103,0	– 1 370,9	– 1 298,4	– 1 269,0
10.	Сальдо вторичных доходов	419,7	392,1	350,1	299,0	131,7
11.	Кредит	961,1	1 028,3	1 051,8	1 083,9	1 003,1
12.	Дебет	– 541,4	– 636,3	– 701,6	– 784,8	– 871,3
13.	Сальдо счета текущих операций	420,8	– 572,4	– 719,0	– 542,7	– 749,1
14.	Кредит (приток капиталов в Латвию)	363,5	437,5	660,4	578,3	723,2
15.	Дебет (отток капиталов из Латвии)	– 11,3	– 8,8	– 7,8	– 5,3	– 4,7
16.	Баланс счета движения капиталов	352,2	428,7	652,6	573,0	718,5
17.	Финансовый счет	– 1 099,9	81,4	– 151,9	– 223,3	– 958,4
18.	Прямые инвестиции	272,1	1 001,2	713,5	370,3	252,6
19.	Портфельные инвестиции	– 308,5	– 456,6	990,3	– 193,7	89,0
20.	Финансовые деривативы	– 202,8	86,9	55,0	215,8	– 214,7
21.	Прочие инвестиции	– 136,0	– 1 453,5	– 1 119,3	– 223,1	– 1 201,6
22.	Официальные резервы	– 724,7	903,4	– 791,4	– 392,7	116,4
23.	Баланс счетов текущих операций и движения капиталов (13+16)	773,0	– 143,7	– 66,4	30,3	– 30,6
24.	Чистые ошибки и пропуски (17+23)	326,8	62,3	218,3	193,0	989,0

Таблица 3

**Аналитические данные внешнего долга Латвии
с 2006 до 2014 гг. [5] (в млн. евро)**

№	Показатель	2006	2008	2010	2012	2014
1	Текущий счет (в % от ВВП)	– 20,9	– 12,4	2,0	– 3,6	– 2,0
2	Прямые инвестиции в Латвию (в % от ВВП)	33,4	33,4	45,7	46,9	52,1
3	Внешние активы	11 073	16 633	20 207	21 545	26 014
4	Чистый внешний долг	7 055	13 130	9 913	8 709	7 781
5	Чистый внешний долг (в % от ВВП)	41,3	54,0	55,3	39,8	32,9
6	Общий внешний долг, в т.ч.:	18 128	29 763	30 119	30 254	33 794
	6.1 Внешний долг правительства	908	1 957	6 118	7 251	8 079
	6.2 Внешний долг Банка Латвии	33	550	34	36	1 066
	6.3 Долг МВФ (кроме Банка Латвии)	12 457	18 548	15 556	13 975	15 195
	6.4 Внешний долг финансового сектора (кроме МВФ)	703	2 389	1 518	1 503	1 453
	6.5 Внешний долг нефинансовых учреждений	2 546	3 590	4 291	4 494	4 430
7	Общий внешний долг (в % от ВВП)	106,2	122,4	168,1	138,2	143,0

Как видим из данных табл. 3, благодаря росту внешних активов последние 10 лет появилась стабилизация чистого внешнего долга, сумма которого на конец 2014 г. ненамного превышает задолженность 2006 г. Вместе с тем общий внешний долг Латвии на конец 2014 г. составил 33 794 млн. евро и увеличился по сравнению с 2006 г. на 15 666 млн. евро (на 86,4%), а по отношению к ВВП на 36,8 процентных пункта.

В результате латвийцы больше не могут рассчитывать на большой приток дивидендов и процентов (см. стр. 7, табл. 2), чтобы уравновесить дефицит в торговле товарами и услугами. Если латвийцы захотят вернуть свои активы, то в будущем им придется экспортировать больше, чем импортировать. В этот момент внутреннее потребление снизится, потому что нужно будет больше экспортировать, чем получать по импорту. Таким образом, текущая выгода в потреблении, связанная с торговым дефицитом, означает потенциальные убытки в будущем потреблении.

Баланс счета текущих операций (стр. 9 табл. 2) показывает, что чистые доходы от инвестиций представляют собой избыток платежей по процентам и дивидендам, осуществленных иностранцами на вложенный за рубежом



латвийский капитал, над тем, что латвийцы выплатили в 2014 г. по процентам и дивидендам на иностранный капитал, инвестированный в Латвии. Латвийские чистые доходы от инвестиций составили отрицательную сумму – 1 269,0 млн. евро в иностранной валюте, т. е. именно такой отрицательный доход принес стране «экспорт» услуг вкладываемого за рубежом латвийского денежного капитала.

Стр. 10 табл. 2 отражает чистые переводы как частных, так и государственных средств из Латвии в другие страны мира. Сюда входит латвийская иностранная помощь, пенсии латвийских граждан, проживающих за рубежом, денежные переводы эмигрантов родственникам, проживающим за границей. Следует заметить, что 131,7 млн. евро переводов являлись внешними поступлениями и пополняли имеющийся запас иностранной валюты в 2014 г.

Между тем, дефицит баланса счета текущих операций говорит о том, что латвийский экспорт товаров и услуг недостаточен для оплаты импорта товаров и услуг. Латвия вынуждена финансировать этот дефицит за счет продажи активов или получения займов, т.е. за счет увеличения внешнего долга. Излишек баланса счета движения капиталов, составивший 718,5 млн. евро. (стр. 16), указывает на то, что в 2014 г. Латвия продала недвижимость (здания, сельскохозяйственные земли) и получила займы в том объеме, который необходим для финансирования дефицита сальдо баланса счета текущих операций, равного –749,1 млн. евро (см. табл. 2, стр. 13).

Следует заметить, что баланс международных инвестиций (international investment balance) является производным по отношению к платежному балансу статистическим отчетом, он призван отражать накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств страны. По сути баланс международных инвестиций является финансовым счетом платежного баланса, активы и пассивы которого составлены по следующей схеме:

		Платежный баланс				
Баланс международных инвестиций			Текущий счет			
			Счет капитала			
	Остаток на начало периода	Финансовый счет (чистые сделки)	Изменение цен	Изменение валютных курсов	Прочие изменения	Остаток на конец периода
		Чистые ошибки и отклонения				

Рис. 1 Взаимосвязь платежного баланса и баланса международных инвестиций [6]

Баланс международных инвестиций показывает накопленные запасы внешних финансовых активов и обязательств Латвии. Чистая инвестиционная позиция показывает соотношение международных финансовых ресурсов, которыми располагает Латвия, и ее задолженности перед другими странами.

Финансовый счет платежного баланса отражает чистое приобретение или выбытие финансовых активов и обязательств. Он показывает, как финансируется чистое кредитование или чистое заимствование в отношениях с нерезидентами. Стр. 17 табл. 2 показывает, что в 2014 г. финансовый счет платежного баланса Латвии составлял – 958,4 млн. евро.

Разница между чистым кредитованием/заимствованием по финансовому счету, с одной стороны, и чистым кредитованием/заимствованием совокупно по счету текущих операций и счету операций с капиталом, с другой, отражается в платежном балансе в статье чистые ошибки и пропуски (net errors and omissions). Она представляет собой технически балансирующуюся статью платежного баланса. В ней отражается разница между суммой кредитовых и дебетовых записей, но с противоположенным знаком. В 2014 г. чистые ошибки и пропуски составили за последние пять лет наибольшую сумму – 989 млн. евро. (см. табл. 2, стр. 24).

Хотя платежные балансы должны всегда сводиться к нулю, нередко приходится говорить о дефиците или избытке платежного баланса. Имеется в виду баланс счетов текущих операций и движения капиталов, показанный в стр. 23 табл. 2. Если эта величина имеет отрицательное значение, то сальдо платежного баланса является отрицательным. Например, Латвия в 2014 г. имела дефицит платежного баланса. Если бы баланс счетов текущих операций и движения капиталов был положительным, то у Латвии было бы активное сальдо платежного баланса. Это означало бы, что Латвии удалось заработать достаточно иностранной валюты от операций «экспортного типа» для оплаты операций «импортного типа». В результате они увеличили бы запасы иностранной валюты, т. е. размеры своих официальных резервов.

Другими словами, сокращение официальных резервов (изображенное положительным значением строки официальных резервов табл. 2) показывает масштабы дефицита платежного баланса страны; рост официальных резервов (отрицательное значение строки официальных резервов) показывает величину положительного сальдо платежного баланса.

Официальные резервы любой страны ограничены. Поэтому устойчивые или длительные дефициты платежных балансов, которые должны финансироваться за счет этих резервов, ведут к их истощению. В таком случае Латвии придется предпринять специальные меры для корректировки платежного баланса. Эти меры могут повлечь за собой перестройку национальной экономики на макроэкономическом уровне, использование торговых барьеров и т.п.

Платежный баланс, как было указано выше, отражает потоки реальных и финансовых ресурсов между резидентами и нерезидентами. Эти потоки накапливаются и образуют запасы. Запасы, возникающие в результате международного движения финансовых ресурсов, регистрируются в балансе международных инвестиций.



В нижней части платежного баланса показываются резервные активы – международные высоколиквидные активы страны, которые находятся под контролем ее распорядительных финансовых органов или правительства и в любой момент могут быть использованы ими для финансирования дефицита платежного баланса и регулирования курса национальной валюты.

Основной критерий отнесения того или иного актива к числу резервных заключается в определении того, может ли правительство или ЦБ осуществлять реальный и прямой контроль над ним. В число резервных активов страны входят монетарное золото, СДР, резервная позиция в МВФ, валютные и прочие активы. Страны, испытывающие трудности с финансированием отрицательного сальдо платежного баланса, могут прибегать к его исключительному финансированию – операциям, проводимым по согласованию и при поддержке их зарубежных партнеров в целях снижения отрицательного сальдо до уровня, который может быть профинансирован традиционными средствами. В их числе – аннулирование внешнего долга, обмен задолженности на акции, заимствование для урегулирования платежного баланса, переоформление задолженности и просрочка платежей по задолженности.

Существуют разные пути сокращения латвийского торгового дефицита: мягкая монетарная политика и сокращение дефицита консолидированного бюджета, протекционистские тарифы. В условиях рецессии, когда имеются большие резервы неиспользованных производственных мощностей и высокая безработица, политика дефляции может вести к падению производства и уровня занятости. Она грозит обострением социальных конфликтов, если правительство не принимает компенсационных мер [1].

Вместе с тем должны рассматриваться специальные меры воздействия путем прямого государственного регулирования отдельных статей платежного баланса. Внешнеторговый дефицит Латвии может быть уменьшен за счет снижения издержек и улучшения качества латвийских товаров и услуг по сравнению с иностранными товарами. Этому может способствовать использование более экономичных производственных технологий, разработка новых видов продукции, применение более эффективных методов управления.

С 2008 до 2013 гг. наблюдалась тенденция снижения $M0$ по отношению к более широким показателям денежной массы – $M2X$. Такая тенденция объясняется финансовым кризисом 2008 г. и, как следствием, ограничением денежного предложения предпринимательским структурам. При наличии проблем с ростом валового внутреннего продукта, особенно в 2009 г., наблюдался устойчивый рост денежной массы.

Думается, что такие процессы свидетельствовали о затруднениях Банка Латвии в сфере регулирования денежной массы. В течение 2010 г. денежные агрегаты $M0$ и $M2X$ увеличились по сравнению с предыдущим годом соответственно на 6,6% и 10,2%, при этом рост валового внутреннего продукта составил лишь 97,8%, т.е. снизился по сравнению с предыдущим годом 2,2%. Наилучший результат был достигнут в 2013 г., когда показатель $M2X$ снизился на 3,3%, а объем валового внутреннего продукта увеличился в течение года на 5,6%.

Незначительное увеличение скорости оборота денежной массы за эти годы немного снизило положительный эффект уменьшения избыточной денежной массы [4].

Для снижения дефицита платежного баланса могут использоваться бюджетные субсидии экспортерам, протекционистское повышение импортных пошлин, отмена налога с процентов, денежно-кредитная политика, особенно учетная политика и таргетирование денежной массы, установление целевых ориентиров ее ежегодного роста. Одним из важнейших могут служить кредитные ограничения, установление пределов роста денежной массы. Все это может снизить внешнеторговый дефицит путем сокращения спроса на импортные товары и расширения спроса на латвийские товары за рубежом.

Список литературы

1. Campbell R. McConnell, Stanley L. Brue (1999). Economics: Principles, Problems, and Policies. The McGraw-Hill Companies, 14th ed. (The international edition), p. 849.
2. Roldugin V. (2006). International business explanatory dictionary. Riga, Jumava, p. 345.
3. Roldugin V. (2016). Principal causes of financial crises in Latvia for last 20 years. Advances in systems science and applications (ASSA). An official journal of the international institute for general systems studies, vol. 16 (№ 2), 2016, p. 120-126.
4. Ролдугин В.И. (2015). Развитие валютных отношений прибалтийских стран до вступления в еврозону. Пермский финансовый журнал, № 01(12), С. 22 – 31.
5. The Bank of Latvia: Annual Report 1994 – 2014. [Online]. Доступен: https://www.bank.lv/images/stories/pielikumi/publikacijas/LMB_2014.pdf [July. 14, 2017].
6. The Bank of Latvia: Annual bulletin Latvia's Balance of Payments 1994 - 2015. [Online]. Доступен: <https://www.bank.lv/en/statistics/monetary-statistics/mfi-balance-sheet-and-monetary-statistics> [July. 14, 2017].
7. Valdības finanses – Galvenie rādītāji. Latvijas statistika. [Online]. Доступен: <http://www.csb.gov.lv>. [July. 14, 2017].

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Ролдугин В.И. Чистая инвестиционная позиция и дефицит платежного баланса Латвии // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 27 – 37



Valery I. Roldugin

*Professor
Chairman of Professorial Council
of Baltic International Academy*

Riga, Latvia

Net Investment Position and deficit of Balance of Payments in Latvia

Abstract. In the article the author considers net investment position and structure of Balance of Payments using the International Monetary Fund manual (2008) and analyzes the influence that the rest of the world has on the deficit of the balance of payments of Latvia.

The focus is on the analysis of export-import transactions, external debt and official reserves of the central bank. The last 20 years there has been an increase in the trade deficit. This is due to the rapid growth of the Latvian Gross Domestic Product as compared to EU countries.

Latvia has long become a debtor country. The current accounts deficit artificially increases the Latvian citizens standard of living and contributes to the growth of Latvian debt to the rest of the world.

The trade deficit allows Latvian residents to live above production opportunities, but the benefits in current consumption will lead to a reduction in consumption in the future.

Keywords: central bank, investments, official reserves, balance of payments, net investment position.

References

1. Campbell R. McConnell, Stanley L. Brue (1999). Economics: Principles, Problems, and Policies. The McGraw-Hill Companies, 14th ed. (The international edition), p. 849.
2. Roldugin V. (2006). International business explanatory dictionary. Riga, Jumava, p. 345.
3. Roldugin V. (2016). Principal causes of financial crises in Latvia for last 20 years. Advances in systems science and applications (ASSA). An official journal of the international institute for general systems studies, vol. 16(№ 2), 2016, p. 120- 126.
4. Roldugin V. (2015). Development of currency relations of the Baltic countries before joining the eurozone. Perm Financial Journal, № 01(12), p. 22 – 31.
5. The Bank of Latvia: Annual Report 1994 – 2014, available at: https://www.bank.lv/images/stories/pielikumi/publikacijas/LMB_2014.pdf [Accessed 14 July 2017].
6. The Bank of Latvia: Annual bulletin Latvia's Balance of Payments 1994 – 2015, available at: <https://www.bank.lv/en/statistics/monetary-statistics/mfi-balance-sheet-and-monetary-statistics> [Accessed 14 July 2017].
7. Valdības finanses – Galvenie rādītāji. Latvijas statistika, available at: <http://www.csb.gov.lv>. [Accessed 14 July 2017].

Please cite this article in English as:

Roldugin V.I. (2017), “Net Investment Position and deficit of Balance of Payments in Latvia”, *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 27 – 37

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
ГОО ДПО «Институт повышения квалификации – РМЦПК»
г. Пермь, Россия
Elena2984103@yandex.ru*

Методика анализа внешних данных, используемых для оценки субъектов малого предпринимательства (на примере предприятий общепита)

Аннотация. В статье представлена методика сбора и анализа информации, необходимой для оценки субъектов малого предпринимательства, где под ними понимается предпринимательская деятельность без образования юридического лица, общество с ограниченной ответственностью или крестьянское (фермерское) хозяйство.

Актуальность содержательной части определяется особенностью ведения предпринимательской деятельности (малого бизнеса), выраженной, прежде всего, в упрощенном налогообложении и отсутствием достоверных данных экономического и финансового характера, не позволяющих корректно применить методы экономического анализа, в том числе классических подходов оценочной деятельности.

Методика предполагает адаптацию собранных и проанализированных данных с рынка к конкретному объекту оценки (субъекта малого предпринимательства). Она базируется на расчете статистических показателей, полученных авторами при практической деятельности в области оценки малого бизнеса.

В основу методики заложен корреляционный анализ, позволивший выявить характер связи между факторами стоимости и показателями цены бизнеса, измерить тесноту связи с помощью коэффициента корреляции. Показателям тесноты связи дана качественная оценка на основе шкалы Чеддока.

В рамках предложенной методики рассчитаны среднеотраслевые значения коэффициентов, позволяющих оценить операционную и финансовую эффективность функционирования малого предприятия. Даны рекомендации по применению сравнительного анализа коэффициента рентабельности продаж с целью выявления и оценки объектов интеллектуального капитала малого бизнеса.



В рамках реализации сравнительного подхода при оценке рекомендуется использование полученных финансовых мультипликаторов (цена/выручка, цена/прибыль) для расчета стоимости малого бизнеса. Применение рассчитанных в статье натуральных мультипликаторов возможно исключительно для оценки объектов общепита в Московском регионе.

Ключевые слова: предприятие, стоимость, модель оценки бизнеса, факторы стоимости, субъект малого предпринимательства, малый бизнес, корреляционный анализ, шкала Чеддока.

Последние годы со стороны государства и научного сообщества уделяется особое внимание малому предпринимательству. Государство пытается создать комфортную среду для его развития. Гражданский кодекс РФ конкретизирует это понятие как предпринимательская деятельность без образования юридического лица, общество с ограниченной ответственностью или крестьянское (фермерское) хозяйство с предоставлением им соответствующих прав и обязанностей [1]. Трудовой кодекс РФ регламентирует правовое регулирование трудовых отношений и разграничение полномочий между органами государственной власти в сфере трудовых отношений, в том числе трудовых отношений, связанных с использованием личного труда и социального партнерства [2]. Отдельно можно отметить появление федерального закона РФ, регламентирующего особенности нормативно-правового регулирования развития малого и среднего предпринимательства в стране и полномочия органов государственной власти в этой сфере предпринимательской деятельности [3]. Это важно для всего общества, так как с одной стороны, происходит существенное высвобождение трудоспособного населения из производства в связи с вводом новых технологий, в т.ч. IT-технологий без использования человеческого труда.

С другой стороны, наблюдается желание государства обеспечить занятость населения, в том числе в сфере обслуживания. Например, по данным Росстата, численность рабочей силы в возрасте 15 – 72 лет в январе 2017 г. составила 75,9 млн. чел., из них 71,6 млн. чел. классифицировались как занятые экономической деятельностью и 4,3 млн. чел. – как безработные с применением критериев МОТ (не имели работы или доходного занятия, искали работу и были готовы приступить к ней в обследуемую неделю). То есть уровень безработицы (отношение численности безработных к численности рабочей силы) в январе 2017 г. составил 5,6% (без исключения сезонного фактора). А в июне 2017 г. составил 5,1% (без исключения сезонного фактора)**. При этом, численность рабочей силы в возрасте 15–72 лет в июне 2017 г. составила 75,9 млн. чел., из них 72,1 млн. чел. классифицировались как занятые экономической деятельностью и 3,8 млн. человек – как безработные. Как видно, проблема занятости остается, несмотря на некоторое снижение.

Научное сообщество изучает понятия, особенности малого бизнеса, конкурентную среду, проблемы развития. При этом под малым бизнесом понимается совокупность мелких и средних частных предприятий, прямо не входящих в одно монопольное объединение и выполняющих подчиненную к монополиям роль в экономике (БЭС/под ред. А.Н. Азрилияна. 2002.). Авторы представленных читателю работ, конкретизируя различные виды малого бизнеса, формируя воедино особенности его развития к упрощенному налогообложению и

* URL: http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/isswww.exe/stg/d01/36.htm

** URL: http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d02/148.htm

проблемам учета основных активов, [4], а также рассматривая активность руководителей и владельцев и их ведущую роль в перспективе развития малого бизнеса, [5], и выделяя при этом малые инновационные компании, в которых определяющую роль играют нематериальные активы, [6], сходятся на том, что малый бизнес более гибок и адаптивен к изменениям рынка, более чувствителен к спросу и предложению, а, значит, к ценообразованию, более быстрому привлечению клиентов и реализации инновационных проектов по сравнению с большими корпорациями. Не вызывает сомнения одно – значение малого бизнеса для экономического развития страны и формирование собственной конкурентной среды трудно переоценить, а в условиях географического расположения страны и действующих внешних экономических санкций крайне своевременно.

Дискуссионным является и оценка малого бизнеса [7], [8], [9]. Авторы выделяют несовершенство рынка, его закрытость, неразвитость конкурентной среды. С другой стороны, по нашему мнению, при развитом рынке оценка стоимости малого бизнеса не нужна. Необходимость процедуры оценки возникает лишь в некоторых случаях. Это различные имущественные споры (в том числе, при составлении брачных контрактов или разделе имущества, контроля за правильностью уплаты налогов), необходимость страхования, ипотечное кредитование, залог, инвестиционный проект, создание нового бизнеса, компенсация за полученный ущерб. Подробно обязательность проведения оценки изложена в ст. 8 ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» №135-ФЗ от 29.07.1998 г. Она касается объектов, частично или полностью принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации и муниципальным образованиям, при вовлечении их в сделку. Именно выше изложенные проблемы малого бизнеса и являются причинами постоянных дискуссий и особенностей процедуры оценки субъектов предпринимательской деятельности.

На текущий момент проблема определения рыночной стоимости объектов малого бизнеса представляется до конца методически непроработанной [10], [11], [12]. Несмотря на то, что существует много приемов и методов определения стоимости отдельных активов (объекты недвижимости, объекты движимого имущества, объекты интеллектуальной собственности и пр.), их комплексного или системного объединения (технологические линии, комплексы имущества, имущественные комплексы, бизнес и пр.), но для практического решения задач, связанных с оценкой субъектов малого предпринимательства, недостаточно проработан вопрос специфики применения как методов экономического анализа, так и адаптации существующих методов определения стоимости бизнеса для субъектов малого предпринимательства.

Как известно [11], все приемы и методы определения рыночной стоимости любого актива объединены в три подхода – затратный, доходный и сравнительный (рис. 1).



Рис. 1. Составляющие рыночной стоимости компании

Каждый подход базируется на различных принципах сбора и использования информации и методик ее обработки. Так затратный подход методологически разворачивается вокруг главной задачи – определения стоимости воспроизводства объекта аналогичной полезности. Поэтому, для целей оценки бизнеса необходимо проанализировать имущественную составляющую действующего предприятия (материальные и нематериальные активы), в разрезе внеоборотных и оборотных структурных составляющих. Для проведения оценки методами затратного подхода необходима точная и полная информация по наличию и состоянию активов и обязательств оцениваемого предприятия.

Доходный подход разворачивается вокруг вопроса ценности объекта оценки с точки зрения чистых денежных потоков, времени их получения и рисков, связанных с данными денежными потоками. Поэтому, для реализации методов оценки доходного подхода необходима информация, позволяющая сделать обоснованные предположения о будущих денежных потоках компании. К такому типу информации относятся данные о состоянии рынка товаров (работ, услуг), на котором действует оцениваемый бизнес. Большое влияние на формирование предположений о величине и устойчивости денежного потока компании имеет анализ динамики отрасли, в рамках которой работает малое предприятие. Оба эти фактора – воздействие рынка и отрасли формируют следующие показатели, используемые при оценке стоимости: темпы роста бизнеса, необходимость реальных инвестиций, потребности в увеличении собственного оборотного капитала и пр.

Также при реализации доходного подхода большое значение имеет подробная и качественная информация об основных ценообразующих факторах внутренней среды компании. К этой информации можно отнести данные о текущем состоянии основных фондов. В частности оценщика будут интересовать их фактическое состояние (физический износ и наличие функционального и экономического устаревания). Данные о наличии и экономической эффективности нематериальных активов.

Соединение данных об основных фондах и нематериальных активов позволит оценщику сделать выводы о наличии и устойчивости конкурентных преимуществ оцениваемого бизнеса.

Для обоснованного прогноза потребности в собственном оборотном капитале необходимо провести качественный анализ потребности бизнеса в оборотных средствах по каждой группе (сырье и материалы, незавершенное производство, готовая продукция на складе, дебиторская задолженность) и наличие необходимого уровня кредиторской задолженности. Данный анализ должен базироваться, во-первых, на ретроспективных данных о динамике вышеуказанных показателей, а во-вторых, на данных о среднеотраслевых аналогичных показателях.

Следующий блок информации для реализации доходного подхода включает в себя данные о формировании величины ставки дисконтирования и коэффициента капитализации. К нему относятся данные об уровне рентабельности (рентабельность собственного капитала, рентабельность инвестированного капитала, рентабельность продаж и активов), стоимости капитала (средневзвешенная стоимость капитала WACC), а также выделение, идентификация и оценка рисков.

Сравнительный подход концентрируется на решении задачи, связанной с анализом формирования стоимости на рынке купли-продажи объектов аналогичной полезности.

Основной объем информации для реализации сравнительного подхода формируется во внешней среде: сбор и анализ информации о ценах предложения к продаже компаний, которые являются аналогами для объекта оценивания. Аналогами являются: другие предприятия, осуществляющие деятельность в той же отрасли, что и объект оценки, а также имеющие сходные количественные и качественные ценообразующие характеристики.

Три различных подхода используют различную информацию, которая генерируется как во внутренней среде предприятия (финансовая, управленческая отчетность), так и во внешней среде (темпы роста экономики, отрасли, конъюнктура рынка, интенсивность конкуренции в данном сегменте рынка и пр.) [13]. Таким образом, чем более полная и качественная информация используется в процедуре оценки, тем более достоверный результат получается.

Внешняя и внутренняя информация используется на нескольких этапах реализации алгоритма определения рыночной стоимости: на этапе анализа собранной информации, а также непосредственно при проведении расчетов с целью определения рыночной стоимости объекта (рис. 2).

Как показано на рис. 2 второй этап является очень важным в процедуре оценки, т.к. качество собранной и обработанной информации об объекте оценки и его окружении лежат в основе выбора применяемых методик, а также используются непосредственно в расчетах стоимости бизнеса, проводимых на 4 этапе.

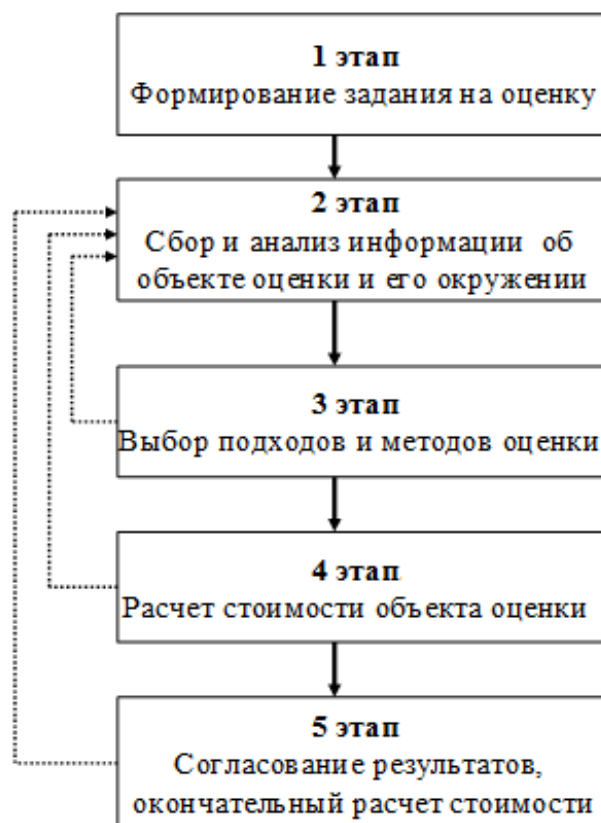


Рис. 2. Этапы расчета рыночной стоимости компании

Более того, если оценщик на третьем, четвертом или пятом этапах понимает, что ему недостаточно данных для принятия обоснованного решения в выборе методик, либо для обоснования того или иного показателя, участвующего в расчетах стоимости, либо для принятия решения в окончательной процедуре согласования, то он вынужден провести дополнительный анализ, то есть вернуться на второй этап алгоритма оценки.

При всей актуальности и важности аналитического этапа для качественного проведения оценки, данная тема не полностью раскрыта в учебно-методических источниках, посвященных оценке бизнеса, особенно это касается необходимости учета специфики и особенности оценки субъектов малого предпринимательства. Остановимся на вопросе, связанном со спецификой оценки бизнеса субъектов малого предпринимательства.

Первая такая особенность связана с формированием качественной внутренней информации самого объекта оценки. В основном, к блоку внутренней информации относят пакет учредительных документов и финансовую (бухгалтерскую) отчетность, дополненную справочным материалом из первичных форм и регистров бухгалтерского учета, позволяющих идентифицировать каждый объект учета.

Вторая особенность заключается в том, что, как правило, субъекты малого предпринимательства имеют упрощенную систему налогообложения. Вследствие этого, бухгалтерский учет находится на низком уровне реализации функций учета

и контроля. Это выражается в том, что у организации может полностью или частично отсутствовать важная с точки зрения оценки внутренняя информация.

Третья – в том, что, исходя из практики оценки, у субъектов малого бизнеса часто отсутствует полный список внеоборотных активов, отсутствуют необходимые данные по внеоборотным активам (например, первоначальная балансовая стоимость или дата ввода в эксплуатацию и пр.), нет данных о качественных характеристиках внеоборотных активов (марка, модель, дата проведения капитального ремонта и пр.). Часто встречается ситуация, связанная с неполным учетом дебиторской и кредиторской задолженности.

Отсутствие полного отображения в бухгалтерском учете активов и обязательств компании приводит к тому, что оценщик не имеет достоверной и качественной информации для оценки стоимости компании с точки зрения затрат на ее воспроизводство. Недостаточное качество внутренней информации приводит к существенному ограничению использования затратного подхода при оценке предприятий малого бизнеса.

Ограниченное использование затратного подхода также связано с наличием интеллектуального капитала в составе активов (имущества) организации. Причем с точки зрения оценки, данные нематериальные активы либо трудно идентифицируются и выделяются из общей массы интеллектуального капитала предприятия, либо тесно связаны с его носителем (как например, фактор ключевой фигуры собственника). Это существенно затрудняет их оценку по рыночной стоимости.

Таким образом, несмотря на то, что затратный подход является наиболее обоснованным, так как опирается на фактически имеющиеся учетные данные активов и обязательства предприятия, достоверность применения данного подхода для субъектов малого предпринимательства существенно снижается в силу вышеперечисленных причин.

На фоне трудностей и ограниченного применения затратного подхода при оценке рыночной стоимости субъектов малого предпринимательства на ведущие позиции выступает доходный и сравнительный подходы.

При реализации оценочных процедур в рамках доходного и сравнительного подхода оценщик также сталкивается с проблемами качества используемой информации. Но, в отличие от затратного подхода, который использует преимущественно информацию внутреннего типа, сравнительный и доходный подходы требуют обращения за данными внешних источников информации.

Так доходный подход использует информацию о среднеотраслевом уровне доходности, среднеотраслевой структуре капитала, темпах роста рынка и отрасли, а также данные о макроэкономических тенденциях и показателях. Сравнительный подход использует данные о сложившейся конъюнктуре рынка купли-продажи аналогичных предприятий. В первую очередь, это анализ коэффициентов, показывающих соотношение цены предложения к различным операционным и финансовым показателям.

Таким образом, при оценке объектов малого предпринимательства классические оценочные подходы имеют существенные ограничения в



использовании, связанные с недостаточно достоверной внутренней информацией. С нашей практической точки зрения, данный недостаток может быть устранен путем применения обобщенных статистических показателей, полученных из внешних источников информации.

В рамках данной статьи на примере открытой публичной информации, размещенной на сайте по продаже готового бизнеса в рамках сегмента «общественное питание» произведен анализ публикуемой информации с целью дальнейшего использования ее при оценке объектов общепита (рестораны, кафе, кафетерии и пр.).

В анализе использованы данные за 2015 г. (89 компаний), 2016 г. (58 компаний) и за первое полугодие 2017 г. (40 компаний) по ценам предложения в г. Москве, сегмент «рестораны и кафе». Все предприятия располагаются на арендованных площадях.

По всем объектам фиксировались следующие данные [13]:

- цена продажи;
- объемы выручки в месяц;
- чистая прибыль в месяц;
- количество персонала;
- общая площадь недвижимости;
- количество посадочных мест;
- возраст бизнеса.

Кроме этого все компании были разбиты на группы по типам: «рестораны», «кафе», «столовые», «бары», «иные виды».

Экономический анализ проводился в следующей последовательности:

- 1) определение стоимостных факторов, влияющих на формирование стоимости бизнеса;
- 2) расчет среднеотраслевых показателей эффективности деятельности бизнеса (фондоотдача с общей площади, фондоотдача с одного посадочного места, рентабельность продаж);
- 3) расчет среднеотраслевых показателей рентабельности собственного капитала;
- 4) расчет натуральных и финансовых мультипликаторов.

Анализ и выделение факторов стоимости произведен на основании расчета корреляционной зависимости между показателем цены бизнеса (результативный признак Y) и факторными признаками (X_n). Если известно, что между результативным и факторным признаком существует линейная связь, то для

оценки её характера (тесноты) используется линейный коэффициент корреляции r_{yx} , рассчитываемый по формуле*:

$$r_{y.x} = \frac{\sum xy - \frac{\sum x \cdot \sum y}{n}}{\sqrt{\left[\sum x^2 - \frac{(\sum x)^2}{n} \right] \cdot \left[\sum y^2 - \frac{(\sum y)^2}{n} \right]}} = \frac{\sum xy - \frac{\sum x \cdot \sum y}{n}}{\sigma_x \cdot \sigma_y}. \quad (1)$$

В качестве анализируемых факторов были выделены следующие характеристики:

- 1) тип бизнеса;
- 2) среднемесячные обороты;
- 3) среднемесячная выручка;
- 4) количество сотрудников;
- 5) общая площадь;
- 6) количество посадочных мест;
- 7) возраст бизнеса;
- 8) рентабельность продаж;
- 9) рентабельность собственного капитала.

Результаты расчета коэффициента корреляции представлены в табл. 1.

Таблица 1

**Результаты корреляционного анализа взаимосвязи
между ценой компании и факторами**

Наименование	Периоды наблюдения		
	2015	2016	2017
Тип бизнеса	0,2221	0,1900	-0,2864
Среднемесячные обороты	0,7565	0,6671	0,7641
Среднемесячная прибыль	0,4198	0,5771	0,5721
Количество сотрудников	0,2873	0,5176	0,7473
Общая площадь	0,8777	0,7203	0,4474
Количество посадочных мест	0,5535	0,6786	0,5297
Возраст бизнеса	0,2126	-0,0047	-0,2131
Рентабельность продаж	-0,0262	-0,0903	-0,2155
Рентабельность собственного капитала	-0,0436	-0,1808	-0,1337

* URL: <http://businessesforsale.ru>



Математической мерой корреляции двух и более случайных величин является выше описанный коэффициент корреляции, который может принимать значение в диапазоне от -1 до $+1$. Отрицательные значения «говорят» об обратной связи, положительные – о прямой связи. Причем, чем ближе значение коэффициента к единице, тем теснее связь. А при нулевом значении связь между результативным признаком и фактором отсутствует. Качественная оценка коэффициента корреляции носит название силы связи, для оценки которой использована оценочная шкала Чеддока [14, 15], табл. 2.

Таблица 2

Шкала Чеддока

Показатели тесноты связи	0,1 – 0,3	0,3 – 0,5	0,5 – 0,7	0,7 – 0,9	0,9 – 0,99
Характеристика силы связи	слабая	умеренная	заметная	высокая	весьма высокая

Проведенные расчеты выявили, что максимальное влияние (значение коэффициента корреляции более 0,7) на формирование стоимости имеют следующие факторы: среднемесячные обороты (2015 г. и 2017 г), общая площадь (2015 г. и 2016 г.) и количество сотрудников (2017 г.)

Заметное влияние (значение коэффициента корреляции от 0,5 до 0,7 имеют факторы прибыли (2016 г., 2017 г) и количество посадочных мест. Практически не влияют на формирование стоимости тип бизнеса, возраст бизнеса и получаемые результаты эффективности работы, такие как рентабельность продаж и рентабельность собственного капитала.

На втором этапе анализа были определены *среднеотраслевые показатели эффективности деятельности бизнеса*. Из имеющейся информации можно рассчитать показатели операционной эффективности (объемы среднемесячной выручки с 1 кв.м. общей площади, количество общей площади на 1 посадочное место, объемы среднемесячной выручки на 1 сотрудника) и финансовой рентабельности (рентабельность продаж).

Таблица 3

Показатели операционной эффективности предприятий общепита

Наименование	Периоды наблюдения		
	2015	2016	2017
доход с 1 кв.м. общей площади, руб.	9 549,37	8 556,47	10 010,45
доход на 1 сотрудника, руб.	226 607,94	248 137,00	290 168,74
количество кв.м. общей площади на 1 посадочное место	3,29	3,30	3,17
рентабельность продаж	0,23	0,30	0,21

На третьем этапе был проанализирован показатель *рентабельности собственного капитала*. Данный показатель получен на допущении, что цена продажи бизнеса и составляет величину собственного капитала продаваемой

компании. На этом предположении и основан расчет рентабельности собственного капитала как отношение чистой прибыли (в формате годового показателя) к цене реализации бизнеса, табл. 4.

Таблица 4

**Показатель рентабельности
собственного капитала**

Наименование	Периоды наблюдения		
	2015	2016	2017
среднее значение	1,16	1,05	0,78
минимальное значение	0,08	0,18	0,01
максимальное значение	9,55	3,75	2,80

На четвертом этапе был проведен *расчет мультипликаторов*. Полученные мультипликаторы можно разделить на две группы: группа натуральных мультипликаторов (цена/общая площадь, цена/количество сотрудников, цена/посадочное место) и финансовые мультипликаторы (цена/выручка, цена/прибыль). Данные по генеральной выборке, т.е. без разделения по типам компаний представлены в табл. 5.

Произведенный авторами анализ внешней информации, полученной с рынка купли-продажи аналогичного бизнеса, при определении рыночной стоимости может быть использован и в качестве основных, и в качестве дополнительных данных при реализации всех трех подходов оценки.

Во-первых, предложенная методика позволяет выделить факторы, имеющие сильное воздействие на формирование стоимости для субъектов малого предпринимательства, работающих в сфере общественного питания. К ним относятся выручка и количество посадочных мест. Также необходимо обращать внимание на показатели прибыли и количество сотрудников.

Во-вторых, можно рекомендовать использовать значения коэффициента корреляции при процедуре согласования результатов, в случае, если оценщик в сравнительном подходе использует более одного мультипликатора для расчета стоимости объекта оценки.

В-третьих, сравнивая результаты эффективности деятельности объекта оценки и среднеотраслевые показатели, оценщик может получить дополнительную информацию о наличии или отсутствии так называемого интеллектуального капитала оцениваемого бизнеса. Если показатели рентабельности продаж выше, чем среднеотраслевые, тогда оценщик должен предпринять дополнительные аналитические усилия для выделения и идентификации объектов интеллектуального капитала. Такими объектами могут быть репутация, бренд, клиентская база, наличие ключевой фигуры и пр.

В-четвертых, разницу между среднеотраслевыми показателями рентабельности продаж и фактическими данными объекта оценки можно использовать как обоснование не только наличия, но и стоимости данных объектов. Произведенные расчеты стоимости интеллектуального капитала, присущего объекту оценки, позволят увеличить суммарную величину активов. Корректное отображение максимально полной величины активов предприятия является ключевым вопросом затратного подхода в оценке бизнеса.



Таблица 5

**Результаты расчета показателей
натуральных и финансовых мультипликаторов**

Наименование	Периоды наблюдения		
	2015 г.	2016 г.	2017 г.
мультипликатор «цена/выручка»			
Количество в выборке, шт.	66,00	43,00	31,00
Среднее значение	3,69	4,32	4,19
Максимальное значение	11,25	13,75	12,10
Минимальное значение	0,15	1,00	0,19
мультипликатор «цена/прибыль»			
Количество в выборке, шт.	70,00	43,00	32,00
Среднее значение	19,00	18,58	21,18
Максимальное значение	150,00	67,00	90,69
Минимальное значение	0,42	0,99	1,03
мультипликатор «цена/сотрудник»			
Количество в выборке, шт.	69,00	46,00	30,00
Среднее значение	788 469,21	678 411,28	991 980,68
Максимальное значение	13 333 333,33	2 142 857,14	7 217 500,00
Минимальное значение	125 000,00	131 069,80	70 588,24
мультипликатор «цена/общая площадь»			
Количество в выборке, шт.	73,00	56,00	37,00
Среднее значение	31 420,12	61 827,61	102 222,64
Максимальное значение	198 048,20	1 887 653,85	2 532 456,14
Минимальное значение	21,21	3 932,09	1 784,02
мультипликатор «цена/посадочное место»			
Количество в выборке, шт.	45,00	27,00	15,00
Среднее значение	87 584,30	303 332,98	107 787,53
Максимальное значение	727 272,73	6 134 875,00	337 235,07
Минимальное значение	16 000,00	22 857,14	17 154,55

И, наконец, для реализации сравнительного подхода могут быть рекомендованы мультипликаторы, рассчитанные в табл. 5. Необходимо отметить, что для иных регионов нужно с осторожностью использовать натуральные мультипликаторы, так как по своей природе расчета они содержат в себе фактор местоположения бизнеса.

Список литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ.
2. Трудовой кодекс Российской Федерации от 30.12.2001 г. № 197-ФЗ (ред. от 27.11.2017 г.).
3. Федеральный закон от 24.07.2007 г. N 209-ФЗ (ред. от 27.11.2017 г.) «О развитии малого и среднего предпринимательства в РФ».
4. Акимов О.Ю. Малый и средний бизнес: эволюция понятий, рыночная среда, проблемы развития. – М., Финансы и статистика, 2011. 192 с.

5. Хныкина Т.С., Фомиченко И.А. Динамика развития малого предпринимательства: проблемы и перспективы // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». 2014. № 3.
6. Приходько Р.В. Проблематика оценки стоимости малого предприятия в России // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». 2015. С. 2.
7. Сложности, возникающие при оценке малых предприятий // <http://www.referat.ru/referat/slojnosti-voznikayushchie-pri-ocenke-malyh-predpriyatiy-19054>
8. Молодчик М.А. Интеллектуальный капитал компании: диагностика и подходы к управлению: учеб. пособие/ М.А. Молодчик. – Пермь, Изд-во Перм. нац. исслед. политехн. ун-та, 2012. - 219 с.
9. Кэхилл, Майкл. Инвестиционный анализ и оценка бизнеса: учебное пособие: пер. 2-го англ.ид./М. Кэхилл.-М.: Дело и Сервис, 2012. - 432 с.
10. Касьяненко Т.Г. Современные проблемы теории оценки бизнеса: монография.-Москва: Проспект, 2016.-304 с.
11. Лобанов А.И., Митюшкина Е. Н. Оценка бизнеса в системе управления предприятием // Пермский финансовый журнал. 2016. № 1 (14). С. 26 – 50.
12. Казакова Н.А. Экономический анализ в оценке бизнеса: учебно-практическое пособие/Н.А. Казакова.-М.:Дело и Сервис, 2011. - 188 с.
13. Лобанов А. И., Митюшкина Е. Н. Факторы стоимости предприятия: общие понятия и классификация // Пермский финансовый журнал. 2016. № 2 (15). С. 13 – 23.
14. Харитонов С. В., Плясова С. В. Методика анализа факторов стоимости интернет-сайта средствами MS Excel // Прикладная информатика. 2014. № 3 (51). С. 119 – 123.
15. <http://businessesforsale.ru/>
16. <https://studfiles.net/preview/1635727/page:2/>
17. Оценка малого бизнеса // <http://ocenka-spb.com/otsenka-malogo-biznesa.htm>

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Лобанов А.И., Митюшкина Е.Н. Методика анализа внешних данных, используемых для оценки субъектов малого предпринимательства (на примере предприятий общепита) // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 38 – 52



Alexander I. Lobanov

*Associate Professor
Finance, Credit and exchange business Department
Perm State University
Perm, Russia*

Elena N. Mityushkina

*Assistant professor of the Department of senior manager tuition
Institute of qualification preferment
Perm, Russia*

A methodology for analyzing information necessary for the evaluation of small business entities (on the example of catering facilities)

Abstract. The article presents a methodology for collecting and analyzing information necessary for the evaluation of small business entities. Subjects of small entrepreneurship is understood entrepreneurial activity without establishing a legal entity, a limited liability company or a farm.

The relevance of the content of the feature is determined by running a small business, expressed primarily in the simplified taxation and the lack of reliable data for economic and financial nature that do not allow the correct use of economic methods of analysis, including classical approaches of appraisal activity.

The methodology assumes the adaptation of collected and analyzed data from the market to a specific valuation object. It is based on the calculation of statistical indicators obtained by the authors in practical activities in the field of assessing small businesses.

The methodology is based on the correlation analysis, which made it possible to identify the nature of the relationship between cost factors and business price indicators, and to measure the tightness of communication using the correlation coefficient. Indicators of tightness of communication are given a qualitative assessment on the basis of the Cheddock scale.

Within the framework of the proposed methodology, the industry average values of the coefficients are calculated, which makes it possible to evaluate the operational and financial efficiency of the small enterprise. Recommendations are given on the application of the comparative analysis of the coefficient of profitability of sales with the purpose of identifying and evaluating the objects of intellectual capital of small businesses.

As part of the comparative approach in evaluating the authors recommend to use the financial multiples to calculate the cost of a small business. The use of computed natural multipliers article is only possible to assess the catering facilities in the Moscow region.

Keywords: Enterprise, cost, cost management, business model, value determinants, correlation analysis, Cheddok's scale

References

1. Civil Code of the Russian Federation (of 30.11.1994 № 51-RF).
2. Labor code of the Russian Federation (of 30.12.2001 N 197-RF (an edition of 27.11.2017)).
3. The federal law of 24.07.2007 N 209-FZ (an edition of 27.11.2017) "About development of small and average business in the Russian Federation".

4. O. Yu Akimov. Small and medium business: evolution of concepts, market environment, development problems. – M, Finance and statistics, 2011. 192 p.
5. Hnykina T.S., Fomichenko of I.A. Dinamik of development of small business: problems and prospects//NIU ITMO Scientific magazine. "Economy and Ecological Management" series. 2014. No. 3.
6. Prikhodko R.V. Potential difficulties of small business cost estimation in Russia: "Economy and Ecological Management" series. 2016. No. 2.
7. The difficulties arising at an assessment of small enterprises// <http://www.referat.ru/referat/slojnosti-voznikayushchie-pri-ocenke-malyh-predpriyatiy-19054>.
8. Molodchik M. A. Intellectual capital of the company: diagnostics and approaches to control: studies. manual/M. A. Molodchik. - Perm, Perm Publishing house. national. issled.politekh. unthat, 2012.-219 pages.
9. Cahill, Michael. Investment analysis and assessment of business: manual: lane of the 2nd of English ides. / M. Cahill. - M.: Business and Service, 2012.-432 pages.
10. Kasyanenko T. G. The modern problems of the theory of assessment of business: monograph. - Moscow: Avenue, 2016.-304 pages.
11. Lobanov A. I., Mityushkina E. N. (2016), "Business valuation in the enterprise management system", Perm Financial Review, no 1 (14), pp. 26-50.
12. Kazakova, N. A. the Economic analysis in business assessment: educational and practical manual / N.A. Kazakova. - M.: Business and Service, 2011.-188 pages.
13. Lobanov A. I., Mityushkina E. N. (2016), "General definition and classification of enrerprise valie faktors", Perm Financial Review, no 2 (15), pp. 13-23.
14. Kharitonov S. V., Plyasova S. V. Analysis technique of factors of cost of the website means of MS of Excel//Application-oriented informatics. 2014. No. 3 (51). Page 119-123.
15. <http://businessesforsale.ru/> .
16. <https://studfiles.net/preview/1635727/page:2/>.
17. Assessment of small business // <http://ocenka-spb.com/otsenka-malogo-biznesa.html>

Please cite this article in English as:

Lobanov A.I., Mityushkina E.N. (2017), "A methodology for analyzing information necessary for the evaluation of small business entities (on the example of catering facilities)", *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 38 – 52



УДК 336.77

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*

Управление проблемной задолженностью в контексте обеспечения устойчивости банковской системы России

Аннотация. Функционирование финансовых рынков и институтов оказывает сильное влияние на общественное развитие. В наши дни макроэкономическая ситуация в России выглядит не лучшим образом, поэтому стрессовая ситуация на финансовом рынке является крайне нежелательной. Она может возникнуть в связи с потерей устойчивости крупных банковских институтов.

Ключевой проблемой российских банков на современном этапе остается качество активов: оценка кредитного риска, резервирование и управление проблемной задолженностью. В 2017 г. Банк России отозвал лицензии, в том числе у 4 банков, входивших в 100 крупнейших по стране, по причинам, связанным с низким качеством активов. На начало текущего года доля просроченной задолженности в банках составила почти 8% - наибольшее значение со времени предыдущего кризиса. По мнению экспертов, каждый четвертый кредит в банках может быть проблемным.

Существующие механизмы управления проблемной задолженностью, при которых четверть кредитного портфеля является проблемной, а крупнейшие банки лишаются лицензии из-за низкого качества активов, не являются в должной мере действенными. Это определяет необходимость повышения эффективности механизмов управления проблемной задолженностью в интересах обеспечения устойчивости банковской системы России.

Ключевые слова: кредит, кредитование, кредитный риск, проблемная задолженность, просроченная задолженность, банк, банковская система, банковские резервы, банкротство, управление проблемной задолженностью.

Необходимость обеспечения устойчивости банковской системы

В связи с особенностями устройства современной рыночной экономики, функционирование финансовых рынков и институтов оказывает сильное влияние на общественное развитие. В 2008 – 2009 гг. не было очевидно, что проблемы на американском рынке производных финансовых инструментов могут быть масштабированы до уровня глобального экономического кризиса. Сейчас уже представляется общеизвестным, что финансовый и реальный секторы экономики действительно тесно взаимосвязаны. По этой причине реализация рисков, связанных с функционированием российской финансовой системы, может послужить основой для новых кризисных явлений в отечественной экономике (с учетом ее текущего состояния).

В наши дни макроэкономическая ситуация в России выглядит не лучшим образом. Рассмотрим некоторые официальные данные за 2016 г. (по сравнению с предыдущим годом): снижение объема ВВП на 0,2%, снижение инвестиций в основной капитал на 0,9%, снижение оборота розничной торговли на 5,2%, снижение остатка суверенных фондов на 39,9%, повышение уровня безработицы на 0,3% [1]. В контексте этих показателей не прекращается дискуссия о том, в каком именно состоянии находится экономика страны: стагнация, рецессия, кризис и т.д. Однако можно уверенно утверждать, что в сложившихся условиях стрессовая ситуация на финансовом рынке является нежелательной. Такая ситуация может возникнуть в связи с потерей устойчивости крупных банковских институтов.

Банковская система является ядром финансовой системы России, роль банковских институтов в функционировании отечественной экономики непрерывно усиливается. Динамика показателя «совокупные активы банков/ВВП» выглядит следующим образом: на 01.01.2001 – 32,3%, на 01.01.2009 г. – 67,9%, на 01.01.2017 г. – 93,0% [11, 12]. Сегодня банки входят в крупные финансово-промышленные конгломераты, обслуживают приток капитала в страну (и отток из страны), организуют размещение акций и облигаций российских предприятий, выполняют либо опосредуют многие другие ключевые операции и процессы.

Примерно с середины 2000-х гг. по настоящее время наблюдается несколько устойчивых тенденций, меняющих облик банковской системы. Это федерализация (поглощение либо вытеснение региональных и местных банков), концентрация (сосредоточение активов среди немногих крупных банков), централизация (сосредоточение процессов управления за пределами регионов), национализация (увеличение степени участия государства в капитале). В известной степени этому способствует государство: в последние годы Банк России систематически отзывает банковские лицензии, что (наряду с другими причинами) обуславливает почти двукратное сокращение числа банков с 2009 по 2017 гг. [11].

Логичным было бы предположить, что в результате длительного интенсивного развития и экстенсивного роста, которые включали укрупнение банков, расширение территориального присутствия, образование синергии в слияниях и поглощениях, прекращение деятельности сомнительных институтов и т.д. в наши дни основу банковской системы должны составлять не только крупные, но и надежные, экономически эффективные институты. К сожалению, этого не произошло.

Влияние проблемной задолженности на устойчивость банковской системы

Ключевой проблемой российских банков на современном этапе остается качество активов: оценка кредитного риска, резервирование и управление проблемной задолженностью.

Рассмотрим причины, побудившие ЦБ РФ отозвать лицензии у крупнейших банков в 2017 г. (источник: пресс-релизы Банка России):



- «Размещение денежных средств в активы ненадлежащего качества» (Югра, 29 место по активам на 01.01.2017 г.);
- «Ненадлежащая оценка кредитного риска привела к полной утрате собственных средств» (Татфондбанк, 42 место);
- «Низкое качество управления и активов» (Росэнергобанк, 91 место);
- «Неадекватно оценивал кредитные риски» (Межтопэнергобанк, 102 место).

Обратимся к официальным статистическим данным, характеризующим изменение уровня общей и просроченной задолженности по рублевым кредитам, которые российские банки выдавали в пользу юридических лиц, индивидуальных предпринимателей и физических лиц, за 2010 – 2016 гг. (табл. 1 и рис. 1).

Таблица 1

**Динамика задолженности по банковским кредитам
в рублях для резидентов РФ**

Задолженность по кредитам в рублях, млрд руб.	01.01. 2010	01.01. 2011	01.01. 2012	01.01. 2013	01.01. 2014	01.01. 2015	01.01. 2016	01.01. 2017
Общая задолженность по кредитам юридических лиц и ИП	9 109	10 496	13 614	16 143	17 963	20 660	20 889	21 732
Общая задолженность по кредитам физических лиц	3 167	3 715	5 218	7 474	9 699	11 005	10 367	10 619
ИТОГО общая задолженность по кредитам	12 276	14 211	18 832	23 617	27 662	31 665	31 256	32 351
Просроченная задолженность по кредитам юридических лиц и ИП	602	640	734	820	861	1128	1677	1749
Просроченная задолженность по кредитам физических лиц	208	236	244	277	406	620	803	810
ИТОГО просроченная задолженность	809	875	978	1 097	1 268	1 749	2 479	2 559
Доля просроченной задолженности, %	6,6%	6,2%	5,2%	4,6%	4,6%	5,5%	7,9%	7,9%

Источник: [11], расчетные данные автора

По состоянию на 01.01.2017 г. доля просроченной задолженности по кредитам в рублях в среднем по банковскому сектору составила 7,9% [11]. Это значительно превышает минимальное значение в 4,6% (на 01.01.2013, 01.01.2014) и предыдущий максимум в 6,6% в период глобального кризиса (на 01.01.2010). Следует понимать, что просроченная задолженность – часть проблемной задолженности, которая включает также непросроченные кредиты с иными признаками обесценения (утрата обеспечения, отказ от страхования, сокращение доходов заемщика и т.д.). В отсутствие официальной статистики, обратимся к мнению экспертов рейтингового агентства Standard&Poor's, полагающих, что в конце 2016 г. – начале 2017 г. каждый четвертый кредит в российском банке может быть проблемным [10].

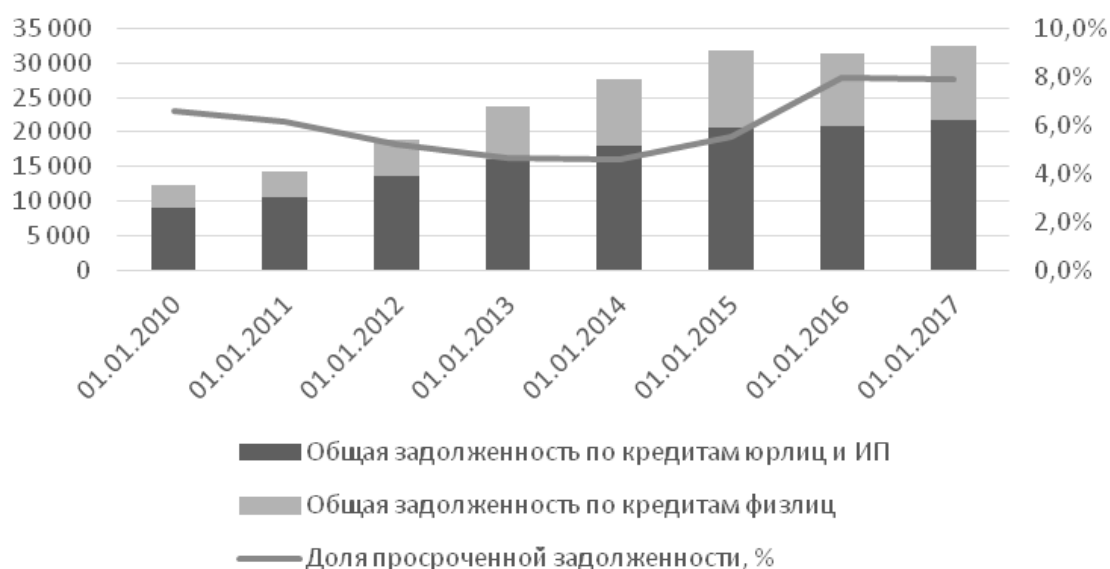


Рис. 1. Динамика задолженности по кредитам в рублях для резидентов, млрд руб.

Приведем несколько характерных примеров, свидетельствующих о наличии трудностей в области управления проблемной задолженностью. В сегменте потребительского кредитования более 5 млн. заемщиков имеют проблемы с обслуживанием долгов, платежи по кредитам составляют более половины их доходов [3]. Количество выданных с признаками мошенничества кредитов за 2016 г. по сравнению с предыдущим годом увеличилось почти на 60% [4]. Показатели принудительного исполнения решений судов о взыскании задолженности находятся на низком уровне: за 6 мес. 2017 г. судебными приставами-исполнителями по всей стране взыскано 307 млрд руб. – около 4% от подлежащих взысканию сумм [13].

Следует признать, что существующие механизмы управления проблемной задолженностью, при которых четверть кредитного портфеля является проблемной, а крупнейшие банки лишаются лицензии из-за низкого качества активов, не являются в достаточной мере эффективными. Дальнейшее развитие текущих тенденций может привести к потере устойчивости отдельных кредитных институтов и банковской системы в целом, что создает угрозу для стабильности экономики России. Это определяет необходимость повышения эффективности механизмов управления проблемной задолженностью.



Развитие механизмов управления проблемной задолженностью

С правовой точки зрения вопросы проблемной задолженности в России регулируются Гражданским кодексом РФ, Федеральными законами «О потребительском кредите (займе)», «О несостоятельности (банкротстве)», «О защите прав и законных интересов физических лиц при осуществлении деятельности по возврату просроченной задолженности», подзаконными нормативными актами Банка России (Положение 254-П «О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности»), некоторыми другими нормативными актами. Существующие механизмы управления проблемной задолженностью в российских банках могут быть кратко охарактеризованы следующим образом.

Во-первых, это совокупность инструментов, методов и процедур, направленных на профилактику (недопущение образования) проблемной задолженности. Ключевое значение имеют: разработка кредитных продуктов с ожидаемым низким кредитным риском; предварительная верификация потенциальных заемщиков; качественное выполнение анализа кредитоспособности; корректное юридическое оформление кредитной сделки; принятие качественного обеспечения и минимизация связанных с ним рисков (путем страхования и пр.); мониторинг финансового положения заемщика и состояния обеспечения.

Во-вторых, это совокупность инструментов, методов и процедур, направленных на выявление проблемной задолженности, недопущение образования просроченной задолженности, инкассацию просроченной задолженности, списание безнадежной задолженности. Ключевое значение имеют: контроль платежной дисциплины, работа с заемщиками на ранней стадии просрочки (побуждение к исполнению обязательств, реструктуризация, рефинансирование и пр.), работа с заемщиками на поздней стадии (получение решений суда и обеспечение их исполнения, поиск и реализация заложенного имущества, банкротство должников, уголовное преследование и пр.), уступка прав по безнадежным для взыскания кредитам либо списание их за счет имеющихся резервов.

Таким образом, упрощенно существующие механизмы управления задолженностью сводятся к двум направлениям: избежание потенциально «плохих» заемщиков и взыскание задолженности «плохих» заемщиков, которых не удалось избежать. В этом контексте нами усматриваются следующие мероприятия, направленные на улучшение механизмов управления:

1) Улучшение текущих инструментов, методов и процедур.

- Изменение правового регулирования: внедрение отсутствующих и изменение некорректно работающих правовых норм. Основные аспекты: фиксирование размеров штрафной неустойки (в настоящее время банки начисляют несоразмерные неустойки, которые сокращаются судами практически полностью, что нарушает мотивирующий характер неустойки),

изменение характера кредитной истории с добровольного на обязательный (в настоящее время заемщик может не предоставить согласие на передачу информации в бюро кредитных историй, что затрудняет верификацию), внедрение негативных последствий банкротства (в настоящее время законодательство не содержит положений, определяющих существенные негативные последствия банкротства должника, что создает условия для недобросовестного поведения);

- Устранение недостатков правоприменения. Основные аспекты: оптимизация работы по исполнению судебных решений (коренное реформирование ФССП РФ, повышение требований к квалификации приставов-исполнителей с одновременным изменением системы мотивации, возможное внедрение института частных приставов), выработка действенных методических документов по привлечению к уголовной ответственности за уклонение от погашения кредиторской задолженности, преднамеренное банкротство, незаконное получение кредита и иные связанные с кредитованием составы (в настоящее время привлечение к ответственности по соответствующим статьям УК РФ носит единичный характер, что создает условия для недобросовестного поведения), повышение прозрачности и доступности процедур по реализации имущества в исполнительном и конкурсном производстве (перевод всех торгов на электронные площадки с упрощением доступа к ним для широкого круга потенциальных покупателей).

2) Внедрение новых инструментов, методов и процедур.

- Поощрение хорошей платежной дисциплины. Текущие механизмы управления проблемной задолженностью направлены главным образом на работу с «плохими» заемщиками и не содержат условий, побуждающих заемщиков к желательному поведению. Таким инструментом может стать, например, возможность снижения процентной ставки, возникающая у банка в результате сокращения размера средств, отвлекаемых на создание резервов на возможные потери по ссудам, при положительной платежной дисциплине заемщика.

- Развитие финансовой грамотности. На текущем этапе развитие финансовой грамотности, которая является одним из факторов добросовестного поведения заемщиков, является исключительно прерогативой государства. Возможно внедрение отдельных обучающих процедур в кредитный процесс банка. К примеру, можно предусмотреть обязательное информирование заемщиков о процедуре взыскания задолженности, их правах и обязанностях в таком случае, а также правовых последствиях в случае образования просроченной задолженности.

- Стандартизация реструктуризации и рефинансирования. В настоящее время изменение условий по текущему кредиту в благоприятную для заемщика сторону в связи с событиями, повышающими уровень кредитного риска (сокращение или утрата дохода, появление новых иждивенцев и пр.) носит трудоемкий и исключительный характер. Возможно предусмотреть безусловное право заемщика на реструктуризацию или рефинансирование



при соблюдении формальных требований. Это требует и изменения подходов к обязательному резервированию.

Изложенный перечень мероприятий не является законченным. Безусловно, вопросы развития механизмов управления проблемной задолженностью требуют детальной проработки и широкого обсуждения в экспертном сообществе.

Список литературы

1. Годовой отчет Банка России за 2016 г. // Банк России. – М., 2017. URL: http://www.cbr.ru/publ/God/ar_2016.pdf
2. Гражданский кодекс РФ (часть вторая): фед. закон №14-ФЗ от 26.01.1996 (действ. ред.) // Консультант Плюс. – Электрон. дан. – М., 2017.
3. Еремина Н., Комарова А. Россиян «придавило» долгами // Газета.ru, 30.05.2017. URL: <https://www.gazeta.ru/business/2017/05/30/10699019.shtml>
4. Ковбасюк Н. «Тревожная тенденция» – резкий рост кредитного мошенничества в 2016 г. // ИА Regnum, 06.03.2017. URL: <https://regnum.ru/news/2246002.html>
5. О банках и банковской деятельности: фед. закон от 02.12.1990 №395-1 (действ. ред.) // Консультант Плюс. – Электрон. дан. – М., 2017.
6. 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»: фед. закон от 03.07.2016 №230-ФЗ (действ. ред.) // Консультант Плюс. – Электрон. дан. – М., 2017.
7. О несостоятельности (банкротстве): фед. закон от 27.10.2002 №127-ФЗ (действ. ред.) // Консультант Плюс. – Электрон. дан. – М., 2017.
8. О потребительском кредите (займе): фед. закон от 21.12.2013 №353-ФЗ (действ. ред.) // Консультант Плюс. – Электрон. дан. – М., 2017.
9. О порядке формирования кредитными организациями резервов на возможные потери по ссудам, ссудной и приравненной к ней задолженности: положение ЦБ РФ от 26.03.2004 №254-П // Консультант Плюс. – Электрон. дан. – М., 2017.
10. Разумный Е. Плохие и реструктурированные долги составят 25% портфеля к концу года // Ведомости, 01.11.2016. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2016/11/02/663321-plohie-restruktirovannie-dolgi>
11. Статистические данные Банка России / Банк России. – М., 2017. URL: <http://cbr.ru/statistics/>
12. Статистические данные Росстата / Росстат. – М., 2017. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/

13. Статистические данные ФССП РФ / ФССП РФ. – М., 2017. URL: <http://fssprus.ru/statistics/>

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Шапошников И.Г. Управление проблемной задолженностью в контексте обеспечения устойчивости банковской системы России // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 53 – 61

Ivan G. Shaposhnikov

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

Non-performing loan management in the context of Russian banking system stability

Abstract. Functioning of financial markets and institutions strongly influences the social development. Nowadays, macroeconomic situation in Russia is unstable, therefore any stress in financial sphere is unwanted. This kind of stress can occur due to a huge bank failure.

Low quality of assets (credit risk evaluation, reserves and non-performing loan management) is a challenge for Russian banks. In 2017 the Bank of Russia has recalled licenses of 4 banks from Top-100 ranking due to those problems. At the beginning of this year, NPL-level in Russian banks has almost reached 8% level (a maximum since previous crisis). Experts say: 25% of loans in Russian banks are NPL-loans.

Current technologies of non-performing loan management do not work properly, therefore the considerable challenge is to improve them to assure banking system stability.

Keywords: loan, lending, credit risk, troubled debts, overdue debts, bank, banking system, bank reserves, bankruptcy, non-performing loan management (NPL).

References

1. Annual report by Bank of Russia for 2016 // Bank of Russia. – М., 2017. URL: http://www.cbr.ru/publ/God/ar_2016.pdf
2. Civil code (part two): federal law 26.01.1996 №14-FZ (current version) // Consultant Plus. – Digital data – М., 2017.
3. Eremina N., Komarova A. Russians are «pressed down» by debts // Gazeta.ru, 30.05.2017. URL: <https://www.gazeta.ru/business/2017/05/30/10699019.shtml>



4. Kovbasyuk N. «Distressing trend» – rapid rise in credit fraud // Regnum, 06.03.2017. URL: <https://regnum.ru/news/2246002.html>
5. About banks and banking: federal law 02.12.1990 №395-1 (current version) // Consultant Plus. – Digital data – M., 2017.
6. 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) // Consultant Plus. – Digital data – M., 2017.
7. About insolvency (bankruptcy): federal law 27.10.2002 №127-FZ (current version) // Consultant Plus. – Digital data – M., 2017.
8. About consumer loans: federal law 21.12.2013 №353-FZ (current version) // Consultant Plus. – Digital data – M., 2017.
9. About procedure of allowance for credit losses formation in credit organizations // order by Bank of Russia 26.03.2004 №254-P (current version) // Consultant Plus. – Digital data – M., 2017.
10. Razumny E. Troubled and restructured debts will reach 25% level in loan portfolio to the end of the year // Vedomosti, 01.11.2016. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2016/11/02/663321-plohie-restrukturirovannye-dolgi>
11. Statistics of Bank of Russia / Bank of Russia. – M., 2017. URL: <http://cbr.ru/statistics/>
12. Statistics of Russian statistic agency / Russian statistic agency. – M., 2017. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/
13. Statistics of Russian federal service of court bailiffs // Russian federal service of court bailiffs. – M., 2017. URL: <http://fssprus.ru/statistics/>

Please cite this article in English as:

Shaposhnikov I.G. (2017), “Non-performing loan management in the context of Russian banking system stability”, *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 53 – 61

УДК 336.71

Гурова Елена Павловна

*к.ф.н., ст. преподаватель
кафедры финансов, кредита и биржевого дела
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
г. Пермь, Россия
eg555a@yandex.ru*

Региональные банки РФ в контексте структурных финансовых процессов

Аннотация. В статье рассматриваются процессы, происходящие в последние годы в банковской системе РФ. Ввиду ряда кризисов, сложной экономической и политической ситуации ЦБ РФ ужесточает требования к банкам с целью повышения устойчивости банковской системы. В первую очередь это касается размера капитала, во вторую – нормативов достаточности капитала, уровня рисков, совершения операций с нерезидентами.

В контексте модернизации банковского сектора экономики было принято решение о его пропорциональном регулировании, то есть разделении банков по их возможностям и перспективам развития. В связи с этим предложены два вида лицензий на осуществление банковских операций (базовая и универсальная, различающиеся по объему прав) и выделение в отдельную категорию региональных банков, по сути, «специализированных» банков, изменение их регулирования, что прописано в подготовленном ЦБ РФ проекте ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Закон вступит в силу с 1 января 2018 г. Данные меры направлены на регулирование процессов в банковском секторе, повышение качества контроля за финансовыми процессами на кредитном рынке, стабилизацию национальной экономики, усиление ее конкурентоспособности и устойчивости.

Цель данной статьи: учитывая изменения в регулировании банковской деятельности, проследить и выявить изменения понятия «региональный банк», выявить основные проблемы и тенденции в функционировании региональных банков. Как известно, региональные банки обладают рядом особенностей функционирования, что неоднократно отмечалось в ряде работ отечественных исследователей и некоторых иностранных коллег. Тем не менее практически отсутствует комплексное изучение проблем развития региональных банков. Но и результаты имеющихся работ будут существенно скорректированы, ввиду нововведений в банковском секторе.

В статье действие указанных нововведений прослеживается через динамику дефолтов банков, что обусловлено спецификой банкротств региональных банков, одним из факторов влияния на которые является уровень концентрации, а также преобладанием критических оценок действий мегарегулятора и негативных прогнозов.

Ключевые слова: банковская система, пропорциональное регулирование, региональные банки, «специализированные» банки, национальная экономика.

В исследованиях отечественных ученых в течение последнего десятилетия периодически затрагиваются вопросы специфики региональных банков и региональных банковских систем, стратегии их развития и влияния на финансовые процессы, их роль в стабилизации национальной экономики; перспективы развития региональных кредитных организаций (речь об



исследовании не только банков, но и целостного кредитного сектора в регионах), роль региональных банков в трансформационной экономике (к которой относят современную экономику РФ), перспективы и проблемы, связанные с введением пропорционального регулирования банковского сектора.

Этим исследованиям сопутствовала тенденция: либо в первую очередь ученые концентрировались на изучении функционирования регионального сегмента банковской системы или определяли понятие «регионального банка» контекстуально в исследовании региона, не заостря предельного внимания на специфике регионального банка и зачастую принимая точку зрения ЦБ РФ, выраженную в ряде обзоров развития банковского сектора; либо исследования были сосредоточены на выведении полного понятия «регионального банка», включающего все нюансы его деятельности, через данное в исследовании определение анализировалась и рациональность действий регулятора, и проблемы функционирования и устойчивости региональных банков.

Так, в работах О.И. Голевой [4, 5] в качестве критериев регионального банка выделяются сильная территориальная привязка деятельности по кредитованию, принятие решений по иным направлениям инвестирования именно «в регионе», что дает региональным банкам конкурентные преимущества (как правило, это лучшая информированность об объекте инвестирования). Т.е. те инвестиционные ресурсы, которые аккумулируются в регионе, в регионе же и инвестируются (в большей степени, чем институциональными инвесторами других видов» [4]. В.А. Федосеева в одной из недавних статей выделяет ряд характеристик регионального банка, указываемых в комплексе работ большинства исследователей: «территориальное расположение банка в пределах региона (субъекта) РФ; региональные источники формирования собственного капитала банка; факт формирования пассивов в основном за счет средств населения и юридических лиц региона; факт реализации банковских продуктов и услуг в пределах региона» [9].

На протяжении последнего десятилетия исследователи регионального сектора отмечали, что проводимое ужесточение требований к выполнению банками нормативов пагубно сказывается на устойчивости региональных банков в силу экономически сложившегося ограничения объема их услуг и возможностей диверсификации рисков, а, соответственно, большей уязвимости по сравнению с крупными банками и их филиалами.

Основные положения исследований и предложения мер в отношении региональных банков в различных исследованиях мало отличаются.

Так, по словам д.э.н., профессора Г.Н. Белоглазовой, спровоцированный ужесточением требований к достаточности капитала «уход с рынка малых кредитных организаций сократит потенциал расширения банковских продуктов и услуг в регионах и никак не послужит повышению устойчивости банковской системы» [2]. При проведении мер, предназначенных для стабилизации и повышения устойчивости банковской системы, исследователь предлагает ориентироваться на неоднородность регионального сегмента и критерий «финансовой устойчивости»: «Использование административных рычагов селекции банков с упором на количественные критерии не создаст стимулов к консолидации капиталов, а лишь ослабит банковскую систему, обесценит

стоимость активов региональных кредитных организаций» [2]. Проводимое ЦБ РФ планомерное ужесточение требований к банкам направлено на консолидацию банковской системы, призванную повысить ее устойчивость. Тем не менее Г.Н. Белоглазова справедливо указывает на известный факт, что «наибольшей устойчивостью обладают диверсифицированные, многозвенные структуры, у которых состояние отдельных элементов определяется слабокоррелирующими между собой факторами» [2].

Понятие «региональный банк» также не прописано Г.Н. Белоглазовой, однако из контекста статьи следует, что она под региональным банком подразумевает малую кредитную организацию, малый банк. Других критериев регионального банка в материале исследования не выявлено (не наблюдается).

Консолидация банковской системы приведет к сокращению числа мелких и средних банков (в большей степени региональных), укрупнению капитала, будут отфильтрованы наиболее крупные устойчивые банки. Однако, помимо этого, произойдет снижение устойчивости экономики, поскольку именно мелкие и средние банки создают «подушку безопасности» в регионах в периоды кризиса и вывода средств крупных банков из регионов, что усугубляет кризисные процессы, распространяет кризис на регионы. Этим объясняется, в том числе, лаг, с которым региональные некрупные банки реагируют на кризисные события.

Результатам статьи Г.Н. Белоглазовой созвучно мнение А.А. Войлукова (начальника Главного управления Центрального банка Российской Федерации по Краснодарскому краю) в статье 2012 г. Он также выделяет негативное влияние требований к повышению размера капитала банков на функционирование и устойчивость банковской системы страны.

Рассматривая процесс сокращения банковских кредитных организаций по годам, исследователь отмечает, «что с 2009 г. при общем сокращении числа кредитных организаций в большинстве регионов идет ускорение этого процесса, тогда как в московском регионе – замедление. Если банковский сектор и далее будет сокращаться такими темпами, то через несколько лет в регионах практически не останется банков, с учетом масштабов наших территорий и стремления крупных банков оптимизировать свою структуру, подразумевающего сокращение филиалов» [3]. Справедливым представляется мнение практика о том, что «точно определить объем капитала, которым должен располагать банк или банковский сектор в целом, трудно <...> Под достаточностью капитала следует понимать способность банка компенсировать расходы и убытки, возникающие в его деятельности. При этом любой банк должен обладать достаточным объемом собственных средств, чтобы решить свои финансовые проблемы самостоятельно» [3]. Требование к повышению размера капитала до 1 млрд. руб. приведет либо к повышению рискованности капитала, либо к значительному сокращению числа банков (прежде всего, в регионах). Ни тот, ни другой вариант не является оптимальным.

А.А. Войлуков затрагивает существующую проблему перекоса банковской системы, напоминая о концентрации активов банковского сектора в Центральном округе (Московском регионе), что ведет к перекосу в развитии банковской системы и страны, снижению потенциала регионов. Еще одно положение статьи Войлукова, на которое стоит обратить внимание, оправдывается и в настоящее



время: «Для России, на наш взгляд, проблема заключается не в количестве банков, а в их качестве. А то, что банк крупный или малый, это не равнозначно «качественный» или «некачественный». Концентрация и централизация капитала, укрепление и возможное сокращение количества кредитных организаций – процесс неизбежный, конкуренция в банковском секторе со временем только усилится. Но этот процесс должен идти по экономическим законам. Выживут быстрые, готовые адаптироваться, изменять принципиальные позиции либо в целом, либо в каких-то отдельных направлениях банки» [3].

Следует отметить, что быстрыми, готовыми адаптироваться и гибко реагировать на изменения в экономике являются, прежде всего, средние и малые банки (то есть региональный сектор), но не крупные, которые нужной гибкостью не обладают, в первую очередь, ввиду сложной организационной структуры, большого количества филиалов, результатов слияний и поглощений, позволивших стать крупными, либо результатов укрупнения капитала и повышения его рискованности. Тем самым мы каждый раз возвращаемся к необходимости модернизации управления и регулирования регионального банковского сектора, повышению его устойчивости и диверсификации рисков регионального сектора.

А.А. Войлуков также не дает определение понятия «региональный банк», но подразумевает под ним банк, зарегистрированный не на территории Московского региона. Другими словами, в данной статье понятие (понимание) регионального банка увязывается не с его размерами, а с территориальным расположением, что, тем не менее, не устраняет расплывчатости в понимании данного сегмента банковской системы РФ.

Т.Н. Зверькова и А.И. Зверьков в своей статье делают попытку сформировать понятие регионального банка, исходя из истории развития банковской системы РФ, и на основании этого понятия проанализировать тенденции развития регионального сектора банковской системы на примере Оренбургской области. Так, по их мнению, региональный банк тождествен муниципальному банку (речь о возрождении муниципальных банков и закреплении их институционального статуса): авторы считают возможным «при определении статуса регионального банка исходить из того, что муниципальный банк – это банк, находящийся в совместной собственности региона, в том числе муниципальной, сочетающий выполнение общественной, коммерческой и благотворительной функций и нацеленный на стимулирование развития местной экономики» [6]. Тем самым появляются два критерия регионального банка: собственность региона и нацеленность на экономику региона, при этом отсутствуют территориальные характеристики, количественные характеристики, включая размер капитала, стратегии поведения и т.д.

Ряд особенностей функционирования регионального сектора банковской системы, выделенный авторами, остался прежним до настоящего времени и может быть выделен и при исследовании региональных банков Пермского края, или, если брать более крупные субъекты, то региональных банков Приволжского и Уральского федеральных округов.

Так, авторы статьи отмечают «неравномерность распределения банков по территории региона, ограничение возможностей по увеличению капиталов региональных банков, сосредоточение банковских капиталов в региональных

«финансовых центрах» и развитие депрессивных тенденций в экономике отдаленных районов региона, отсутствие стимулов удовлетворения потребностей региона и его населения, падение конкурентоспособности региональных банков по сравнению с инорегиональными, узкий ассортимент банковских услуг на региональном рынке» [6]. Стоит так же принять во внимание отмеченную авторами закономерность: «собственниками большей части региональных банков и значительной части крупных объектов реального сектора являются представители других регионов» [6], а это не способствует развитию экономики региона и повышению его конкурентоспособности.

М.В. Леонов также обращается к определению понятия «региональный банк» и к анализу выделяемых исследователями критериев «регионального банка». Ему принадлежит предложение в качестве критериев принять перечень лицензий на осуществление деятельности, указанный в Инструкции Банка России: «лицензией может ограничиваться осуществление операций в иностранной валюте, а также право привлечения во вклады денежных средств физических лиц, возможность установления корреспондентских отношений с иностранными банками. Кроме того, российский банк может получить генеральную лицензию, позволяющую осуществлять все виды банковских операций, а также вести деятельность за рубежом. Однако, как показывает анализ банковской системы России, вид лицензии не позволяет осуществить группировку, соответствующую особенностям их деятельности» [7]. Банки с одним и тем же видом лицензии существенно различаются по объему привлеченных средств населения и доле валютных активов, поэтому такой критерий нивелируется.

М.В. Леоновым упоминается существующий критерий, прописанный в одном из отчетов Банка России (2013 г.): «Банк России относит к группе региональных кредитных организаций все не зарегистрированные в Московском регионе кредитные организации, а к группе малых и средних – кредитные организации, не входящие в число двухсот крупнейших по активам» [7]. Тем не менее банки федерального уровня могут быть зарегистрированы вне Московского региона, а сокращение общего числа банков приводит к сдвигам в определении мелких и средних банков.

Исследователь справедливо указывает на то, что использование объема активов как одного из критериев выделения «регионального банка» также имеет существенные недостатки, поскольку провоцирует нарушение причинно-следственных связей. Объем активов зависит напрямую не от «региональности», а от качества менеджмента, уровня развития региона, наличия/отсутствия возможностей для расширения масштабов деятельности.

В качестве критериев М.В. Леонов предлагает территориальную ограниченность деятельности банка, структуру собственности, территориальное представительство и структуру собственников. Он также отмечает, что ужесточение требований к региональным банкам приведет к их уходу с рынка, и, как следствие, ухудшению конкурентной среды в региональной банковской системе и снижению потенциала развития региона.

Следует согласиться с выводами ученого: региональные банки «характеризуются малым объемом активов, высокой зависимостью от собственного капитала и привлеченных средств населения и юридических лиц.



Экономическая политика в области регулирования банковской деятельности должна быть направлена на формирование равных условий ведения деятельности и поддержание добросовестной конкуренции вне зависимости от региональной принадлежности банка» [7].

В настоящий момент ситуация в региональном банковском секторе остается практически такой же, как и 5 лет назад. Изменения в законодательстве, легитимирующие пропорциональное управление банковской системой, существенно не меняют состояние региональных банков в лучшую сторону.

Это отражается в исследовании Ш.Ш. Узденова. Нельзя не согласиться, что разделение лицензий на два вида – базовую и универсальную – при всей направленности на выполнение задач разделения региональных банков и банков федерального уровня и поддержание регионального сектора, повлечет в краткосрочном периоде «обратный эффект».

Так, сохраняется и усугубляется ситуация, когда представители крупного бизнеса как заемщики, более надежная клиентская база, будут утеряны для региональных банков, поскольку предпочтут филиалы более крупных инорегиональных банков. Таким образом, «ряд соответствующих банков в регионах потеряют своих основных клиентов – так называемых «градообразующих предприятий» [8].

Кроме того, существует и психологический фактор: «Нет никакого сомнения в том, что клиенты банков с «базовой» лицензией отнесутся с недоверием к таким «неполноценным» банкам, что повлечет отток клиентов из этих банков. Вместе с тем на настоящий момент банков с капиталом от 300 млн до 1 млрд руб. несколько сотен. Соответственно, если такое большое количество хоть и небольших по размеру капитала банков лишится существенной доли кредитных портфелей, остатков на расчетных счетах, банковских вкладов, то это, несомненно, негативно отразится на конкуренции в банковской системе, на стабильности банковской системы, и в целом на социально-экономическом развитии России» [8].

Тем самым вместо повышения устойчивости банковской системы и, соответственно, стабилизации национальной экономики постепенно грядут новые потрясения, связанные на этот раз не с внешними факторами, не с кризисом, а спровоцированные внутренними управленческими процессами.

Надо отдать должное: изменения в законодательстве, подготовленный ЦБ РФ проект ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (текст от 28.07.2016) учли давно назревавшие проблемы полноты определения понятия «региональный банк» и многочисленные предложения ученых-исследователей о критериях выделения региональных банков, о дифференцированной системе управления в отношении неоднородной банковской системы РФ, необходимости ослабить требования к региональным банкам и их поддержанию.

Так, в проекте Федерального закона установлено официальное определение «регионального банка»: «Региональный банк – кредитная организация, величина активов которой не превышает 7 млрд руб., имеющая право осуществлять

банковские операции, предусмотренные настоящим Федеральным законом, исключительно на территории субъекта Российской Федерации, в котором находится постоянно действующий исполнительный орган кредитной организации, и на территории субъектов Российской Федерации, граничащих с ним» (ч. 1 ст. 1 ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации»).

В определении учтены предложения о критериях территориальной сосредоточенности, однако они более расширены, включая территории субъектов РФ, граничащих с субъектом, на территории которого находится постоянно действующий исполнительный орган кредитной организации. С одной стороны, это позволит поддержать (а возможно, повысить) уровень конкуренции в региональных банковских системах. С другой стороны, спровоцирует «локальные заражения» региональных банков.

Выделение региональных банков как отдельной категории по размеру активов представляется субъективным, тем не менее этот критерий внедрен в определение. Величина активов не должна превышать 7 млрд руб. Однако при этом не учтена структура активов регионального банка, структура и качество его операций и уровень принимаемых рисков, поскольку только в комплексе, в совокупности показателей могут быть установлены объективные требования к региональным банкам.

По-прежнему будет сохраняться высокорискованность деятельности региональных банков, поскольку направленность их операций, прежде всего, на малый и средний бизнес (что регламентировано проектом закона) предполагает повышенный риск, хотя, с другой стороны, также и поддержку экономики региона и ее развитие. Тем не менее произойдет не диверсификация рисков, а их концентрация в региональных банках, что не будет способствовать их устойчивости. Это же относится к установлению нормативов для региональных банков. Их уровень остается прежним, не учитывая объем рисков данной категории банков.

Отмечаемый на протяжении длительного времени довольно серьезный разрыв между банками федерального уровня и региональными, как представляется, будет сохраняться, сохраняя и перекос в развитии банковской системы и в распределении функций и проводимых операций, их объема. В сущности, выделение региональных банков и разделение лицензий на два уровня фактически означает выделение только двух уровней банков – малых (региональные банки в законодательстве также прописаны как «сравнительно небольшие кредитные организации с ограниченным кругом банковских операций, бизнес-модель которых должна быть построена на привлечении средств от физических и юридических лиц конкретного региона и их размещении в кредиты местному населению и бизнесу (прежде всего, среднему и малому)») и крупных. Усиление разрыва ведет к неминуемой дальнейшей консолидации банков, волне слияний и поглощений ради соответствия новым требованиям (даже с учетом прописанной длительности перехода в два года) и снижению диверсифицированности банковской системы РФ, что само по себе означает усиление уязвимости национальной экономики.



С нашей точки зрения, вносимые изменения спровоцируют снижение концентрации банков в ряде регионов. В связи с этим последует новая волна банкротств: в предыдущих наших исследованиях* было показано влияние уровня концентрации на степень дефолтов банков в кризисный и посткризисный периоды.

Обозначенные выше процессы проанализируем на основании статистических данных по регионам.

Существует ряд исследований вероятности банкротства банков, в которых анализируется зависимость вероятности дефолтов от концентрированности банковской системы и конкуренции в банковской системе. Данные исследования немногочисленны, их выводы часто противоречивы.

По мнению Т. Temselidis (1991), чем более концентрирована банковская система, тем меньше вероятность наступления банковской паники («набега» вкладчиков на банк).

Различают уровень конкуренции в разных регионах D. Anzoategui, M. Pería, M. Melesky (2012). По мнению авторов, конкуренция сильнее в тех регионах, где ниже концентрация банков, в большей мере представлены филиалы банков, сильно экономическое/финансовое развитие. Немаловажно, что, по мнению S. Claeys, K. Schoors (2006), умеренная конкуренция приводит к снижению вероятности отзывов лицензий банков, в силу того что во избежание еще большего ослабления умеренной конкуренции ЦБ РФ менее склонен отзываться лицензии у региональных банков в регионах с малым присутствием кредитных организаций.

Распространено мнение, что конкуренция в банковской системе оказывает негативное влияние на вероятность банкротства банков. Так, результаты исследования T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine (2006) позволяют заключить, что банковские кризисы и дефолты банков менее вероятны в более концентрированной банковской системе. Хименесу Лопесу и Х. Саурино (2008) не удалось отметить значительное влияние концентрации банков на вероятность дефолта. В работе A. Berger, L. Klapper, R. Turk-Aris (2009) был сделан вывод, что конкуренция влияет на повышение риска дефолта в развитых странах, в то время как для развивающихся стран были получены неоднозначные результаты.

D. Martinez-Miera, R. Repullo (2008), развивая идею J. Boyd, G. DeNikolo (2005), предполагают несовершенную корреляцию невозврата кредитов, поскольку ужесточение конкуренции снижает процентные платежи «без дефолта кредитов», которые обеспечивают буфер на потери по ссудам. Авторы приходят к U-образной зависимости между конкуренцией и риском дефолта банков: усиление конкуренции повышает риск банкротства банков на высококонкурентных рынках, но уменьшает его на высококонцентрированных рынках.

* Доклад Е.П. Гуровой на тему «Траектория банкротств: оценка влияния уровня конкуренции на вероятность банкротства региональных банков» на конференции молодых ученых ИЭ РАН «Россия в глобальной экономике: новые вызовы и угрозы» (19.11.2015).

Немаловажно, что наблюдается достаточно заметное отличие динамики банковских дефолтов в течение кризисных и посткризисных периодов на территории Приволжского и Уральского федеральных округов.

С нашей точки зрения, особый исследовательский интерес представляет динамика банковских дефолтов именно в указанных регионах, поскольку именно на их территории в кризисные периоды зафиксировано большее число банкротств, по сравнению с другими регионами РФ. Исключение составляет Центральный федеральный округ, где традиционно наблюдается большое число дефолтов банков. Однако перманентное доминирование банкротств банков в Центральном федеральном округе обусловлено рядом причин, одна из которых – концентрация именно в этом регионе большой доли банков из общего числа зарегистрированных в РФ. Тем самым большая концентрация банков на территории потенциально обуславливает и большую концентрацию дефолтов. Между тем выведенная закономерность не позволяет заключить о большей вероятности дефолтов банков в ЦФО: следует учитывать соотношение (процентное, долевое) дефолтов банков к общему числу банков региона.

Следует обратить внимание на динамику банковских дефолтов, выстроенную на длительном временном промежутке (см. рис. 1 и рис. 2).

В соответствии с представленными графиками, можно отметить, что более сильная динамика случаев дефолта банков наблюдается в кризисные и предкризисные периоды в Приволжском федеральном округе (ПФО), в то время как ситуация в Уральском федеральном округе более стабильна (уровень банкротств практически не изменяется на протяжении всего рассматриваемого периода). Таким образом, можно отметить, что банки ПФО более резко реагируют на кризисные явления. В период кризиса 2008-2009 гг. различие динамики банкротств в двух регионах не столь существенно. Однако и в этот период наблюдается закономерность, которая впоследствии проявится более ярко: в кризисный период наблюдается пик дефолтов в ПФО, тогда как в УрФО, напротив, прослеживается снижение их уровня. Тем самым кризисные процессы оказывают наибольшее влияние на банковский сектор ПФО, банки ПФО более уязвимы.

Следует обратить внимание на ярко выраженную на приведенных диаграммах цикличность пиков и спадов банковских дефолтов в Приволжском федеральном округе. В сущности, «свечки» дефолтов наблюдаются не только в кризисные периоды, а с периодичностью в год-два. При этом немаловажно, что если для банков УрФО свойственна чувствительность к кризисным явлениям непосредственно в кризисные периоды, увеличение числа банкротств банков в посткризисный период (что свидетельствует о запоздалой, лаговой реакции региональных банков на кризисные явления), то волна банкротств банков в ПФО наблюдается в кризисные и предкризисные периоды. Это важно, поскольку подобная закономерность еще не была отмечена в специальной литературе. При этом в динамике дефолтов банков в ПФО прослеживается тенденция к увеличению их числа в предкризисные периоды. Так, в соответствии с графиком, в 2014 г. в Приволжском федеральном округе потерпели дефолт 10 банков. Можно говорить о своеобразном предчувствии кризиса: банки быстро реагируют на первые признаки приближающегося кризиса.



Рис. 1. Дефолты банков в ПФО и УрФО в 2007 – 2017 гг.

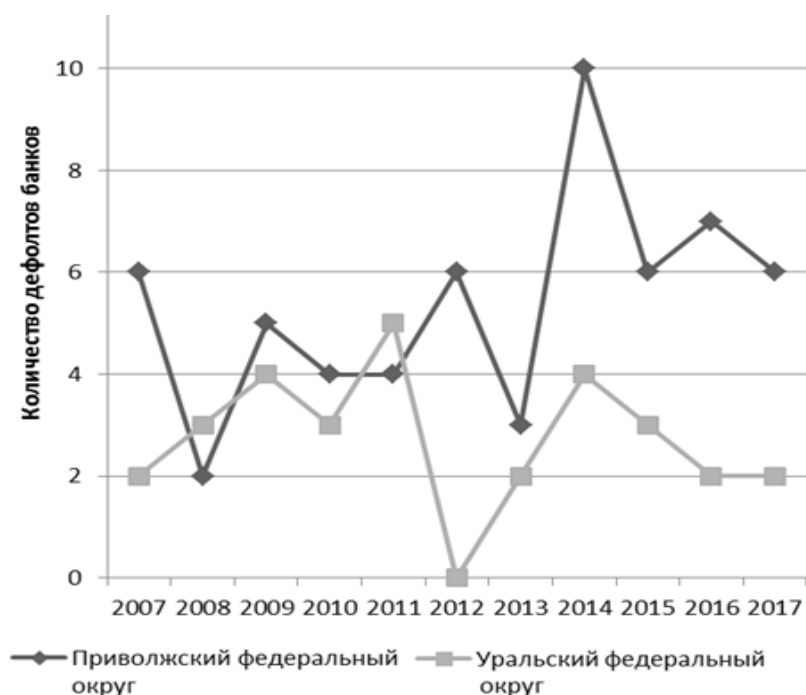


Рис. 2. Взаимосвязь дефолтов банков ПФО и УрФО в 2007 – 2017 гг.

Тем не менее полученная динамика дефолтов не свидетельствует о прямом влиянии ужесточения требований к банкам. На это может указывать стабильно высокий уровень банкротств (отзывов лицензий и ликвидации банков), наблюдаемый в 2015 – 2017 гг. Кроме того, волна банкротств затронула те регионы, которые до указанного периода были устойчивы к банкротствам (например, Республика Татарстан, Республика Башкортостан) в силу специфики

экономики региона и ряда решений, принимаемых властными структурами региона.

Динамика дефолтов банков по субъектам ПФО и УрФО представлена на рис.3.

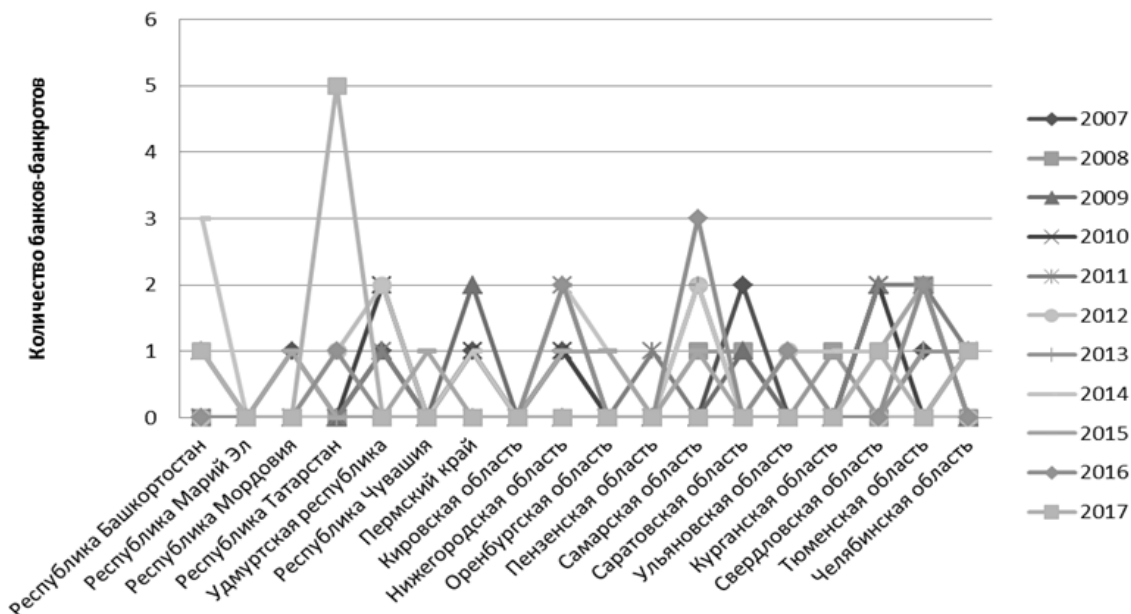


Рис. 3. Концентрация дефолтов банков по субъектам ПФО и УрФО с 2007 по 2017 гг.

Приведенная статистика может объясняться, прежде всего, тем, что на концентрацию банкротств влияет уровень конкуренции в регионе. Можно предположить, что существует обратная зависимость между уровнем конкуренции в регионе и уровнем банкротств.

Индекс концентрации в данном случае рассчитывался, как отношение количества банков (кредитных организаций), зарегистрированных на территории региона (области, края, республики), к количеству филиалов банков, расположенных на той же территории. Недостаток данного показателя заключается в том, что не учитываются доли банков и филиалов банков, работающих на территории региона. В данном случае для исследования следовало рассчитать индекс Херфиндаля-Хиршмана, тогда мы получили бы скорректированные и более точные результаты, однако данные о размере активов филиалов кредитных организаций не опубликованы в открытом доступе. Тем не менее по нашему показателю также можно сделать вывод о степени концентрации банковской системы на территории региона и ее непосредственном влиянии на уровень банкротств банков в регионе.

Следует отметить, что можно выделить несколько интервалов значений индекса концентрации собственных банков, достаточно стабильно соответствующих определенному уровню концентрации дефолтов (см. рис. 4).

Ввиду полученных результатов, представляется рациональным выделить особо период с 2015 по 2017 гг.

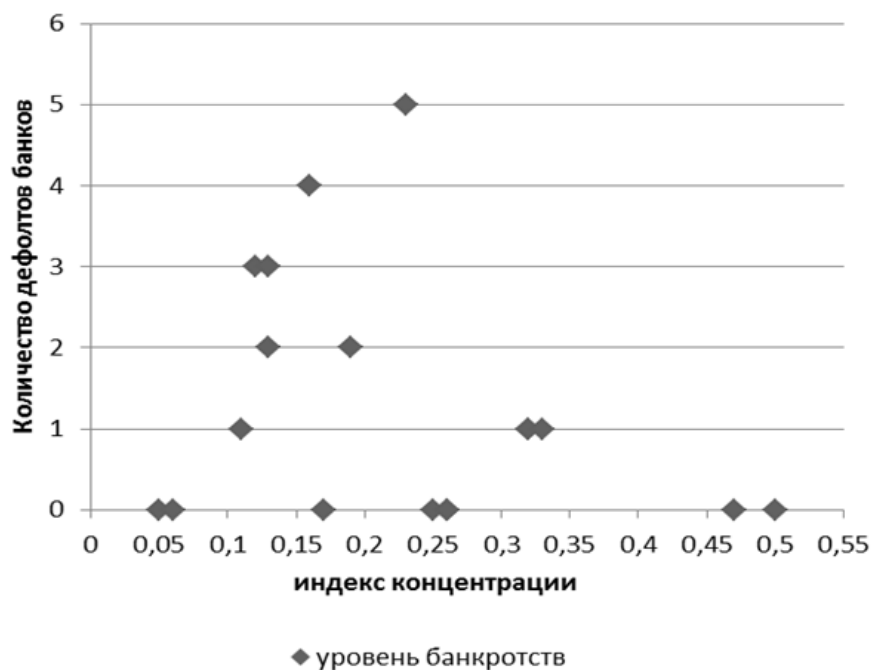


Рис. 4. Зависимость уровня банкротств от уровня концентрации банков 2007–2013 гг.

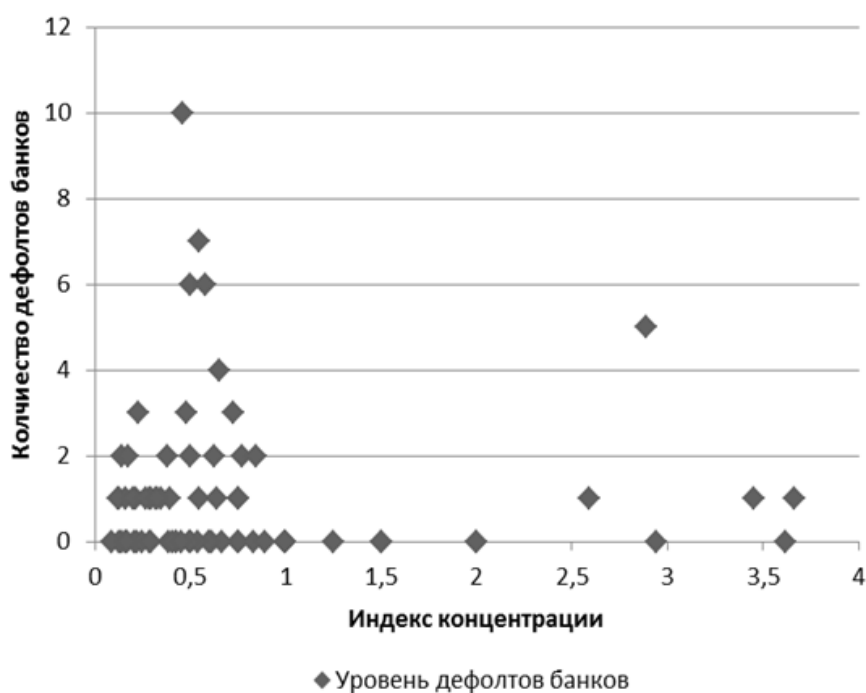


Рис. 5. Зависимость уровня банкротств от уровня концентрации банков (2015 – 2017 гг.)

Следует обратить внимание на интервалы пиков и спадов банкротств «нестолличных» региональных банков в зависимости от уровня концентрации. В целом, диапазон значений индекса концентрации, в котором с разной интенсивностью наблюдаются скопления дефолтов, включает значения от 0,11 до 0,33. При значениях индекса концентрации ниже и выше указанного интервала

дефолты банков в кризисный период не наблюдаются. Тем не менее, следует также обратить внимание на динамику уровня дефолтов (концентрации дефолтов банков региона) в зависимости от значения индекса концентрации.

Так, в соответствии с графиком, представленным на рис. 4, при значениях индекса концентрации от 0,12 до 0,19 наблюдается от 2 до 4 дефолтов в течение кризисного периода. Немаловажно, что в этот интервал попадают банки, расположенные на территории Пермского края, Удмуртской Республики и Нижегородской области. Индекс концентрации для этих областей находится в диапазоне от 0,12 до 0,13, для этого же диапазона характерна стабильно достаточно высокая частотность банкротств банков.

Наибольший пик банкротств отмечается при значении индекса концентрации 0,23 (5 банкротств в Свердловской области). Редкие разрозненные случаи дефолта банков можно наблюдать при значениях индекса 0,11 и от 0,32 до 0,33 (как правило, один случай дефолта в течение всего кризисного и посткризисного периода). В этот интервал попали банки Челябинской области, Республики Башкортостан, Самарской и Курганской областей.

В 2015 – 2017 гг. (рис. 5) ситуация незначительно меняется: интервалом, на котором наблюдается наибольшее скопление дефолтов, становится промежуток 0,5 – 0,74. Влияние на изменение ситуации, с нашей точки зрения, оказала совокупность факторов, как то: кризис, политика ЦБ РФ по ужесточению требований к региональным банкам, процессы, свойственные экономике в период адаптации и восстановления.

Нельзя не отметить и сопутствующее снижение уровня активов региональных банков в этот период, вызванное теми же причинами.

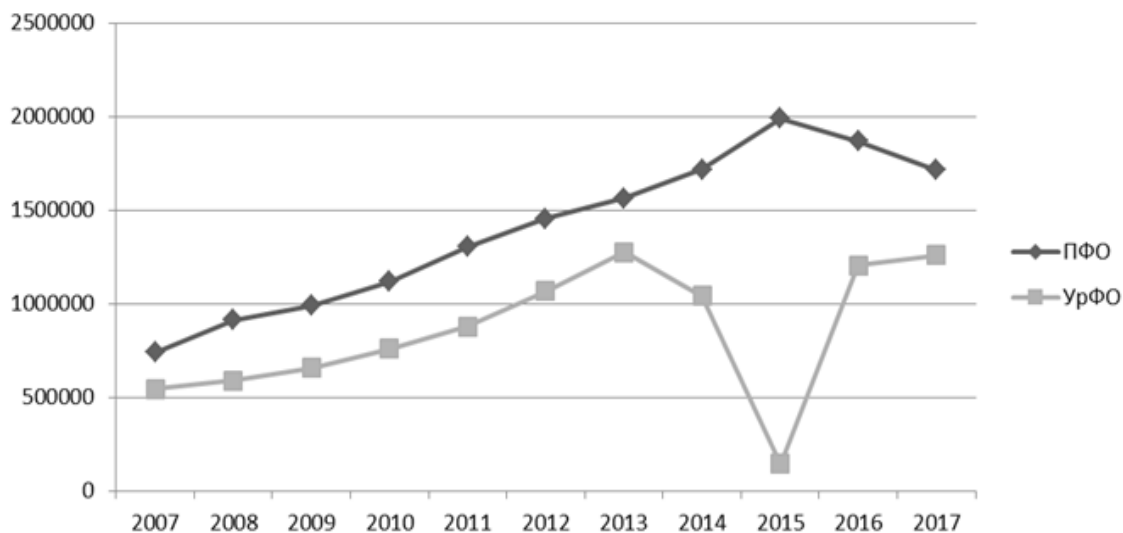


Рис. 6. Концентрация активов региональных банков в ПФО и УрФО (2015 – 2017 гг.), млн. руб.

Подводя итоги, можно заключить, что предполагаемые результаты политики ужесточения требований к банкам не получили однозначного подтверждения. Мы выявили, действительно, снижение концентрации банков в отдельных субъектах ПФО и УрФО и, соответственно, повышение уровня дефолтов. Однако



зависимость уровня концентрации банков и уровня дефолтов претерпевает изменения в период с 2015 по 2017 гг. и дает иные результаты, нежели в более ранних периодах. В целом, на вероятность банкротства банков региональной банковской системы влияет совокупность факторов. Одним из важнейших влияющих факторов представляется внешняя среда, региональная принадлежность, региональная экономическая политика.

Список литературы

1. Проект Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (подготовлен ЦБ РФ) (не внесен в ГД ФС РФ, текст по состоянию на 28.07.2016) // <https://www.consultant.ru/law/hotdocs/50857.html>
2. Белоглазова Г.Н. Стратегия развития регионального сегмента банковской системы // Банковское дело. - №2. – 2011. – С. 34 – 37.
3. Войлуков А.А. Перспективы развития региональных кредитных организаций // Деньги и кредит. - №11. – 2012. – С. 12 – 16.
4. Голева О.И. Модель влияния институциональных инвесторов на развитие территории (на примере Пермского края) // Актуальные проблемы формирования механизма функционирования финансового рынка Российской Федерации. - № 9. – 2013. – С. 23 – 40.
5. Голева О.И. О системе показателей деятельности институциональных инвесторов в регионе // Актуальные проблемы формирования механизма функционирования финансового рынка Российской Федерации. - № 6. – 2010. – С. 10 – 22.
6. Зверькова Т.Н., Зверьков А.И. Региональные банки в трансформационной экономике // Банковское дело. - № 7 (487). – 2012. – С. 15 – 25.
7. Леонов М.В. Региональные банки в банковской системе России // Пространственная экономика. - №2. – 2015. – С. 116 – 131.
8. Узденов Ш.Ш. О проекте пропорционального регулирования в банковской сфере России // Вестник университета им. О.Е. Кутафина. - №1.- 2017. – С. 98 – 104.
9. Федосеева В.А. К вопросу о влиянии сектора региональных банков на уровень экономической безопасности регионов России // Вестник Пермского университета. Серия «Экономика». – Вып. 1(28). – 2016. – С. 120 – 128.
10. Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. Bank Concentration, Competition and Crises: First Results // Journal of Banking and Finance. № 30. P. 1581 – 1603. 2006.
11. Lopez J., Saurina J. How Does Competition Impact Bank Risk Taking. Working Paper. Bank of Spain. 2008.

12. Berger A., Klapper L., Turk-Aris R. Bank Competition and Financial Stability // Journal of Financial Services Research. № 21. P. 849 – 870. 2009.
13. Martinez-Miera D., Repullo R. Does Competition Reduce the Risk of Bank Failure? // CEPR Discussion Paper. № 6669. 2008.
14. Boyd J., G. De Nigro The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited // Journal of Finance LX. № 3. P. 1329 – 1343. 2005.
15. Temselidis T. Evolution, Coordination and Banking Panics // Journal of Monetary Economics. Vol. 40 (1). P. 163-183. 1997.
16. Anzoategui D., Peria M., Melecky M. Bank competition in Russia: An examination at different levels of aggregation // Emerging Markets Review. Vol. 13. No. 1. P. 52 – 53. 2012.
17. Claey's S., Schoors K. Bank supervision Russian style: Evidence of conflicts between micro- and macro-prudential concerns // Journal of Comparative Economics. 2007. Vol. 35. No. 3. P. 63 – 657. 2007.
18. <http://www.cbr.ru>

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Гурова Е.П. Региональные банки РФ в контексте структурных финансовых процессов // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 62 – 78

Elena P. Gurova

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

Regional banks in the context of structural financial processes

Abstract. The article deals with the processes occurring in recent years in the banking system of the Russian Federation. Due to a number of crises, a difficult economic and political situation, the Central Bank of Russia tightens requirements to banks in order to increase the stability of the banking system. First, it concerns the size of the capital, the second - the capital adequacy requirements, the level of risks, the transactions with non-residents.

In the context of the modernization of the banking sector of the economy, a decision was taken on its proportional regulation, which implied the division of banks according to their capabilities and prospects for development. In this regard, two types of licenses for banking operations and the allocation of regional banks in a separate category were proposed. Changes in regulation were registered in the draft Federal Law prepared by the Central Bank of the Russian Federation "On Amending Certain Legislative



Acts of the Russian Federation”. The law will enter into force on January 1, 2018. These measures are aimed at regulating processes in the banking sector, improving the quality of control over financial processes in the credit market, stabilizing the national economy, enhancing its competitiveness and sustainability.

Considering changes in the regulation of banking activities, the purpose of the article was to trace the changes in the concept of “regional bank”, as well as to identify the main problems and trends in the functioning of regional banks. As you know, regional banks have many features of functioning. This was repeatedly noted in several works of domestic researchers and some foreign colleagues. Nevertheless, there is practically no comprehensive study of the development problems of regional banks. Moreover, the results of the existing work should be substantially adjusted, considering the innovations in the banking sector.

The article traces the effect of these innovations through the dynamics of banks defaults. This is due to the specifics of the bankruptcies of regional banks, one of the factors influencing which is the level of concentration, as well as the prevalence of critical estimates of mega-regulator actions and negative forecasts.

Keywords: banking system, proportional regulation, regional banks, “specialized” banks, national economy.

References

1. Draft Federal Law “On Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation” (prepared by the Central Bank of the Russian Federation) (not submitted to the State Duma of the Russian Federation, text as of July 28, 2013) // <https://www.consultant.ru/law/hotdocs/50857.html>
2. Beloglazova G.N. Strategy of the development of the regional segment of the banking system // Banking. - №2. - 2011. - p. 34-37.
3. Voylukov A.A. Prospects for the development of regional credit organizations // Money and credit. - № 11. - 2012. - p. 12-16.
4. Goleva O.I. Model of the influence of institutional investors on the development of the territory (on the example of the Perm region) // Actual problems of the formation of the mechanism for the functioning of the financial market of the Russian Federation. - No. 9. - 2013. - p. 23-40.
5. Goleva O.I. About the system of indicators of the activity of institutional investors in the region // Actual problems of formation of the mechanism of functioning of the financial market of the Russian Federation. - No. 6. - 2010. - p. 10-22.
6. Zverkova T.N., Zverkov A.I. Regional banks in the transformational economy // Banking. - No. 7 (487). - 2012. - p. 15-25.
7. Leonov M.V. Regional banks in the banking system of Russia // Spatial Economics. - №2. - 2015. - p. 116-131.
8. Uzenov Sh.Sh. On the Project of Proportional Regulation in the Banking Sector of Russia // Vestnik of the Vavilov University. O.E. Kutafina. - No. 1.- 2017. - p. 98-104.

9. Fedoseeva V.A. On the issue of the influence of the sector of regional banks on the level of economic security of Russian regions // Bulletin of Perm University. Series "Economics". - Вып. 1 (28). - 2016. - p. 120-128.
10. Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. Bank Concentration, Competition and Crises: First Results // Journal of Banking and Finance. No. 30. P. 1581-1603. 2006.
11. Lopez J., Saurina J. How Does Competition Impact Bank Risk Taking. Working Paper. Bank of Spain. 2008.
12. Berger A., Klapper L., Turk-Aris R. Bank Competition and Financial Stability // Journal of Financial Services Research. No. 21. P.849-870. 2009.
13. Martinez-Miera D., Repullo R. Does Competition Reduce the Risk of Bank Failure? // CEPR Discussion Paper. № 6669. 2008.
14. Boyd J., G. De Nikolo The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited // Journal of Finance LX. No. 3. P. 1329-1343. 2005.
15. Temselidis T. Evolution, Coordination and Banking Panics // Journal of Monetary Economics. Vol. 40 (1). P. 163-183. 1997.
16. Anzoategui D., Peria M., Melecky M. Bank competition in Russia: An examination at different levels of aggregation // Emerging Markets Review. Vol. 13. No. 1. P. 52-53.2012.
17. Claey's S., Schoors K. Bank supervision Russian style: Evidence of conflicts between micro- and macro-prudential concerns // Journal of Comparative Economics. 2007. Vol. 35. No. 3. P. 63-657. 2007.
18. <http://www.cbr.ru>

Please cite this article in English as:

Gurova E.P. (2017), "Regional banks in the context of structural financial processes", *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 62 – 78



УДК 338.984

Воронин Дмитрий Михайлович

*ст. преподаватель
кафедры финансов, кредита и биржевого дела
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
г. Пермь, Россия
voronin.d@outlook.com*

К вопросу о финансово-экономическом моделировании в условиях инфляции

Аннотация. В отечественной теории и практике проведения финансово-экономической оценки инвестиционных проектов в настоящее время не выработался единый и общепринятый подход к пониманию того, каким образом следует проводить расчёты эффективности инвестиционных проектов. Более того, существует определённый разрыв между отечественным и зарубежными подходами по данному вопросу, продиктованный отчасти особенностями экономических систем, в которых реализуются инвестиционные проекты, а также имеющимся опытом реализации проектов.

Целью данной статьи является определение необходимого и достаточного набора подходов к проведению корректной финансово-экономической оценки, а также прояснение вопроса различий между понятиями финансовой и экономической оценки, структурирование и систематизация понятийного аппарата проведения расчётов. Для решения поставленной задачи рассмотрены различные точки зрения на проблему оценки эффективности реализации инвестиционных проектов и проведены расчёты на конкретном примере проекта реального сектора, приведены отдельные рекомендации к подготовке нормативно-методических документов и указаны нюансы проведения практических расчётов.

В работе использованы необходимые подходы и методы – анализ и синтез, группировка и обобщение, классификация, методы финансового планирования, сравнительный анализ, графический метод и метод моделирования.

Полученные результаты позволят совершенствовать и гармонизировать подходы к проведению финансово-экономической оценки среди отечественных специалистов в данной области, продолжить научную дискуссию о выработке общепринятых подходов к проведению оценки эффективности инвестиционных проектов в частности в области добычи нефти и газа.

Ключевые слова: инфляция, дисконтирование, инвестиции, планирование, добыча нефти, нефть, эффективность, NPV, проект, неопределённость.

При проведении оценки экономической эффективности инвестиционных вложений рано или поздно встаёт вопрос, каким образом подходить к прогнозированию денежных потоков – с учётом инфляции или без? От ответа на данный вопрос будут зависеть значения получаемых показателей экономической эффективности и в последующем выводы, сделанные на основании их значений.

Современные подходы к проведению финансово-экономической оценки основываются на методе дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flow method, DCF). В свою очередь подходы к построению денежного потока не

являются общепринятыми в части необходимости учёта или не учёта инфляции в расчётах. Естественно, существуют ситуации, в которых по большому счёту нет задачи выбора подхода к проведению оценки, например, в случае, когда оцениваемый проект является краткосрочным (в периоде около года вклад инфляции незначителен), либо, когда уровень инфляции в экономике на горизонте планирования незначителен (показатели с и без инфляции не будут иметь значительного расхождения), также можно отметить ситуацию, при которой реализуются низкобюджетные проекты и трудозатраты на глубокую их проработку не являются необходимостью, а неточность расчётов укладывается в допустимую погрешность.

Для поиска ответа на вопрос, как поступать в ситуациях, отличных от указанных выше, обратимся к существующему нормативно-методическому инструментарию. В первую очередь определим базовые понятия.

Расчёт в *текущих ценах* предполагает построение денежных потоков *без учёта инфляции*, в ценах базового года, как правило первого года (периода) проведения расчётов или в ценах, действующих на момент проведения расчёта. Такой расчёт ещё принято называть расчётом в *реальных ценах*.

Прогнозные или *номинальные* цены требуют отражения в денежных потоках *вклада инфляции* (как в части расходов, так и в части доходов). Заметим, что ставки, существующие на рынке в данный момент времени, являются номинальными.

В качестве базового нормативно-методического руководства, доступного для широкого круга заинтересованных лиц при оценке проектов, отметим Методическое пособие по разработке бизнес-планов [1], подготовленное Комитетом по инвестиционной политике ТПП РФ. Здесь рекомендованной формой прогнозирования в финансовой модели является построение прогнозов с использованием инфляции. Инфляцию рекомендуется определять с учётом индивидуальных особенностей проекта, а при отсутствии детальных данных допускается применять прогнозы, публикуемые в сценарных условиях Министерства экономического развития РФ (как правило, эти прогнозы публикуются на три года, обобщенные предположения делаются и на более длительный срок). При этом отмечается, что допускается проводить расчёты и в реальных ценах (без учёта инфляции).

По мнению автора, в отечественной практике наиболее полными и детально проработанным являются Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов [2], разработанные под руководством В.В. Коссова, В.Н. Лившица и А.Г. Шахназарова, также утверждённые Минэкономки РФ, Минфином РФ, Госстроем РФ 21.06.1999 № ВК 477 [3]. Согласно им, при оценке эффективности следует учитывать влияние инфляции (в разрезе элементов). Вводится понятие дефлированных цен – дефлированными называются прогнозные цены, приведенные к уровню цен фиксированного момента времени путем деления на общий базисный индекс инфляции. Денежные потоки следует строить сначала в прогнозных ценах, затем итоговый денежный поток в целях оценки показателей эффективности дефлировать (указывается, что допустимо проводить оценку в текущих ценах, а при различии результатов предпочтение следует отдавать результатам расчетов в дефлированных ценах). Однако,



рекомендации также содержат указание на целесообразность проведения оценки проекта в целом и в прогнозных ценах. На основании каких значений показателей эффективности (рассчитанных с учётом или без инфляции) принимать инвестиционное решение не указывается, очевидно, оба набора показателей должны удовлетворять критериям эффективности для инвестора.

Можно рассмотреть подходы к построению денежных потоков инвестиционных проектов в отечественной практике на основании требований банков к финансово-экономическим моделям, предъявляемым заёмщиками в целях получения инвестиционного кредита или проектного финансирования [4]. Для получения финансирования от ВЭБ (Банка развития) подойдёт модель как в реальных, так и в номинальных ценах, ПАО «Сбербанк» также не предъявляет однозначных требований к предоставляемым расчётам. Как правило, уже в процессе работы с заявкой банк совместно с инициатором прорабатывают различные варианты оценки экономической эффективности проекта для разных участников. ОАО «Россельхозбанк», например, предлагает предоставлять заявку на финансирование с моделью, построенной в постоянных ценах (без учета инфляции) [5] и указывает на необходимость подготовки расчётов в соответствии с Методическими рекомендациями № ВК 477. В целом анализ показывает отсутствие явных требований к предоставляемым расчётам в силу специфичности и многообразности самих реализуемых инвестиционных проектов – кредитные специалисты традиционно рассматривают проекты в индивидуальном порядке.

Обратимся к зарубежному опыту. На наш взгляд наиболее удачно европейский опыт отражает «Руководство по оценке экономической эффективности инвестиционных проектов» (Guide to Cost Benefit Analysis of Investment Projects) [6], подготовленное Европейской комиссией в целях финансирования проектов за счёт Европейских фондов (European structural and investment funds, ESIF) в области исследований и инноваций, поддержки экологически чистой экономики, устойчивого развития, поддержки малого бизнеса и т.д. Так Руководство предполагает по общему правилу проведение финансово-экономической оценки в реальных ценах (без учёта инфляции) – в ценах базисного года. Использование же номинальных цен (скорректированных на ИПЦ) предполагает прогнозирование инфляции, что не является обычно требуемой задачей, однако, если предполагается различное изменение цен по отдельным статьям, то такое расхождение должно быть учтено в прогнозе денежных потоков.

В качестве отражения американского опыта можно привести «Руководство по экономическому анализу инвестиционной деятельности» Всемирного банка [7], которое рекомендует проводить оценку экономической эффективности проектов в реальных ценах (без учёта инфляции).

На основании рассмотренных аспектов можно отметить следующее, мировой опыт реализации весомых по своему значению (срокам, бюджетам, эффекту и т.д.) проектов показывает целесообразность проведения оценки экономической эффективности проектов в реальных ценах. По мере снижения требований к качеству проработки проектов допустимым является расчёт в номинальных ценах.

Отечественная практика расчёта ключевых показателей эффективности на основании денежных потоков с учётом инфляции неоднократно обсуждалась в научных кругах, например, в череде статей В.Н. Лившица и П.Л. Виленского [8]. Следует отметить, что теоретически корректным подходом в оценке эффективности инвестиционного проекта (при расчёте NPV, IRR, PI, DPP) является приведение денежных потоков к единой покупательной способности денег – использование реальных цен. Для оценки же финансовой реализуемости проекта следует использовать номинальные (прогнозные) цены.

Заметим, что в любом случае инфляционная составляющая в финансово-экономической модели должна быть явно выделена в целях корректного построения бюджета движения денежных средств, например, для планирования потребности в привлечении финансовых ресурсов.

Примечателен тот факт, что зарубежные подходы предлагают ввиду сложности прогнозирования темпов инфляции на длительный период проводить оценку финансовой состоятельности также в реальных ценах, очевидно, принимая во внимание относительно низкий общий уровень инфляции в развитых экономиках.

В целом сложностью разделения видов денежных потоков (реального и номинального) для проведения экономической и финансовой оценки инвестиционного проекта, а также неоднозначностью оценки уровня инфляции (общего и по отдельным категориям) можно объяснить популярность проведения расчётов в отечественной практике в номинальных ценах – с учётом инфляции. При этом следует строго соблюдать следующее правило – ставка дисконтирования и дисконтируемые денежные потоки должны быть сопоставимы (с учётом инфляции или без учёта). То есть, если анализ проводится в текущих ценах, то ставка дисконтирования должна быть реальной, если же используются прогнозные цены, то ставка дисконтирования должна быть номинальной. С другой стороны, следует ставить вопрос не именно о проведении всех расчётов в реальных или номинальных ценах, а о разделении методических подходов к проведению экономической оценки и финансовой состоятельности инвестиционного проекта.

Обратим внимание и на второе важное правило проведения расчётов, отражающее переход от номинальных ставок к реальным, соблюдение которого не всегда очевидно для инициаторов проекта (так называемое уравнение Фишера):

$$(1 + n) = (1 + r) \cdot (1 + i) \quad (1)$$

где:

n – номинальная ставка, r – реальная ставка, i – уровень инфляции.

Другим зачастую неочевидным фактором, приводящим к ошибкам в расчётах, является использование номинальной процентной ставки по кредиту при оценке эффективности участия в проекте для акционера при условии проведения такой оценки в текущих ценах.



Отдельно отметим применение понятия постоянных (неизменных) и реальных цен. Иногда можно встретить ситуацию, когда под реальными или текущими ценами понимаются постоянные цены, то есть неизменная на всём горизонте проекта величина. Такой подход не является корректным в силу того, что за исключением фактора инфляции цены (доходы и расходы) могут изменяться под влиянием других факторов: рыночных – в результате изменения спроса и предложения, а также политических, производственных, технологических и других рисков. Например, неурожай пшеницы может вызвать снижение объёма её предложения на рынке, что выразится в росте цен на хлеб.

Рассмотрим подходы к проведению оценки экономической эффективности на примере проекта разработки нового нефтяного месторождения. Проект в области нефтегазодобычи (как и большинство других проектов в добывающей промышленности) является долгосрочным, связан с понесением широкого спектра затрат, имеет долгий инвестиционный цикл, таким образом инфляция должна существенно влиять на ключевые показатели эффективности. Будем проводить оценку эффективности реализации самого проекта (операционная и инвестиционная деятельность) без рассмотрения схемы финансирования.

С учётом текущей волатильности цен на нефть и большого горизонта планирования в нефтегазовой отрасли вопрос экономической оценки усложняется необходимостью планирования цен на углеводороды, в частности на нефть. Перспективным выглядит в этой связи использование прогнозного (номинального) варианта цен и текущего, приравненного к постоянным ценам. Другими словами, планирование колебаний рыночных цен на нефть за счёт факторов, отличных от инфляции в долгосрочной перспективе весьма субъективно и может рассматриваться в рамках сценарного анализа или анализа чувствительности проекта, в то время как использование постоянных цен (сложившихся на данный момент или в среднем за данный период) позволяет упростить расчёт (главным образом с точки зрения подготовки исходных данных).

Разработка месторождения в рассматриваемом случае предполагает 12-летний инвестиционный этап и 26-летний эксплуатационный, с началом добычи углеводородов с шестого года разработки. Схема разработки предполагает бурение 35 добывающих скважин, организацию системы поддержания пластового давления (10 скважин), проведение мероприятий по повышению нефтеотдачи пластов. Инвестиционные затраты также включают организацию системы сбора и транспорта углеводородов до ближайшей инфраструктуры. Отметим, что структура затрат проекта отражает влияние различных по видам индексов инфляции – роста заработной платы, затрат на электроэнергию, индексов цен промышленности и капитальных вложений. Структура затрат проекта приводится в (табл. 1).

Таблица 1

Структура затрат проекта разработки месторождения за 30 лет

Показатель, млн руб.	Постоянные цены	Номинальные цены	Отклонение
Инвестиционные расходы	4 823	6 264	+30%
Операционные расходы	2 552	4 486	+76%
Выручка от реализации	34 516	69 319	+101%
Налоговые платежи *	18 450	38 564	+93%

* НДС, налог на имущество, налог на прибыль

Как можно заметить, в долгосрочной перспективе инфляция существенно влияет на абсолютные значения основных параметров проекта. Инвестиционные расходы менее всего подвержены влиянию в силу их осуществления преимущественно на ранних фазах инвестиционного проекта.

Можно сделать вывод, что планировать потребность в финансовых ресурсах следует именно в номинальных ценах, а проведение расчётов в текущих ценах не позволит корректно спрогнозировать стратегические ориентиры в части движения денежных средств. Графически различия в статьях по табл. 1 представлены по периодам реализации проекта (годам) на рис. 1.

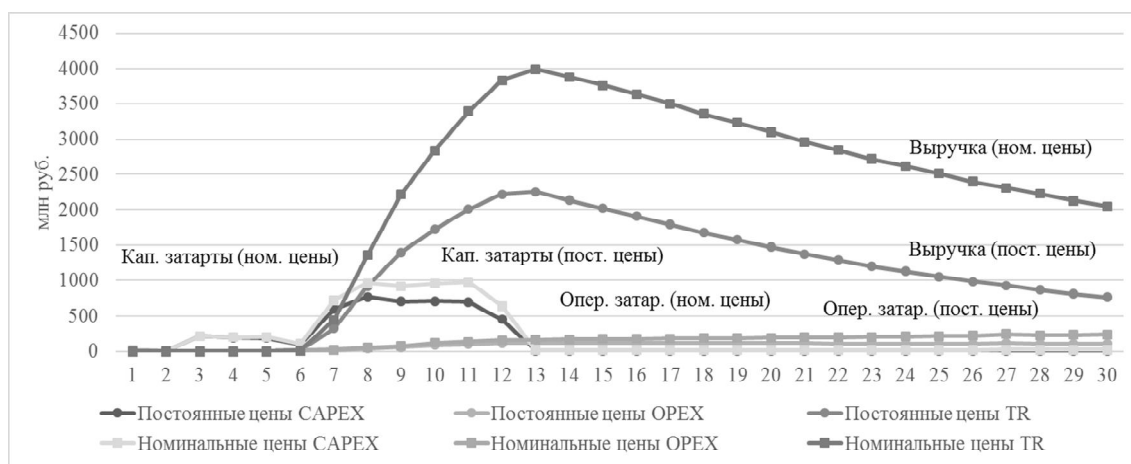


Рис. 1. Расходования по основным статьям проекта

На основании подготовленных двух вариантов денежных потоков рассчитаем основные показатели экономической эффективности проекта (табл. 2). Дополнительно согласно подходам Методических рекомендаций № ВК 477 [3], рассчитаем дефлированный денежный поток по общему индексу (ИПЦ). Для расчёта показателей эффективности примем в качестве корпоративной ставки (номинальной или рыночной) – 15%, для расчёта реальной воспользуемся уравнением Фишера и получим – 10,58%. В качестве уровня инфляции была использована ставка в размере 4%, соответствующая целевому уровню инфляции ЦБ РФ [9].

Таблица 2

Показатели эффективности проекта

Показатель	Постоянные цены	Номинальные цены	Дефлированные цены
NPV, млн руб.	916*	1 212**	1 318**
PI	1,41	1,57	1,21
DPP, лет	15	13	12
IRR, %	18%	26%	21%

*здесь и далее ставка дисконтирования – 15%

** здесь и далее ставка дисконтирования – 10,58%

NPV проекта в дефлированных ценах оказался больше среди всех за счёт комбинации прогнозных цен (номинальных; итоговый денежный поток,



естественно, был приведён к ценам первого года) и реальной ставки дисконтирования.

На основании полученных результатов оценки проект можно рекомендовать к реализации при отсутствии других более предпочтительных вариантов. Заметим, что необходимым условием принятия проекта к реализации является удовлетворение показателей эффективности в постоянных ценах требуемым критериям, расчёты в дефлированных ценах и номинальных ценах являются своего рода допущениями в методологии расчётов и могут рассматриваться справочно при оценке экономической эффективности. Расчёт в номинальных ценах будет служить основой для планирования ориентиров в части потребности в финансировании проекта в будущем (бюджета движения денежных средств), кроме того данный вариант возможно использовать для проведения план-факт анализа. Отметим, что для сравнения эффективности вложения средств с другими рыночными возможностями реальную ставку IRR (для варианта постоянных цен) следует переводить по уравнению Фишера к номинальной.

Дополнить проведённую оценку можно сценарным анализом, например, по вариантам изменения цен на углеводороды. При этом отметим, что по общему правилу все несистематические риски как раз следует учитывать в величине денежного потока.

В заключение отметим, что данная статья позволит прояснить особенности проведения финансово-экономической оценки в условиях инфляции и избежать некоторых заблуждений при проведении проектного анализа.

Список литературы

1. Методическое пособие по разработке бизнес-планов. Рекомендации для торгово-промышленных палат. М.: Комитет ТПП РФ по инвестиционной политике, 2010.
2. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов (вторая редакция) / Сост.: В.В. Коссов, В.Н. Лившиц, А.Г. Шахназаров и др. – М.: Экономика, 2000. – 421 с.
3. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов, утв. Минэкономики РФ, Минфином РФ, Госстроем РФ 21.06.1999 N BK 477.
4. Сайт компании B2Y URL: https://b2y.ru/finansovaja_model_ms_excel/
5. Методическое пособие по разработке бизнес-плана инвестиционного проекта ОАО «Россельхозбанк». URL: <https://s745e94ac7a3ee4b4.jimcontent.com/download/version/1440655019/module/9980811194/name/trebovaniya-biznes-plany-rossel%27hozbank.pdf>
6. EC Guide to Cost Benefit Analysis of Investment Projects URL: http://ec.europa.eu/regional_policy/en/information/publications/guides/2014/guide-to-cost-benefit-analysis-of-investment-projects-for-cohesion-policy-2014-2020

7. WB Handbook on economic analysis of investment operations URL: <http://iappta.fao.org/iapptaafaoimg/file/Handbook%20on%20Economic%20Analysis%20-%20World%20Bank.pdf>
8. Лившиц В.Н., Виленский П.Л. О типовых заблуждениях при оценке эффективности реальных инвестиционных проектов // Экономика и математические методы, 2014, том 50, № 1, С. 3 – 23
9. Сайт ЦБ РФ. О денежно-кредитной политике Банка России. URL: <https://www.cbr.ru/DKP/about/>

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Воронин Д.М. К вопросу о финансово-экономическом моделировании в условиях инфляции // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 79 – 87

Dmitriy M. Voronin

*Senior lecturer
Finance, Credit and Exchange
business Department,
Perm State University
Perm, Russia*

On the question of financial and economic modeling in the conditions of inflation

Abstract. In the national theory and practice of financial and economic evaluation of investment projects, a single and generally accepted approach to understanding how to calculate the effectiveness of investment projects has not been developed at present. Moreover, there is a certain gap between domestic and foreign approaches on this issue, dictated in part by the features of the economic systems in which investment projects are implemented, as well as the existing experience in implementing projects.

The purpose of this article is to identify the necessary and sufficient set of approaches to conducting a correct financial and economic assessment, as well as clarify the issue of the differences between the concepts of financial and economic evaluation, structuring and systematization of the conceptual framework for performing calculations. To solve this task, various points of view on the problem of assessing the effectiveness of investment projects have been considered, and calculations have been made for a concrete example of a real sector project, separate recommendations for the preparation of normative and methodological documents, and nuances of practical calculations.

The necessary approaches and methods are used in the work - analysis and synthesis, grouping and generalization, classification, financial planning methods, comparative analysis, graphical method and modeling method. The obtained results will allow to improve and harmonize the approaches to the financial and economic assessment among domestic specialists in this field, continue the scientific discussion on the development of generally accepted approaches to assessing the effectiveness of investment projects in particular in the field of oil and gas production.

Keywords: inflation, discounting, investment, planning, oil production, oil, efficiency, NPV, project, uncertainty



References

1. [Methodical manual for the development of business plans. Recommendations for chambers of commerce and industry]. Komitet TPP RF po investicionnoj politike = Committee of the Chamber of Commerce and Industry of the Russian Federation on investment policy, 2010. (In Russ.)
2. Methodical recommendations on assessment of efficiency of investment projects (Second edition)/ Kosov V. V., Livshits V. N., Shakhnazarov A. G. – M, 2000. 421 p.
3. Methodical recommendations about efficiency evaluation of investment projects no. VK-477 of 1999.
4. B2Y company site URL: https://b2y.ru/finansovaja_model_ms_excel/
5. Methodological guide for developing a business plan for the investment project of OJSC Rosselkhozbank. URL: <https://s745e94ac7a3ee4b4.jimcontent.com/download/version/1440655019/module/9980811194/name/trebovaniya-biznes-plany-rossel%27hozbank.pdf>
6. EC Guide to Cost Benefit Analysis of Investment Projects URL: http://ec.europa.eu/regional_policy/en/information/publications/guides/2014/guide-to-cost-benefit-analysis-of-investment-projects-for-cohesion-policy-2014-2020
7. WB Handbook on economic analysis of investment operations URL: <http://iappta.fao.org/iapptafaoimg/file/Handbook%20on%20Economic%20Analysis%20-%20World%20Bank.pdf>
8. Vilenskii P.L., Livshits V.N. [Typical misconceptions in the evaluation of investment project efficiency]. *Ekonomika i matematicheskie metody* = Economic and Mathematical Methods, 2014, vol. 50, iss. 1, pp. 3 – 23. (In Russ.)
9. The Central Bank of Russia official site. On the Monetary Policy of the Bank of Russia. URL: <https://www.cbr.ru/DKP/about/>

Please cite this article in English as:

Voronin D.V. (2017), "On the question of financial and economic modeling in the conditions of inflation", *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 79 – 87

УДК 336.1

Белобоков Андрей Яковлевич

К.Э.Н.,

ООО «Северное сияние»,

г. Пермь, Россия

Menshikova.NV@gmail.com

Системный подход к построению бездефицитного местного бюджета

Аннотация. В условиях действующих Налогового и Бюджетного кодексов, муниципальные образования, не являющиеся центрами концентрации рабочих мест, имеют не только дефицитный по определению местный бюджет, но и отрицательную обратную связь: низкий уровень жизни стимулирует трудовую и общую миграцию населения, что в свою очередь только снижает качество жизни оставшегося населения (недостаточно рабочих мест, низкая доля отчислений НДФЛ, низкие доходы местного бюджета от налогов на имущество, низкие неналоговые доходы от оборота имущества).

В статье подробно анализируется действующая модель бюджета муниципального образования, показываются её основные свойства, и формулируется оценка этой модели как бюджетно не самостоятельной.

Дается краткий анализ распространенных подходов к налоговому покрытию дефицита местного бюджета.

В общем виде формулируются авторские предложения по изменению структуры местного бюджета и бюджета субъекта РФ, а также по изменению налоговой системы в части работы с НДФЛ, которые в совокупности могут привести к системной бездефицитности местного бюджета.

Делается вывод о возможности построения бездефицитного местного бюджета на путях отказа от совместного ведения с субъектом РФ и закрепления за местным бюджетом постоянных налоговых доходов, на которые органы МСУ могут оказывать непосредственное влияние.

Необходимые иллюстрации (если не указано иное) выполнены на примере регионального и местных бюджетов Пермского края за 2015 г. с учетом данных Казначейства РФ и Росстата РФ.

Ключевые слова: бездефицитный местный бюджет, местное самоуправление, трудовая и общая миграция населения, межбюджетные трансферты, бюджетная несамостоятельность муниципальных образований, трудоспособное население.

Бюджет муниципального образования (МО) в рамках действующего законодательства должен полностью обслуживать собственные расходы МО, связанные с решением задач местного значения, а также совместно с субъектом РФ участвовать в финансировании расходов, связанных с осуществлением отдельных государственных полномочий, переданных органам местного самоуправления.

Действующая налоговая система не проявляет никакого сочувствия к территориям – донорам трудовой и общей миграции населения: налоги на потребление физических лиц направляются в федеральный бюджет (кроме части акцизов), НДФЛ, налог на прибыль и имущество предприятий и организаций



направляются в бюджеты по месту регистрации предприятий – источников облагаемого дохода (и владельцев рабочих мест). Так, в условиях высокой трудовой миграции и не учитывающей эту данность налоговой системы, естественным путем возникает и воспроизводится ситуация, когда территории с высокой концентрацией рабочих мест (РМ) вольно или невольно становятся по существу метрополиями, имеющими высокую бюджетную обеспеченность за счет трудовой миграции из окружающих регионов и/или МО, оставляя последним расходы на обеспечение постоянного проживания своих трудовых мигрантов.

Структура собственных налоговых доходов местного бюджета (МБ), вытекающая из ФЗ № 131-ФЗ и Налогового Кодекса РФ, естественна и проста. Собственные налоговые доходы МБ в подавляющей степени состоят из платежей физических лиц (ФЛ), так или иначе взаимосвязанных с МО, которые платят: налоги на имущество (недвижимость, транспорт, земля), налоги на трудовой доход (НДФЛ, ЕНВД). Неналоговые доходы (ННД) МБ также логичны и формируются в первую очередь от использования муниципального имущества и прибыли муниципальных предприятий.

В указанных условиях очевиден выбор стратегии устойчивого развития МО. Он напрямую следует из структуры собственных доходов МБ и требует наличия большого числа локализованных РМ, высоких доходов наемных работников и индивидуальных предпринимателей (НДФЛ, ЕНВД), высокой доли отчислений НДФЛ в МБ (идеально, когда МО имеет статус субъекта РФ), высокой кадастровой и рыночной стоимости недвижимости и земли (налоги на имущество), интереса бизнеса к работе на территории МО (рабочие места, аренда муниципального имущества, платежи земельного налога), высокого уровня жизни на территории в целом. При этом, не требуется высокой численности собственного трудоспособного населения – достаточно быть реципиентом трудовой миграции.

Однако подавляющее большинство МО не только не имеют указанных свойств, но имеют отрицательную обратную связь: низкий уровень жизни в МО стимулирует трудовую и общую миграцию населения, что в свою очередь только снижает качество жизни оставшегося населения (недостаточно РМ, низкая доля отчислений НДФЛ, низкие доходы МБ от налогов на имущество, низкие ННД от оборота имущества).

Сегодня проблема дефицита местных бюджетов решается через зачисление субъектом РФ в доходы МБ дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности и субсидий. Соответственно, естественная в текущих условиях тактика органов местного самоуправления (МСУ) – это тактика действий, направленных на получение в местный бюджет максимально возможных несвязанных межбюджетных трансфертов субъекта РФ.

Вместе с тем, можно предложить подход к построению бездефицитного бюджета муниципального образования в условиях как трудовой, так и общей миграции населения, основанный на применении компенсационных механизмов перераспределения НДФЛ, непосредственно (без участия межбюджетных трансфертов) возвращающих НДФЛ в регионы и МО – доноры миграции населения. Соответствующие решения в их налоговой и бюджетной части при

этом будут затрагивать исключительно межрегиональный уровень и уровень «субъект РФ – МО».

Действующая модель бюджета муниципального образования

На рис. 1 приведена действующая типовая структура бюджета муниципального образования.

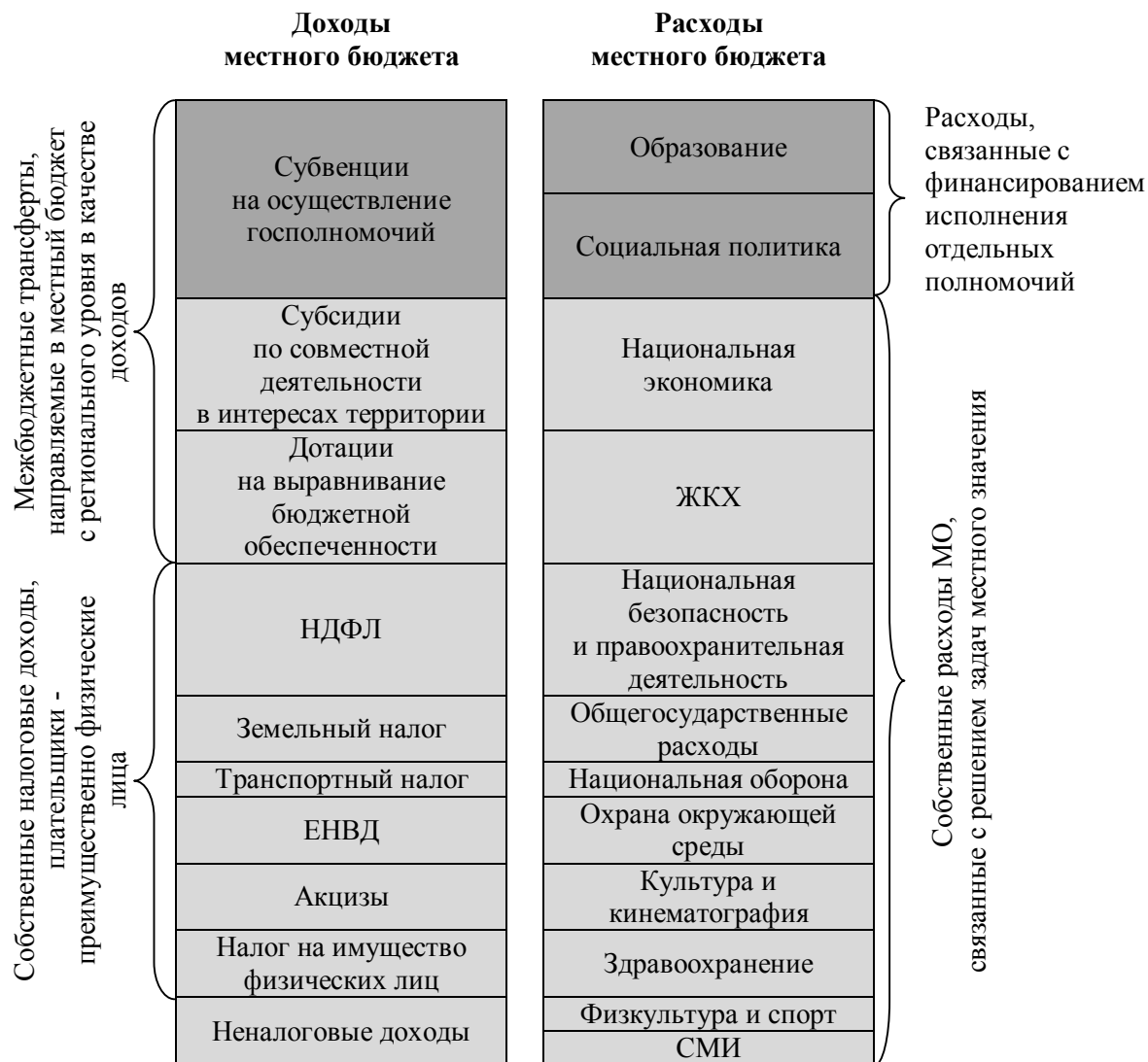


Рис. 1. Типовая действующая структура бюджета муниципального образования

Действующая модель бюджета муниципального образования характеризуется:

- формированием налоговой части доходов МБ в очень высокой степени из налоговых платежей физических лиц (рис. 2.а, платежи физических лиц составляют 84%);

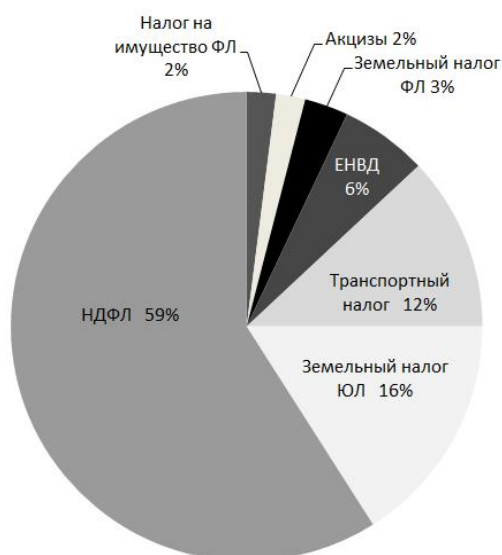


Рис. 2.а Структура налоговых доходов консолидированного бюджета муниципальных образований на примере Пермского края, 2015 г.

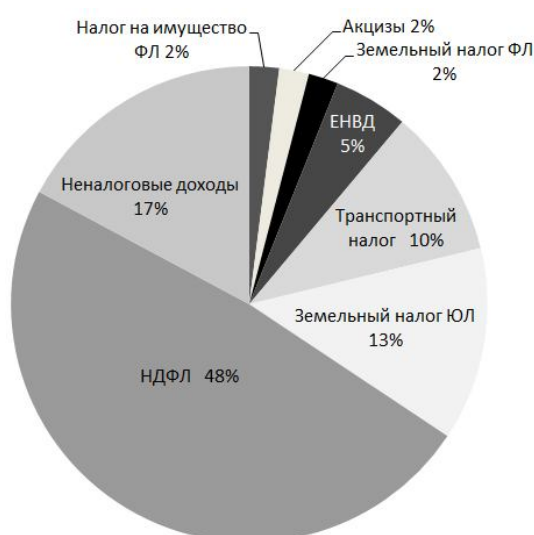


Рис. 2.б Общая структура доходов консолидированного бюджета муниципальных образований за исключением межбюджетных трансфертов, на примере Пермского края, 2015 г.

- высокой степенью зависимости МБ от НДФЛ, составляющего существенно более 50% налоговых доходов МБ (рис. 2.а, НДФЛ составляет 59%), и составляющего около 50% собственных доходов МБ (рис.2.б, НДФЛ составляет 48%), при том, что в налоговые доходы МБ зачисляется только некоторая часть от НДФЛ, уплачиваемого на территории МО (стандартное распределение НДФЛ между местным и региональным бюджетами составляет 15/85);
- недостаточностью абсолютной величины НДФЛ в качестве ключевого источника налоговых доходов для бездефицитности МБ в случае МО с низкой концентрацией на его территории рабочих мест (НДФЛ зачисляется в бюджет по местонахождению налогового агента, рис. 2.в), а также в связи с низким нормативом зачисления НДФЛ в доходы МБ;

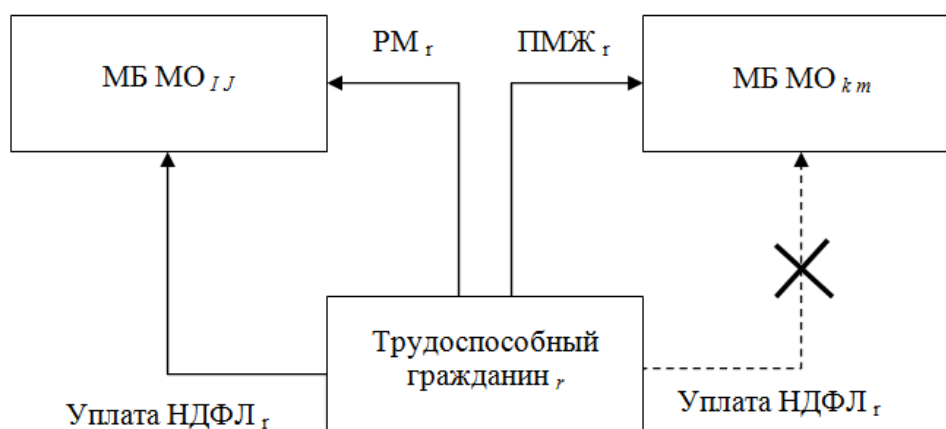


Рис. 2.в НДФЛ зачисляется в бюджет по местонахождению налогового агента (рабочего места плательщика)

- законной возможностью физического лица, имеющего в МО адрес регистрации по месту жительства (ПМЖ), в общем случае не быть налоговым резидентом МО ни по одному виду налога, зачисляемого в доходную часть местного бюджета. То есть, ФЛ, имеющее ПМЖ в данном МО, имеет возможность вообще не платить налоги в бюджет этого МО, оставаясь при этом потребителем социально значимых бюджетных услуг на территории МО (табл. 1);

Таблица 1

**Налоговые доходы МБ
и обязанности взаимосвязанных лиц МО
по их уплате в местный бюджет (действующая модель)**

Критерий взаимосвязи с МО Налоговый резидент МО	Имеет ПМЖ	Имеет «белое» рабочее место	Владеет имуществом	ИП	Временно находится
по НДФЛ	нет	да	нет	нет	нет
по налогу на имущество	нет	нет	да	нет	нет
по налогу на землю	нет	нет	да	нет	нет
по ЕНВД	нет	нет	нет	да	нет
по транспортному налогу	нет	нет	да	нет	нет
по акцизам на нефтепродукты	нет	нет	нет	нет	нет

- наличием в МБ существенной доли расходов совместной компетенции с региональным бюджетом (РБ) по исполнению отдельных государственных полномочий на территории муниципального образования (рис. 3.а, 61,4% всех расходов МБ). Региональный бюджет участвует в реализации государственных полномочий, финансируя свою часть расходных обязательств через зачисление региональных субвенций в доходную часть МБ (рис. 3.б, 41% всех доходов МБ). Консолидированный местный бюджет финансирует исполнение отдельных государственных полномочий в объеме 20,4% всех расходов МБ (рис.3.а);

- скрытой дефицитностью (то есть невозможностью финансировать собственными доходами всех вмененных расходных обязательств). Формально МБ не является дефицитным, так как дефицит МБ финансируется зачислением в доходную часть МБ региональных дотаций и субсидий, взамен формирования долговых обязательств МБ перед бюджетом субъекта РФ (рис. 3.б).

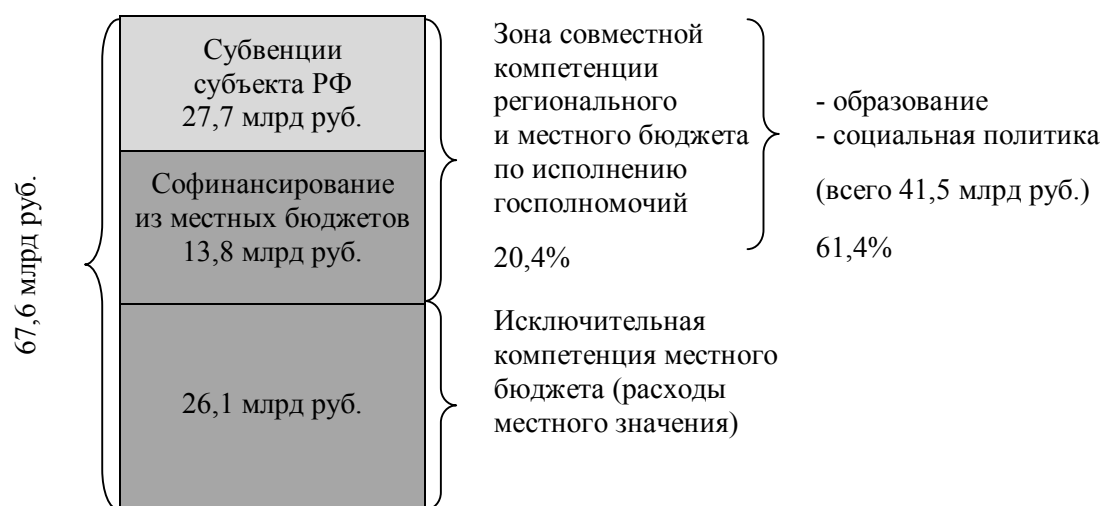


Рис. 3.а Расходная часть консолидированного бюджета субъекта РФ характеризуется наличием совместной компетенции, на примере Пермского края, 2015 г.



Рис. 3.б Доходная часть консолидированного бюджета муниципальных образований субъекта РФ в значительной степени содержит дотации и субсидии, направленные на покрытие дефицита местного бюджета, на примере Пермского края, 2015 г.

Отметим, что в частном случае примеров на рис. 3.а, и 3.б, консолидированный местный бюджет (КМБ), будучи дефицитным по всем вмененным обязательствам (на рис. 3.а, 26,1 млрд. руб. плюс 13,8 млрд. руб.), не является дефицитным по расходам **местного значения** (расходы местного значения 26,1 млрд. руб., рис.3.а и собственные средства 26,2 млрд руб., рис. 3.б). Это связано с распределением НДФЛ в Пермском крае в 2015 г. между региональным и местным бюджетами в соотношении 67/33 в пользу регионального бюджета, вместо стандартного распределения 85/15.

Распространенные подходы к компенсации налоговых последствий миграции населения

Сформулируем свою позицию по двум наиболее часто обсуждаемым подходам к увеличению доходной части местного бюджета.

Первый подход состоит в том, чтобы оставить в МБ как можно *большую* долю собираемого в МО НДФЛ, вплоть до 100%. На наш взгляд, этот подход не имеет самостоятельного значения, так как увеличение доли НДФЛ в доходах МБ, без адекватного увеличения соответствующей величины вмененных расходов, приведет лишь к формальному замещению этим НДФЛ дотаций и субсидий субъекта РФ в доходах МБ (на примере Пермского края, величина необходимой доли КМБ в НДФЛ для замещения дотаций и субсидий субъекта РФ, равна 69,6%, 2015 г.).

Таким образом, идея увеличения доли распределения регионального НДФЛ в пользу доходов местного бюджета имеет скорее бухгалтерский характер, несколько упрощая структуру доходной части МБ, и не более того.

Второй подход состоит в том, чтобы НДФЛ направлять не в бюджет территории, где зарегистрирован источник выплаты налогооблагаемого дохода (налоговый агент, РМ плательщика НДФЛ), а в бюджет территории, где этот плательщик НДФЛ имеет ПМЖ. В качестве обоснования приводится аргумент, что, «по справедливости», НДФЛ должен поступать в тот бюджет, который несет расходы по оказанию социально значимых услуг плательщику НДФЛ.

На наш взгляд, это предложение является частным случаем более общего подхода к компенсации налоговых последствий миграции населения путем возврата НДФЛ (полностью или частично) в бюджет территории, которая является донором трудовой миграции. Такая идея системно реализуется через закрепление плательщика НДФЛ за территорией по некоторому постоянному критерию, отличному от местонахождения рабочего места плательщика (именно таким критерием в вышеназванном предложении предлагается сделать ПМЖ плательщика НДФЛ).

Предположение о достижимости системной бездефицитности МБ

Итак, действующая модель местного бюджета характеризуется скрытой дефицитностью, наличием существенной доли расходов совместной компетенции с региональным бюджетом, очень существенной зависимостью своих налоговых доходов от платежей физических лиц, законной возможностью постоянных жителей МО не платить налоги в местный бюджет, высокой зависимостью от НДФЛ (то есть от числа рабочих мест и регионального норматива зачисления НДФЛ в доходы МБ) – все это можно определить как *бюджетную несамостоятельность* МБ.

Не оценивая бюджетную несамостоятельность МО как однозначный негатив (риск неисполнения бюджета в этих условиях невысок), тем не менее можно указать на совокупность действий, которые, будучи выполнены одновременно,



могут привести к реальной и системной бездефицитности МБ и, как следствие, к повышению статуса местного самоуправления (МСУ):

а) исключение совместной компетенции органов власти субъекта РФ и МО – как путем передачи исполнения государственных полномочий в исключительное ведение субъекта РФ и использования органов МСУ исключительно как контрагентов на местах, так и путем передачи исполнения государственных полномочий в исключительное ведение МО – в обоих случаях с соответствующим изменением структуры доходов и расходов местного и регионального бюджетов;

б) определение состава взаимосвязанных с МО физических лиц в качестве постоянных налоговых резидентов МО, и закрепление обязанностей физических лиц – налоговых резидентов МО по обязательному участию в формировании доходной части бюджета МО;

в) определение и закрепление за МО на постоянной основе нерегулирующих ключевых налогов и сборов, уплачиваемых взаимосвязанным с МО трудоспособным населением, которые будут устойчиво балансировать доходную часть МБ в любом из случаев, указанных в п. «а» – *независимо от местонахождения рабочего места налогоплательщика*;

г) закрепление требования бездефицитности (сбалансированности) МБ по расходам на решение вопросов местного значения, исходя из невозможности их финансирования иначе, чем из собственных налоговых и неналоговых доходов МБ;

д) ограничение (через особенности местного налогообложения физических лиц – налоговых резидентов МО) возможностей завышения расходной части МБ органами МСУ.

Несбалансированность местных бюджетов в условиях миграции населения имеет своей природой тот факт, что НДФЛ, как ключевой налог на результат трудовой деятельности гражданина, в механизме своего распределения не учитывает как трудовую миграцию населения, так и общую миграцию (при условии, что финансирование региональными и местными бюджетами дошкольного и среднего образования имеет долгосрочный «инвестиционный» характер) – что, в свою очередь, порождает неконтролируемый дисбаланс в бюджетной обеспеченности регионов и МО, не получающих ожидаемого налогового покрытия от трудовой деятельности своих жителей и воспитанников.

Достижение системной бездефицитности местного бюджета возможно по мере его приближения к бюджетной самостоятельности и ответственности путем отказа от совместных предметов ведения с субъектом РФ при одновременном закреплении за МБ (взамен распределения регулирующих налогов, дотаций и субсидий) постоянных налоговых доходов, максимально не зависящих от трудовой и общей миграции населения, но зависящих от качества населения и от качества жизни на территории МО. На оба указанных параметра органы местного самоуправления и местное сообщество могут оказывать непосредственное влияние, в отличие от формирования на своей территории рабочих мест, что является скорее прерогативой органов власти субъекта РФ.

Список литературы

1. Волох О.В., Безвиконная Е.В. Самоуправление в системе публичного управления в России: синергетический подход. М: Логос, 2010 г. – 328с.
2. Образование в Российской Федерации: 2014: статистический сборник. – Москва: Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2014. - 464с.
3. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 г. N 145-ФЗ.
4. Налоговый кодекс Российской Федерации, часть первая от 31 июля 1998 г. N 146-ФЗ.
5. Федеральный закон «Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации» от 06.10.2003 г. № 131-ФЗ.
6. Министерство финансов Пермского края «Основные параметры исполнения консолидированных бюджетов муниципальных образований Пермского края по состоянию на 01.01.2016 г.» <http://mfin.permkrai.ru/execution/smeta/budmun/2015/12/>
7. Министерство финансов Пермского края «Основные параметры исполнения консолидированного бюджета Пермского края на 01.01.2016 г. <http://mfin.permkrai.ru/execution/smeta/consbud/2015/>
8. Министерство финансов Пермского края «Основные параметры исполнения бюджета Пермского края на 01.01.2016 г.» http://mfin.permkrai.ru/execution/smeta/krai_bud/2015/

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Белобок А.Я. Системный подход к построению бездефицитного местного бюджета // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 88 – 97

Andrey Ya. Belobokov

*Associate Professor,
OOO Severnoe sijanie*

Perm, Russia

A systematic approach to building a no-deficit local budget

Abstract. Under the existing Tax and Budget Codes, municipalities that are not centers of concentration of jobs have not only a deficit local budget, but negative feedback: a low standard of living stimulates labor and general population migration, which in turn only reduce the quality Life of the remaining population (insufficient workplaces, low share of personal income tax payments, low incomes of the local budget from property taxes, low non-tax revenues from property turnover).



The article analyzes in detail the current model of the budget of the municipalities, shows its main properties, and formulates an assessment of this model as a budget-dependent model.

In the article, a brief analysis of common approaches to tax coverage of the local budget deficit is also given.

In general form, author formulated proposals about the changes in the local budget structure and the budget of the Russian Federation regions, as well as the changes in the tax system in terms of working with personal income tax, which can lead together to systemic lack of deficit of the local budget.

It is concluded that there're possibilities to build a deficit local budget on the ways of refusing to co-operate with Russian Federation regions and fixing constant tax revenues for the local budget, to which local government bodies can directly influence.

Necessary illustrations, unless otherwise specified, are based on the example of the regional and local budgets of the Perm Krai for 2015, taking into account the data of the Treasury of the RF and the Russian Federal State Statistics Service.

Keywords: local budget, local self-government, labor and general population migration, interbudgetary transfers, budget-dependence of municipalities, employable population.

References

1. Voloh O.V., Bezvikonnaja E.V. Self-management in the system of public administration in Russia: a synergetic approach. M: Logos, 2010g. – 328p.
2. Education in the Russian Federation: 2014: Statistical compilation. – Moscow: National Research University "Higher School of Economics", 2014. – 464 p.
3. Budget code of the Russian Federation.
4. Tax code of the Russian Federation, part 1.
5. The Federal Law "On the General Principles of the Organization of Local Self-Government in the Russian Federation, № 131-FZ.
6. The Ministry of Finance of the Perm Krai "The main parameters for the implementation of consolidated budgets of municipal entities of the Perm Territory as of 01.01.2016", available at: <http://mfin.permkrai.ru/execution/smeta/budmun/2015/12/>
7. The Ministry of Finance of the Perm Krai "The main parameters of the implementation of the consolidated budget of the Perm Krai as of 01.01.2016", available at: <http://mfin.permkrai.ru/execution/smeta/consbud/2015/>
8. Ministry of Finance of the Perm Krai "Basic parameters of the budget execution of the Perm Krai as of 01.01.2016.", available at: http://mfin.permkrai.ru/execution/smeta/krai_bud/2015/

Please cite this article in English as:

Belobokov A.Ya. (2017), "A systematic approach to building a no-deficit local budget", *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 88 – 97

УДК 336.1

Мельников Алексей Евгеньевич

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

Melnikov-AE@yandex.ru

К статье Белобокова А.Я. «Системный подход к построению бездефицитного местного бюджета»

Аннотация. Представлен ответ на статью Белобокова А.Я. «Системный подход к построению бездефицитного местного бюджета» [Пермский финансовый журнал, №1(16) 2017]. Высказаны мнения и критические замечания на подходы к проблеме, рассматриваемые автором статьи.

Ключевые слова: бездефицитный местный бюджет, местное самоуправление, трудовая и общая миграция населения, межбюджетные трансферты, бюджетная несамостоятельность муниципальных образований, трудоспособное население.

Белобоковым А.Я. в статье «Системный подход к построению бездефицитного местного бюджета» рассматривается интересный и проблемный вопрос о бездефицитности местных бюджетов. Автор выделяет в своей работе следующие элементы, с помощью которых возможен системный подход. А именно:

- анализ действующей модели местного бюджета;
- свойства действующей модели бюджета;
- оценка действующей модели, как бюджетно несамостоятельная;
- анализ распространенных подходов к налоговому покрытию дефицита местного бюджета;
- предложения по изменению структуры местного бюджета и бюджета субъекта Российской Федерации;
- предложения по изменению налоговой системы в части работы с налогом на доходы физических лиц.



Проводя анализ действующей модели местного бюджета, исследователем указывается, что основным условием бюджетной обеспеченности является трудовая миграция. Предложенная идея, безусловно, имеет право на жизнь, с той точки зрения, что население является основным источником налоговых доходов местного бюджета. В то же время, представляется, что рассматривая структуру доходов муниципального бюджета, автор ошибочно ссылается на 131-ФЗ, так как данный нормативный акт не регулирует налоговые доходы. Налоговые доходы регулируются не только Налоговым кодексом, но и законодательством субъекта Российской Федерации в части региональных налоговых доходов.

Указанная типовая действующая структура бюджета муниципального образования требует уточнений, так как в доходной части присутствуют не только закрепленные налоговые доходы, но и регулирующие – транспортный налог, который находится в исключительной компетенции субъекта Российской Федерации.

Также в собственных расходах местного бюджета указаны расходы на здравоохранение, которые, в свою очередь, исключительно относятся к полномочиям региона.

Полагаем, тезис о роли налога на доходы физических лиц в структуре доходов местного бюджета требует более детального исследования, так как в представленном анализе отсутствует финансовая помощь из вышестоящих бюджетов, которая составляет более 50 % в структуре доходов местного бюджета.

Проводя оценку действующей модели местного бюджета на примере Пермского края, автор получает результат бездефицитности местного бюджета, что противоречит основной идее исследования. Автор характеризует, это как частный случай, с другой стороны, на этом примере показано, что процесс выравнивания, формирования бюджетной обеспеченности муниципалитета зависит полностью от региона.

В рассматриваемой статье Белобоковым А.Я. выделено 2 подхода:

- Концентрация максимальной доли налога на доходы физических лиц в местном бюджете. Автор называет этот подход бухгалтерским, не влияющим на дефицитность бюджета. В данном контексте сложно согласится с автором, так как право перераспределять налог на доходы физических лиц остается за регионом с целью перенесения риска дефицита бюджета.
- Зачисление налога на доходы физических лиц в местный бюджет на основании постоянного места жительства работника. Безусловно, идея интересная, но отсутствие статистического инструментария на уровне муниципалитетов или регионов не позволит реализовать эту идею (не считая того, что необходимо будет вносить изменения в законодательство о налогах и сборах Российской Федерации).

Автор сформулировал основные составляющие в достижении системной бездефицитности местного бюджета, а именно:

- 1) Исключение совместной компетенции региона и муниципалитета, это было сделано еще в 2013 г. на примере здравоохранения.
- 2) Закрепление обязанностей граждан, как налоговых резидентов МО. Данная идея представляется не реализуемой в связи с федеративным устройством нашего государства.
- 3) Закрепление налогов независимо от местонахождения рабочего места. Данная идея тяжело реализуема, так как требует внесения изменений в законодательство о налогах и сборах РФ, и соответствующего анализа последствий принятия такого рода решений.
- 4) Говоря о требовании закрепления бездефицитности местного бюджета, повышается риск несбалансированности бюджета, так как территория не обладает достаточным объемом полномочий в сфере создания экономических условий для обеспечения налоговой базы.
- 5) Рассматривая предложенное ограничение в части завышения расходной части бюджета, можно отметить, что это уже реализовано путем установления 10-процентного барьера по дефициту бюджета.

В целом, делая вывод по работе, можно отметить следующее:

- автор верно определил, что основой для экономики муниципалитета являются рабочие места;
- идея предложенной бездефицитности местного бюджета требует доработки в соответствии с имеющимися законодательными ограничениями;
- исследования в данном направлении важно продолжать, при этом учитывая полномочия органов местного самоуправления в сфере создания экономических условий для увеличения налоговой базы по налогам, зачисляемым в местный бюджет.

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Мельников А.Е. К статье Белобокова А.Я. «Системный подход к построению бездефицитного местного бюджета» // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 98 – 100



УДК 336.01

Костакова Светлана Игоревна

*Студентка 1 курса магистратуры кафедры
финансов, кредита и биржевого дела
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
г. Пермь, Россия*

kostakova_svetlana@rambler.ru

Оценка стоимости человеческой жизни: подходы и методы

Аннотация. Предмет. Оценка стоимости человеческой жизни как значимый элемент проведения грамотной государственной политики, определения страховых сумм страховыми компаниями и личного понимания самим человеком справедливого возмещения ущерба от потерянной жизни.

Цель. Анализ современных подходов и методов оценки стоимости человеческой жизни с точки зрения субъекта оценки и их практической применимости.

Методология. На основе теоретического анализа отечественной и зарубежной литературы, нормативных источников и статистических данных обобщены и классифицированы методики оценки стоимости человеческой жизни.

Результаты. Проанализированы различные подходы и методы оценки стоимости человеческой жизни. Разграничен понятийный аппарат «стоимости среднестатистической жизни», «стоимости человеческой жизни», стоимости жизни для конкретного субъекта оценки. Рассмотрены существующие в научном сообществе классификации методик оценки стоимости человеческой жизни. Обозначены положительные и отрицательные стороны выделенных методик. Предложена авторская классификация методик в зависимости от субъекта оценки.

Выводы. Основная проблема в оценке стоимости человеческой жизни на современном этапе связана с отсутствием единого и универсального подхода в вопросе оценки стоимости жизни. Анализ научной литературы и нормативных источников, посвященных вопросу, показал невозможность создания единой методики оценки стоимости человеческой жизни, способной учитывать все факторы, оказывающие влияние на стоимость жизни, поскольку выявленные методики имеют разную цель оценки, различные единицы измерения и используются различными субъектами оценки. Однако, отмечено, что решением данной проблемы может стать унификация наиболее подходящих методик оценки одинаковых по типу субъекта и цели оценки. Таким образом, комбинирование методик в зависимости от типа субъекта позволяет устранить основные недостатки: субъективизм отдельно взятых методик, техническая сложность расчетов и «инкубаторский» подход без анализа индивидуальной составляющей отдельно взятого человека.

Ключевые слова: стоимость человеческой жизни, экономический эквивалент жизни, методы оценки человеческой жизни, доходный подход к оценке стоимости человеческой жизни, затратный подход к оценке стоимости человеческой жизни, оценка стоимости человеческой жизни на основе ВВП.

Современные экономические условия и практические потребности побудили научное сообщество к исследованию понятия и количественного определения стоимости человеческой жизни.

Особый интерес к этой теме обусловлен несколькими факторами. Во-первых, необходимостью оценки расчета эффективности производственных объектов. В случае, если при эксплуатации технических объектов существует риск нанесения вреда жизни и здоровью, то это существенно может скорректировать итоговую экономическую оценку объекта. Во-вторых, оценка стоимости человеческой жизни играет важную роль при планировании социальных мероприятий: медицинского обслуживания, социального страхования и т.д. Кроме того, оценка стоимости человеческой жизни важна с компенсационной точки зрения, то есть при определении размеров выплат компенсаций пострадавшим или их семьям в случае гибели человека.

На сегодняшний день в мире не существует единой методики стоимостной оценки человеческой жизни, что вызывает сложности при определении страховых сумм компенсации ущерба в страховом бизнесе, ущерба пострадавшим и их семьям при чрезвычайных ситуациях и военнослужащим, компенсации в судебной экспертизе. В России, как и в зарубежных странах, наибольшее распространение получили такие понятия, как цена человеческой жизни, цена человека, стоимость человеческой жизни, стоимость человека, которые экспертами гуманитарных областей оцениваются как аморальными априори и по этой причине подвергаются критике, как за рубежом, так и в нашей стране.

Оценка стоимости человеческой жизни нужна для проведения современной «продуманной» адекватной государственной политики в области компенсационных выплат семьям погибших вследствие различных аварий, катастроф, террористических актов и других чрезвычайных ситуаций. Она требуется государству и для разработки мер безопасности, политики в области здравоохранения и деятельности аварийных служб. Кроме того, оценка стоимости человеческой жизни необходима для функционирования систем страхования жизни и здоровья.

Стоимость человеческой жизни большинство авторов определяют как выраженную в денежном выражении ценность жизни индивида [3, 4, 7]. Однако, необходимо заметить, что стоимость человеческой жизни может определяться не только в денежном выражении, но и в условно денежном, когда речь идет о вкладе среднестатистического человека в ВВП страны или в форме налоговых поступлений.

Кликунов Н.Д. определяет оценку стоимости жизни как компонент неявных издержек при оценке эффективности расходов государства на здравоохранение, вооруженные силы, внутреннюю безопасность, разработку стандартов техники безопасности [5], т.е. рассматривает оценку только с точки зрения государства как ее субъекта.

Стоимость человеческой жизни также определяют как выраженную в денежной форме стоимость человеческой жизни, измеряемую путем определения чистой приведенной стоимости выгод, которые другие лица могли бы разумно ожидать от будущих усилий индивида, чья жизнь оценивается. В стоимость человеческой жизни включаются затраты, произведенные на обеспечение безопасности [6, 8].

Таким образом, объединив подходы, можно сказать, что стоимость человеческой жизни определяется как условно расчетный экономический эквивалент цены жизни человека, выраженный в денежной или условно денежной



форме (например, вклад в ВВП страны), измеряемой путем определения стоимости компенсации потерь или определения стоимости выгод, которые другие заинтересованные лица (супруги, иждивенцы, родственники, работодатели, государство) могли бы ожидать от потенциально возможной деятельности оцениваемого человека.

В российской и зарубежной литературе кроме термина «стоимость человеческой жизни» выделяется понятие «стоимость среднестатистической жизни». Большинство авторов употребляют данный понятийный аппарат как синонимичный, однако, в вопросе классифицирования методик оценки с точки зрения субъекта ее использования целесообразно разграничивать данные определения.

Стоимость среднестатистической жизни – это величина эквивалентная стоимости жизни среднестатистического человека в стране на основе различных подходов к ее оценке (ВВП на душу населения, социально-экономические исследования, стоимость затрат на воспроизводство среднестатистического человека и другие). Соответственно, можно сделать вывод, что стоимость среднестатистической жизни человека в отличие от стоимости человеческой жизни как отдельно взятого индивида одинакова для всех объектов исследования, то есть для всех людей.

Стоимость человеческой жизни с точки зрения государства – это условно расчетная экономическая величина, сформированная исходя из вклада человека в социально-экономическое развитие страны, в валовый внутренний продукт.

Страховая компания определяет стоимость жизни человека с целью оценки справедливой суммы возмещения семьям погибших.

Персональная или личная стоимость используется человеком для оценки собственной гибели. Данный вид стоимости рассчитывается через эквивалент суммы, которую общество считает справедливым возмещением в случае смерти. Правовым основанием данной методики является гарантированное право человека на жизнь (в соответствии с Конституцией РФ).

По состоянию на сегодняшний день экономическая наука не выработала единого и универсального подхода в вопросе оценки стоимости жизни. Анализ источников, научной литературы, посвященной вопросу, показал отсутствие единых оценок, общепризнанной методологии оценки стоимости человеческой жизни.

Классификация подходов к оценке стоимости человеческой жизни может рассматриваться с нескольких позиций. Во-первых, методы можно поделить на субъективные и объективные [1, 8]. К субъективным методам в данном случае относятся оценки стоимости человеческой жизни, основанные на социально-экономических исследованиях, исследованиях рынка труда и опросах населения. Объективные методы включают в себя математически обоснованные расчетные величины, например, доходный, затратный и актуарный подходы.

Ценность субъективных методик состоит в том, что они опираются на мнения населения как на авторитетный источник, в определенном смысле – «критерий истины». Дело в том, что оценки стоимости человеческой жизни, полученные на основании объективных индикаторов расчетным путем, могут не

отражать реальную ценность человеческой жизни с учетом всех обстоятельств - стоимости материального и морального ущерба, понесенного как самим потерпевшим, так и его семьей, а также обществом в целом. Субъективные оценки, полученные на основании данных социологических опросов, лишены этого недостатка. Они опираются на мнения населения, которое считает тот или иной размер компенсаций разумным достаточным, в полной мере компенсирующим ущерб, понесенный как самим пострадавшим, так и его семьей.

Например, оценка стоимости человеческой жизни в России по социально-экономическому исследованию, проведенному Центром стратегических исследований «Росгосстрах», сильно зависит от уровня доходов и настроения населения. В ходе опроса также сделан вывод, что среднее значение цены человеческой жизни в 2017 г. (по предварительным итогам) составило в среднем по стране 5,7 млн. руб., а медианное значение стоимости - 1,4 млн. руб. [20].

Данная сумма существенно отличается от размера возмещений, закрепленных законодательными и иными нормативно-правовыми актами, а также судебной практикой. Так, например, согласно закону «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств», семье человека, погибшего в результате ДТП, полагается компенсация в размере 500 тыс. руб., а стоимость жизни пассажира общественного транспорта оценивается в 2 млн. руб.*

Как указано выше, оценочный размер стоимости среднестатистической жизни может быть определен на основании объективных экономических показателей, например, на основе среднедушевого ВВП.

В общем случае стоимость среднестатистической человеческой жизни в расчете на год при таком подходе составляет годовой размер душевого ВВП, или по состоянию на 2016 г. в текущих ценах – 568,63 тыс. руб. Учитывая, что средняя продолжительность жизни в России составляет 71,9 лет**, а средний возраст – 38,5 лет, средняя величина «потерянной» продолжительности жизни при гибели человека эквивалентна 33,4 года. Таким образом, в предположении, что объем душевого ВВП в реальных ценах останется прежним в среднесрочной перспективе, средняя «стоимость» человеческой жизни в России исходя из макроэкономического подхода составляет 17 млн. руб.

При расчете стоимости человеческой жизни по данному методу промежуточным результатом оценки стал эквивалент «потерянной» продолжительности жизни человека, которые также можно использовать как ценность человеческой жизни. Выделяют два подхода к бремени смертности и болезней, основанных на расчете количества лет жизни, скорректированных на годы утраты жизни или здоровья. Показатель DALY основан на подсчете лет жизни с учетом нетрудоспособности и показатель QALY – с учетом качества жизни. Для каждой причины смерти или заболеваемости расчет DALY включает число потерянных лет жизни, а также число лет, прожитых в условиях той или иной степени утраты здоровья. Индекс DALY рассчитывается на основе двух составляющих: Years of Life Lost (YLL) – годы потерянной (утраченной) жизни –

* Федеральный закон от 25.04.2002 N 40-ФЗ (ред. от 26.07.2017 г.) «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств» (с изм. и доп., вступ. в силу с 25.09.2017 г.)

** Федеральная служба государственной статистики URL: www.gks.ru



разница между ожидаемой продолжительностью жизни и возрастом, в котором наступила смерть индивида, рассчитывается на основе показателя смертности и Years Lived with Disability (YLD) – годы жизни с нетрудоспособностью – разница между продолжительностью формальной трудоспособной жизни и возрастом, в котором человек прекратил трудовую деятельность по болезни (из-за травмы) [11]. Таким образом, при данном подходе, можно говорить о стоимости человеческой жизни, выраженной в количестве лет нетрудоспособности или количестве утраченных лет в связи со смертью индивида.

Следовательно, методики оценки стоимости человеческой жизни можно классифицировать в зависимости от единиц измерения результата. Например, в случае доходного подхода по результатам оценки субъект получает денежный эквивалент недополученного объектом дохода, а в случае оценки на основе среднестатистического ВВП единицей измерения стоимости среднестатистической жизни человека является денежный эквивалент от ВВП. Аналогичным показателем являются недополученные государством налоговые поступления от смерти или нетрудоспособности человека [2]. Соответственно, при унификации методик необходимо учитывать соотношение единиц измерения.

Дополнительно разграничение подходов в экономической науке в РФ и за рубежом происходит по кластерам, исходя из показателей, на основании которых делается оценка: человеческий капитал (совокупный пожизненный доход, недополученный доход, трудовой доход), оценка на основе ВВП, общественные издержки на воспроизводство человека, общественное представление о справедливом возмещении, судебные выплаты, страховые суммы и т.д.

Наиболее целесообразно при анализе подходов к оценке стоимости человеческой жизни классифицировать существующие методики с позиции субъекта использования (табл. 1).

Страховые компании оценивают стоимость человеческой жизни на основе статистических исследований и с помощью математического аппарата. Как можно заметить, методика, которую могут использовать в своей деятельности только лишь страховые компании, в классификации автора отсутствует, поскольку человеком самостоятельно определяется размер стоимости жизни и смерти (страховую сумму) предварительно при заключении договора добровольного страхования жизни и здоровья или накопительного страхования жизни. Следовательно, любой показатель в данном случае может использоваться как для страховой компании, так и для человека или государства.

С позиции человека как одновременно субъекта и объекта оценки выделяется метод «готовности платить» поскольку в данном случае оценку определяет сам человек – объект исследования или другой человек – заинтересованный субъект. Такая методика не применима для государства или страховой компании, поскольку не несет объективных составляющих и имеет достаточно широкий диапазон предполагаемых значений.

Общее для всех методик, применимых для человека как субъекта оценки, это дифференцированность оценок по отношению к отдельно взятому индивиду, а также наличие субъективизма, основанного на ожидаемом уровне стоимости человеческой жизни. Для страховых компаний также имеет значение индивидуальная стоимость человеческой жизни, однако, существенным фактором здесь является уровень риска (пол, возраст, профессия человека).

Таблица 1

Методики оценки стоимости человеческой жизни (СЧЖ)

№ п/п	Название методики	Суть	Пользователь	Достоинства	Недостатки
1	Доходный подход (метод «человеческого капитала», «теория полезности») [3, 4, 6, 9, 10, 15]	СЧЖ оценивается через соотношение среднего располагаемого годового дохода к вероятности смерти человека в текущем году.	государство, человек	Возможность получения дифференцированной оценки социально-экономического ущерба от смерти индивидов, обладающих разной полезностью для рынка труда и общества; доступность расчетных данных по этой методике.	Противоречие равенству граждан равноценному праву на жизнь; сложность оценки ставки дисконтирования, применимой к человеческой жизни при расчете вероятного денежного потока.
2	Оценка на основе среднегодушевого ВВП [6, 8, 14, 18], потерь налоговых поступлений [2]	Сторонники данной концепции утверждают, что полезность человека можно оценить посредством его вклада в ВВП. По причине смерти человека государство недополучает доход, а соответственно, можно говорить о том, что величина недополученного дохода и есть эквивалент СЧЖ.	государство	Равенство стоимости граждан, простота расчета	Не учитывает морально-нравственную составляющую; среднеедушевое значение, которое зависит от внешних и внутренних факторов, экономических циклов, уровня политической стабильности и т.д.
3	Актuariйный подход [6, 8, 10]	Подход, распространенный в страховом деле. СЧЖ оценивается посредством отношения среднегодушевых доходов к величине валового внутреннего продукта. Актuariйный подход широко применяет математические и статистические методы оценки.	государство, страховые компании	Математическая обоснованность	Превышает аналогичные значения по другим методикам, т.к. есть множество неучтенных факторов. В данном случае учитывается только вероятность наступления смерти и половозрастные признаки.
4	Затратный подход [6, 8, 13]	Один из самых простых для расчета подходов, предполагающий, что СЧЖ – это сумма затрат на воспроизводство человека (издержки здравоохранения, системы образования и др.)	государство	Доступность данных для расчетов, усредненность оценок для всех людей всех возрастов, сопоставимость оценок между собой, что удобно для межстрановых сравнительных исследований и наблюдения тенденций в динамике.	Не учитывается разница в доходах, уровень социального неравенства. Обобщенность.



№ п/п	Название методики	Суть	Пользователь	Достоинства	Недостатки
5	Демографический метод [1, 5, 16, 17, 18]	Подход использует соотношение благ, произведенных и потребленных человеком к определенному периоду жизни. Посредством такой оценки определяется рентабельность той или иной возрастной группы, с помощью которой можно понять способность страды к последующему накоплению средств, созданию материальной основы для будущего воспроизводства.	государство	Метод соединяет в себе доходный и затратный подходы.	Условное предположение, что существует зависимость доли граждан полностью или в основном довольных жизнью, от годового размера душевого потребления и что отклонение значения доли довольных жизнью от значения по модели определяется более низкой продолжительностью жизни людей. Кроме того, метод не учитывает моральный ущерб.
6	Оценка на основании социально-экономических исследований* (социальный опрос, самооценка) [1, 13, 18, 21]	Оценка СЧЖ определяется по результатам социологических опросов. Под СЧЖ подразумевают размер денежных средств, получаемых семьями в случае гибели близкого родственника.	страховые компании, человек	Главное преимущество – это соответствие ожиданиям общества и простота получения данных.	Субъективность полученного результата, поскольку результат отражает мнение общества о социальной справедливости. Отсутствует математическая обоснованность. Статистические данные могут быть неадекватными.
7	Законодательное возмещение ущерба**	В законодательной базе РФ есть ряд законов и нормативно-правовых актов, определяющих компенсации пострадавшим при различных ЧС на производстве или на транспорте. Таким образом, можно условно приравнять СЧЖ к среднему значению государственной выплаты.	государство, страховые компании	Обеспечивает определенный, официально закрепленный в законодательстве уровень возмещения	Противоречивость законодательства по отношению к жизни людей одной профессии и других. В большинстве же случаев при гибели людей на производстве или при исполнении служебных обязанностей нет установленных законом норм.
8	На основании судебной практики [1, 3, 4, 5]	Максимальное значение размера компенсации по возмещению ущерба здоровью и жизни пострадавшего человека от действия физического или юридического лица, назначенной судами различной инстанции.	государство, человек	Статистическая база судебных решений	Отсутствует практика крупных возмещений в связи с гибелью людей или потери ими трудоспособности. Сумма ущерба определяется судом субъективно и индивидуально, исходя из ситуации. Большой частью основывается на законодательстве.

№ п/п	Название методики	Суть	Пользователь	Достоинства	Недостатки
9	Метод «готовности платить» [6, 8]	Стоимость жизни одного человека оценивается другой человек, т.е. сколько готов заплатить один человек за жизнь другого человека.***	человек	Субъективная оценка стоимости, отражающая ожидаемый человеком уровень	Зачастую оценка несопоставима с реальной готовностью платить, с результатами объективных подходов, широкий диапазон значений, на основе которого сложно дать реальную количественную оценку стоимости жизни.
10	Принцип возмещения частного ущерба (стоимость пересадки отдельных органов) [9, 19]	Стоимость человека – это стоимость пересадки каждого его органа.	государство, человек	Возможность «рыночной» оценки стоимости человеческой жизни	Специфический подход, который рассматривает больше человеческое тело, а не человека самого или индивида.
11	Законодательное закрепление страховых сумм****	Страховые суммы для военнослужащих, закреплены законодательно	страховая компания	Обеспечивает определенный, официально закрепленный в законодательстве уровень возмещения	Определение страховых сумм только для лиц определенных профессий. Унификация человеческой жизни.

* Данный подход широко применяется страховой компанией «Росгосстрах» с 2007 г. для мониторинга стоимости жизни в РФ.

** а) Федеральный закон от 25.04.2002 N 40-ФЗ (ред. от 26.07.2017) «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев транспортных средств» (с изм. и доп., вступ. в силу с 25.09.2017)

б) Федеральный закон от 15.08.1996 N 114-ФЗ (ред. от 29.07.2017) «О порядке выезда из Российской Федерации и въезда в Российскую Федерацию»

в) Федеральный закон от 27.07.2010 N 225-ФЗ (ред. от 23.06.2016) «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельца опасного объекта за причинение вреда в результате аварии на опасном объекте» (с изм. и доп., вступ. в силу с 11.09.2017)

*** Аналогичный подход с подобным названием подразумевает стоимость жизни, равную совокупности стоимостей неких устройств, которые способны повысить уровень безопасности человека на определенную величину.

**** Федеральный закон от 28 марта 1998 г. N 52-ФЗ «Об обязательном государственном страховании жизни и здоровья военнослужащих, граждан, призванных на военные сборы, лиц рядового и начальствующего состава органов внутренних дел Российской Федерации, Государственной противопожарной службы, сотрудников учреждений и органов уголовно-исполнительной системы, сотрудников войск национальной гвардии Российской Федерации»



Рис. 1. Классификация подходов к оценке стоимости человеческой жизни по субъекту оценки (номера 1-11 указаны в соответствии с табл. 1.)

Государство является наиболее значимым субъектом оценки стоимости человеческой жизни, так как обладает определенными полномочиями и обязательствами. Государство обеспечивает компенсационные выплаты при различных чрезвычайных ситуациях и для отдельных профессиональных сфер. Величина гарантированных выплат при смерти человека значительно варьируется и зависит от конкретного законодательного акта, в рамках которого осуществляется. В то время как объем выплат и предоставляемых услуг обязательного характера в случае возникновения ущерба здоровью или наступления смерти значительно ниже оценки населением стоимости своей жизни.

При комплексном и системном подходе к формированию факторов для унификации методики оценки стоимости человеческой жизни автор предлагает рассматривать методики, основанные на человеческом капитале, актуарный подход, социально-экономические исследования, законодательные нормативы, судебную практику и возмещение частичного ущерба. Таким образом, комбинирование методик позволяет выявить основные недостатки: субъективизм отдельно взятых методик, техническая сложность расчетов и «инкубаторский» подход без анализа индивидуальной составляющей отдельно взятого человека.

Проведенный анализ подходов и методов оценки стоимости человеческой жизни, а также классификаций данных подходов показал, что формирование единой методики оценки стоимости человеческой жизни на сегодняшний день не представляется возможным. Выявленные методики характеризуются различной природой оценки, носят различные цели исследования и используются различными субъектами оценки. Соответственно, несмотря на высокую потребность в формировании единого подхода к оценке стоимости человеческой жизни наиболее успешно будет лишь комбинирование нескольких наиболее объективных методик одинаковых по единицам измерения, целям и субъектам оценки.

Список литературы

1. Зубец А.Н., Новиков А.В., Сазанакowa А.С. Оценка стоимости человеческой жизни с учетом морального ущерба // Гуманитарные науки. Вестник Финансового университета. 2016. №2(22). С. 6 – 15
2. Голева О.И. Оценка налоговых потерь от смертности и заболеваемости населения: подходы к оценке (на примере Пермского края) // Пермский финансовый журнал. 2016. № 1 (14). С. 51 – 59.
3. Иванова Т.А., Трофимова В.Ш., Валяева Г.Г., Хейнонен В.А. Моделирование стоимости человеческого капитала в Российской Федерации согласно подходу Критского // Журнал Вестник Южно-Уральского государственного университета. Серия: Экономика и менеджмент. 2016. Т. 10, №2. С. 47 – 52
4. Карабчук Т.С., Моисеева А.А., Соболева Н.Э. Исследование зарубежных методик и отечественных практик определения экономического ущерба, наносимого гибелью в результате ДТП //Экономическая социология. 2015. Т. 16. № 5. С. 77 – 101
5. Кликунов Н.Д., Петров В.Н. Человеческая жизнь как нематериальный актив: методология и методы оценки //Провинциальные научные записки. 2016. № 1. С. 6 – 12
6. Куклин А.А., Шипицына С.Е., Нифонтова Р.В. Экономическая оценка жизни человека / под ред. д-ра экон. наук проф. Кукулина А.А. – Екатеринбург: Институт экономики УрО РАН, 2012. – 43 с.
7. Махмудова Д.Н. Особенности оценки стоимости человеческого капитала с учетом фактора гудвилла - Вестник ГУУ. 2016. № 9. С. 216 – 218
8. Нифантова Р.В., Шипицына С.Е. Современные методические подходы в оценке стоимости человеческой жизни // Экономика региона. 2012. №3. С. 289 – 294
9. Соколов Б.Г. Финансовое измерение человеческого капитала в России //Вопросы экономической теории. Макроэкономика. 2016. С. 53 – 56.
10. Челухина Н.Ф. Развитие страхования финансовых рисков человеческого капитала в России – дис. к.э.н.: 08.00.10 – Москва, 2016.
11. Уйба В. В., Чернышев В. М., Пушкарев О. В., Стрельченко О. В., Клевасов А. И. Экономические методы управления в здравоохранении // ООО «Альфа-Ресурс». 2012. - 314 с.
12. Фалеев М.И. Актуарный подход к оценке стоимости статистической жизни // Проблемы анализа риска. 2014. Т. 11. № 4. С. 4 – 7
13. Bahamonde-Birke F., Kunert U., Link H. 2015. The Value of a Statistical Life in a Road Safety Context - a Review of the Current Literature. Transport Reviews. 35 (4): 488 – 511.
14. Boarini R., d’Ercole M., Liu G. Approaches to Measuring the Stock of Human Capital for International and Inter-Temporal Comparisons. OECD Statistics Working Papers. 12/04. 2012. URL: <http://www.oecd-library>.



15. Murphy K., Topel R. The Value of Health and Longevity // Journal of Political Economy. 2006. Vol. 114. No 5. P. 871 – 904.
16. Mrozek J., Taylor L. What Determines the Value of Life? A Meta-Analysis // Journal of Policy Analysis and Management. 2001. Vol. 21. No 2. P. 253-270.
17. Thomas, P.J. & Vaughan, G.J. Pitfalls in the application of utility functions to the valuation of human life, Process Safety and Environmental Protection 98. 2015. P. 148 – 169
18. Thomas, P. & Vaughan, G. Explaining Perceived Inconsistencies in «Stated Preference» Valuations of Human Life. Am. J. Industrial Bus. Management 4(9). 2014. P. 442 – 473
19. Viscusi K., Aldy J. The Value of a Statistical Life: A Critical Review of Market Estimates Throughout the World // Journal Of Risk And Uncertainty. 2003. Vol. 27. No 1. P. 5 – 76.
20. Viscusi K. The Value of Life: Estimates with Risks by Occupation and Industry //Economic Inquiry. 2004. Vol. 42. No 1. P. 29 – 48.
21. Росстат URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/rusfig/rus17.pdf
22. Центр стратегический исследований компании ПАО «Росгосстрах» URL: <https://www.rgs.ru/pr/csr/lifecost/index.wbp>
23. «Value of Life» Guide to Social Cost Benefit Analysis. The Treasury. 2015. URL: <https://www.treasury.govt.nz/publications/guidance/planning/costbenefitanalysis/guide/41>

Пробьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Костакова С.И. Оценка стоимости человеческой жизни: подходы и методы // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 101 – 113

Svetlana I. Kostakova

*Student of the 2nd year of a master's degree,
Finance, Credit and Exchange Business Department,
Perm State University
Perm, Russia*

Valuation of human life: approaches and methods

Abstract. Evaluation of the cost of human life as a significant element in the conduct of literate public policy, the determination of insurance amounts by insurance companies and personal understanding by the individual of fair compensation for damage from lost life.

Goal. Analysis of modern approaches and methods for assessing the value of human life from the point of view of the subject of evaluation and their practical applicability.

Methodology. Based on the theoretical analysis of domestic and foreign literature, regulatory sources and statistical data, methods for estimating the value of human life are generalized and classified.

Results. Different approaches and methods for estimating the cost of human life are analyzed. The conceptual apparatus of the “value of the average life”, “the value of human life”, the cost of living for a specific subject of evaluation is delineated. The existing classifications in the scientific community of methods for estimating the value of human life are considered. Positive and negative aspects of the highlighted techniques are indicated. The author's classification of techniques is proposed depending on the subject of evaluation.

Conclusions. The main problem in assessing the cost of human life at the present stage is connected with the lack of a single and universal approach to the issue of assessing the cost of living. An analysis of the scientific literature and normative sources on the issue showed that it is impossible to create a single methodology for estimating the cost of human life that can take into account all factors that affect the cost of living, since the methods identified have different evaluation objectives, different units of measurement, and are used by different assessment subjects. However, it is noted that the solution to this problem can be the unification of the most appropriate evaluation methods of the same type of subject and the purpose of the assessment. Thus, the combination of techniques depending on the type of subject allows eliminating the main shortcomings: the subjectivism of individual techniques, the technical complexity of calculations and the “incubator” approach without analyzing the individual component of a single person.

Keywords: the value of human life, the economic equivalent of life, the methods of assessing human life, the income approach to assessing the value of human life, the costly approach to assessing the value of human life, assessing the value of human life on the basis of GDP.

References

1. Zubec A.N., Novikov A.V., Sazanakova A.S. Valuation of human life within the moral damage // humanitarian sciences. The Bulletin of the Financial University. 2016. No. 2(22). P. 6 – 15
2. Goleva O.I. Assessment of tax losses from mortality and morbidity in the population: approaches to evaluation (on the example of the Perm region) // Perm financial journal. 2016. No. 1 (14). Pp. 51-59.
3. Ivanova, T.A., Trofimova S.V., Valyaeva G., Heinonen, V.A. Modeling the value of human capital in the Russian Federation according to the Cretan approach // Vestnik of the South Ural state University. Series: Economics and management. 2016. Vol. 10, No. 2. P. 47 - 52
4. Karabchuk T.S., Moiseeva A.A., Sobolev, N.Uh. The study of foreign methods and domestic practices to determine the economic damage caused by deaths in road accidents //Economic sociology. 2015. T. 16. No. 5. P. 77 - 101
5. Klikunov N.D., Petrov V.N. Human life as an intangible asset: methodology and evaluation methods //scientific notes of the Provincial. 2016. No. 1. P. 6 – 12
6. Kuklin A.A., Shipitsina S.E., Nifontova R.V. Economic valuation of human life / ed. d-RA Ekon. Sciences Professor Kuklin A.A. – Ekaterinburg: Institute of Economics Uro ran, 2012. – 43 P.
7. Mahmudova D.N. Especially the valuation of human capital based on the factor of goodwill - messenger goo. 2016. No. 9. P. 216 - 218
8. Nifontova R.V. Shipitsyna S.E. current methodological approaches to the valuation of human life // the region's Economy. 2012. No. 3. P. 289 - 294
9. Sokolov B.G. Financial measurement of human capital in Russia //Questions of economic theory Macroeconomics, 2016. P. 53-56.



10. Kaluhina N.F. The development of insurance of financial risks human capital in Russia – dis. candidate of economic Sciences: 08.00.10 – Moscow, 2016.
11. Uiba V.V., Chernyshev V.M., Pushkarev O.V., Strelchenko O.V., Klevasov A.I. Economic management methods in public health services // ООО Alfa-Resurs. 2012. - 314 p.
12. Faleev, M.I. Actuarial approach to the valuation of a statistical life // Problems of risk analysis. 2014. T. 11. No. 4. P. 4-7
13. Bahamonde-Birke F., Kunert U., Link H. 2015. The Value of a Statistical Life in a Road Safety Context - a Review of the Current Literature. Transport Reviews. 35 (4): 488–511.
14. Boarini R., d’Ercole M., Liu G. Approaches to Measuring the Stock of Human Capital for International and Inter-Temporal Comparisons. OECD Statistics Working Papers. 12/04. 2012. URL: <http://www.oecd-library>.
15. Murphy K., Topel R. The Value of Health and Longevity // Journal of Political Economy. 2006. Vol. 114. No 5. P. 871-904.
16. Mrozek J., Taylor L. What Determines the Value of Life? A Meta-Analysis // Journal of Policy Analysis and Management. 2001. Vol. 21. No 2. P. 253-270.
17. Thomas, P.J. & Vaughan, G.J. Pitfalls in the application of utility functions to the valuation of human life, Process Safety and Environmental Protection 98. 2015. P. 148–169
18. Thomas, P. & Vaughan, G. Explaining Perceived Inconsistencies in “Stated Preference” Valuations of Human Life. Am. J. Industrial Bus. Management 4(9), 2014. P. 442–473
19. Viscusi K., Aldy J. The Value of a Statistical Life: A Critical Review of Market Estimates Throughout the World // Journal Of Risk And Uncertainty. 2003. Vol. 27. No 1. P. 5-76.
20. Viscusi K. The Value of Life: Estimates with Risks by Occupation and Industry //Economic Inquiry. 2004. Vol. 42. No 1. P. 29-48.
21. Rosstat URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/rusfig/rus17.pdf
22. Center for strategic research of the company “Rosgosstrakh” URL: <https://www.rgs.ru/pr/csr/lifecost/index.wbp>
23. “Value of Life” Guide to Social Cost Benefit Analysis. The Treasury. 2015. URL:<http://www.treasury.govt.nz/publications/guidance/planning/costbenefitanalysis/guide/41>

Please cite this article in English as:

Kostakova S.I. (2017), “Valuation of human life: approaches and methods”, *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 101 – 113

УДК 336

Филимонова Екатерина Алексеевна

*студент 1 курса магистратуры кафедры
финансов, кредита и биржевого дела
ФГБОУ ВО «Пермский государственный
национальный исследовательский университет»
г. Пермь, Россия
milif059@gmail.com*

Кэш-пулинг в холдингах РФ: оценка необходимости и эффективности внедрения

Аннотация. В настоящей статье проанализирован новый инструмент управления денежными средствами в холдингах, корпорациях и компаниях с разветвленной территориальной структурой. Предметом исследования является кэш-пулинг как система управления денежными потоками больших компаний и корпораций, внедряемая с целью улучшения финансового состояния. Данный вид инструмента не только мало развит в России, но и мало изучен. Выбор схемы работы кэш-пулинга и его внедрение – решение высшего менеджмента больших компаний и корпораций. Однако оценка эффективности внедрения той или иной схемы на дочернем предприятии, представительстве или филиале крайне трудоемко и мало изучено.

В статье приведен анализ теоретической базы, российская и зарубежная практика, общие тенденции в отрасли. Представлен способ оценки эффективности внедрения и работы схем кэш-пулинга в дочерних компаниях, филиалах и представительствах. В ходе работы над статьей была изучена зарубежная практика внедрения данного инструмента, результаты работы в рамках различных схем и методик. Практика зарубежных компаний во многом была скопирована российскими холдингами и поспешна внедрена. Лишь в ходе работы компании меняли определенные пункты и механизмы работы, которые обеспечивали компаниям эффективное управление денежными остатками на счетах.

Сделаны выводы по наиболее эффективному использованию схем кэш-пулинга на предприятии с учетом региональных и отраслевых специфик компаний. Представлены достоинства и недостатки внедрения схем кэш-пулинга, а также указаны проблемы, с которыми на практике столкнулись российские дочерние компании одной Головной организации, представлены пути решения указанных проблем. Кроме того, указаны законодательные ограничения, которые до сих пор не были решены в Российской Федерации для полноценной работы системы кэш-пулинга и cash management.

Сформулирована точка зрения автора по способам повышения эффективности работы системы кэш-пулинга на предприятиях, представлен алгоритм принятия решений и основных показателей. Указаны инструменты и способы повышения эффективности работы схем кэш пулинга как для дочерних компаний, так и для Головной организации.

Ключевые слова: cash-pooling, кэш-пулинг, управление финансовым состоянием.

Для корпораций и предприятий, филиалы и дочерние организации которых находятся не только по всей стране но и за ее пределами, приходится сталкиваться с рядом проблем при управлении ликвидностью. Однако, российские банки не стоят на месте и, следуя мировым тенденциям, расширяют свою линейку банковских продуктов. Так, кэш-пулинг (cash-pooling) появился в



России, предназначенный для решения актуальных проблем централизованного управления денежными потоками предприятий, корпораций и холдингов.

Cash-pooling в системе управления денежными потоками

При рассмотрении опыта всемирно-известных холдингов и компаний, таких как «Fiat», «Nokia», «Philips» и некоторых российских компаний, наблюдается тенденция перехода к особым методам управления денежными потоками компаний - системам центрального казначейства. Эта система дает возможность оптимизации платежей из-за наглядности проведения взаимозачетов и текущего состояния счетов (в особенности остатков на расчетных счетах компании). Безусловно, успех функционирования системы зависит от объемов компании, ее специфики и структуры, текущего состояния программных продуктов и IT-сферы [4]. Большинство перечисленных факторов в России до недавнего времени было недостаточно сформировано и развито, поэтому данный вариант являлся не эффективным. Кроме этого, встает вопрос юридического оформления централизованного распоряжения счетами предприятий, их филиалов и дочерних организаций. Сегодня мировые и российские холдинги переходят на единую систему централизованного управления оборотными активами. Это позволяет иметь один счет и управлять внутренними счетами предприятий группы. Однако практика внедрения такой системы пока встречается крайне редко [6].

В рамках системы управления денежными потоками компаний появилась новая система под названием «cash management» – комплексный продукт, предлагающий перечень услуг, внедряемых для более эффективного и быстрого осуществления расчетов и управления остатками денежных средств на банковских счетах. Новый банковский продукт позволяет осуществлять контроль внешних и внутренних денежных потоков компании и достигать следующих заявленных целей [7]:

- получение дополнительного дохода благодаря оптимизации управления консолидированными средствами группы компаний;
- оперативное получение данных о состоянии ликвидности компании;
- оперативное управление оборотными активами;
- решение проблемы кассовых разрывов;
- снижение необходимости дополнительного финансирования;
- оптимизация процентных доходов/расходов;
- уменьшение операционных расходов и значительное упрощение финансового учета и ведения банковских счетов внутри компаний.

Один из продуктов, предлагаемых в рамках «cash management» – кэш-пулинг (cash-pooling). Кэш-пулинг — это автоматизированная система оперативного управления Головной организацией средствами на счетах филиалов и дочерних организаций. Другими словами кэш-пулинг — это создание

централизованного казначейства в корпорации для управления денежными потоками внутри нее. Данный метод управления денежными потоками компании особенно эффективен для компания с широкой территориальной структурой, многочисленными дочерними организациями, филиалами и представительствами.

Предпосылкой создания услуги кэш-пулинг стал тот факт, что на счетах дочерних организаций к концу рабочего дня образуется либо профицит либо дефицит денежных средств. Эта проблема решается привлечением краткосрочных банковских кредитов для покрытия кассовых разрывов.

Рынок банковских услуг Российской Федерации в целом «беден», в особенности услуг «cash management». Таким образом, определяющим критерием внедрения данной системы управления является готовность к разработке программного продукта, а так же, что крайне важно, его стоимость.

Кэш-пулинг дает возможность снизить необходимость в дополнительных краткосрочных займах, и, таким образом, способствует снижению затрат на их получение и процентные выплаты, позволяет без временных лагов и с экономией на процентной ставке финансировать компании группы. Помимо этого, данная концепция упрощает контроль перемещения средств внутри группы, и предоставляет оперативную аналитическую информацию о финансовом состоянии компании.

Схемы cash-pooling

В мировой практике выделяют две основные концепции и схемы работы кэш-пулинга: материальный (реальный, zero balancing, или cash concentration) и виртуальный (notional pooling). Тот и другой подразумевают открытие счетов компаний корпорации в одном банке. Для финансовых институтов данная система позволяет получить ликвидность крупных, территориально разветвленных организаций, поэтому многие предлагают более выгодные условия потенциальным клиентам и предоставляют им статус VIP-клиента.

Создание виртуального пула означает соединение счетов участников без фактического их сосредоточения на мастер-счете (основной счет головной организации). Этот банковский сервис предполагает управление внутригрупповой ликвидностью посредством компенсации процентных расходов. Таким образом, ежедневно опорный банк автоматически вычисляет единую для всех участников пула ликвидную позицию, или, другими словами, устанавливает суммарные дебетовые и кредитовые остатки денежных средств для всех счетов участников пула. На определенную долю кредитового остатка происходит начисление процентов по повышенной ставке, а на дебетовый остаток – рассчитанный в индивидуальном порядке процент за пользование овердрафтом. Чаще всего, на практике виртуальный пул предшествует формированию схемы реального пула.

Создание реального пула подразумевает перевод денежных средств со счетов дочерних организаций на Мастер-счет Головной организации в конце банковского дня или в определенное время, которое прописано в договоре и правилах. Перераспределение концентрируемых средств между счетами участников происходит согласно их потребностям или же согласно лимитам,



которые так же заранее установлены в договоре и правилах предоставления услуги.

Средства со счетов дочерних организаций, филиалов и представительств на Мастер-счет перечисляются полностью или в соответствии с установленными правилами между банком и Головной организацией. Принципы перечисления: перевод всей денежной суммы или суммы, превышающие предварительно определенный лимит; перевод денежных средств ежедневно вечером; еженедельно или ежемесячно.

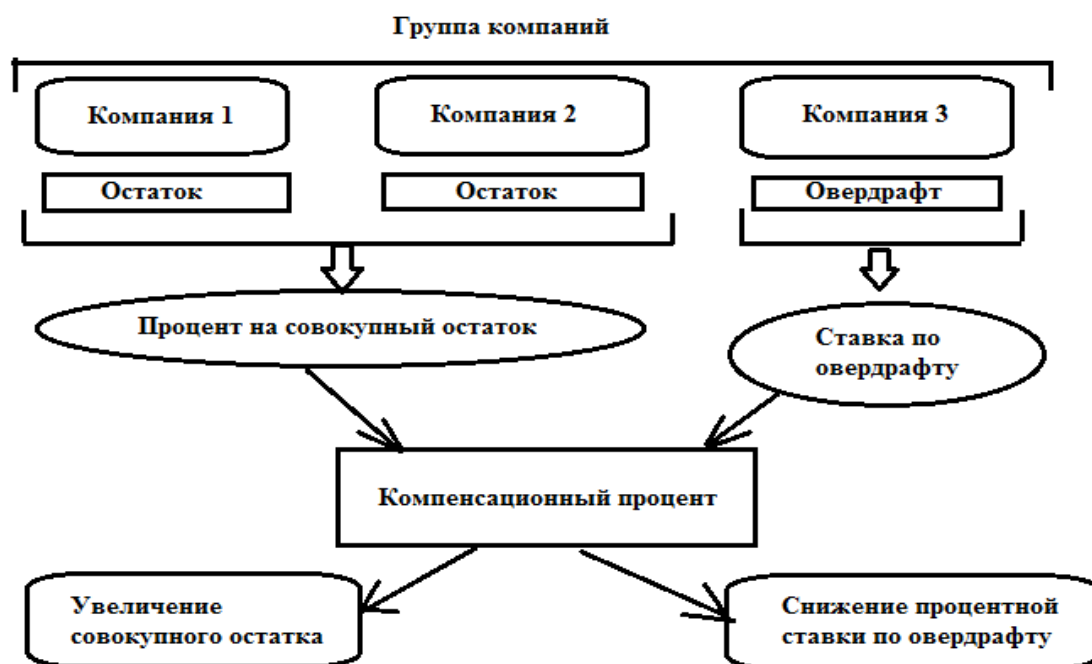


Рис. 1. Схема виртуального кэш-пулинга

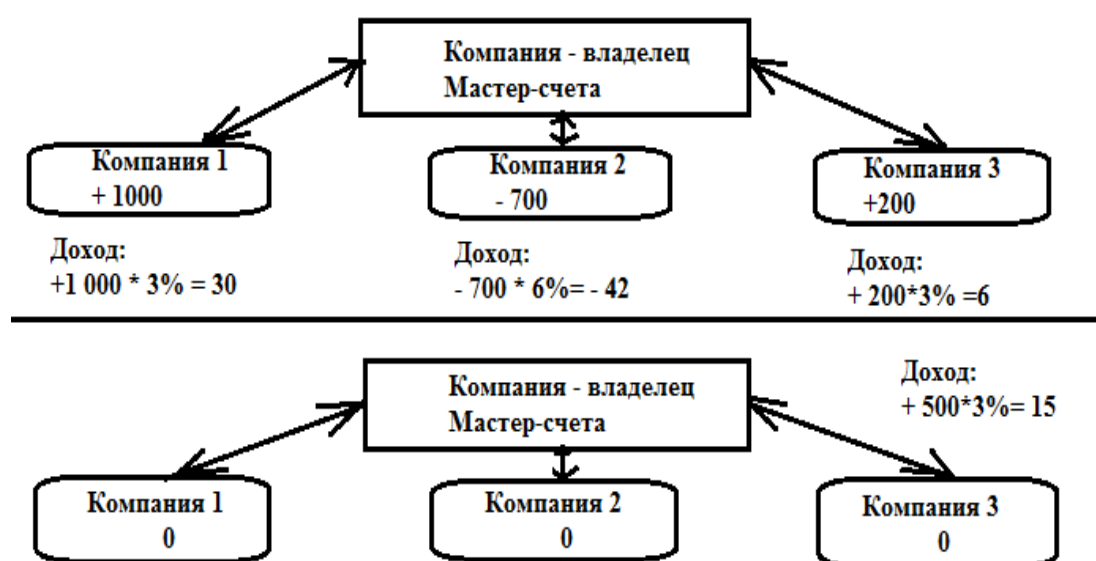


Рис. 2. Схема реального кэш-пулинга

Каждый из вариантов имеет свои достоинства и недостатки, которые следует учитывать при принятии итогового управленческого решения.

Эффективность внедрения cash-pooling

Оценка эффективности внедрения крайне сложна и трудоемка. Для оценки внедрения кэш-пулинга на предприятии создают систему критериев оценки и обоснованности осуществления данного мероприятия, разработанную для каждого отдельного предприятия для учета его специфики и схем работы.

В мировой практике существует несколько способов оценки внедрения кэш-пулинг на предприятии и оценка воздействия его на финансовое состояние и самостоятельность дочерних организаций:

- 1) ведение «экрана состояния денежных средств»,
- 2) сравнение альтернативных источников заимствования и размещения с предлагаемыми опорным банком условиями,
- 3) ведение планово-экономического и аналитического отчета по выполнению плановых показателей по выручке, захвату рынка и т.д. (зависит от целей компании),
- 4) построение модели с двумя видами прогнозов для дальнейшего планирования и создания платежного календаря (применяется в случае делегирования части функций Головной организации или же сохранения частичной самостоятельности дочерней организации),
- 5) ежемесячные расчеты ликвидного денежного потока для оценки платежеспособности предприятия в целом,
- 6) подсчет и интерпретация показателя WACC (как правило для дочерних организаций, филиалов и т.д)
- 7) комплексная оценка (комбинация нескольких вышеперечисленных методов).

Для расчета эффективности внедрения схемы кэш-пулинга некоторые иностранные компании рассчитывают и интерпретируют показатель средневзвешенной стоимости капитала, экономический смысл которой заключается оценке минимального возврата средств предприятия на вложенный в его деятельность капитал, или его рентабельность. В мировой практике некоторые компании адаптировали данную формулу под оценку внедрения кэш-пулинга и для расчетов приняли, что D – весь заемный капитал в рамках кэш-пулинговых операций с головной организацией, E – капитал, получаемый от размещения остатка свободных денежных средств или высвобожденных денежных средств на счетах компании.

$$WACC = k_d \cdot (1-T) \cdot D / (E+D) + k_e \cdot E / (E+D) \quad (1)$$



В случае оценки эффективности внедрения кэш-пулинга через показатель WACC [9], он интерпретируется как уровень расходов, которые несет предприятие за возможность привлечения финансовых ресурсов через систему кэш-пулинга. На практике сравнивается данный показатель до и после внедрения. К тому же, аналитики и эксперты пишут, что WACC позволяет руководству компании принять решения относительно выбора схемы работы. Так, на основе ретроспективных данных и прогнозируемых плановых основных показателях деятельности предприятия, делается вывод о выгодности и эффективности внедрения той или иной схемы. Чем выше показатель WACC, тем менее эффективна схема работы.

Кроме того, оценивать эффективность внедрения кэш-пулинга можно благодаря динамике показателей финансового состояния предприятия. Кэш-пулинг направлен на более эффективное использование денежных средств предприятия, снижение времени взаиморасчетов и улучшение финансового состояния благодаря более выгодным условиям размещения денежных средств и краткосрочного кредитования. Главным образом в системе и схемах cash-pooling обращаются денежные средства предприятия на его расчетных счетах – это наиболее ликвидная категория активов предприятия.

Немаловажным инструментом при оценке эффективности финансовых инструментов может являться соотношение результата и затрат. Однако, в условиях внедрения системы кэш-пулинг на дочерних предприятиях и организациях, как правило, оценка эффективности не возможна. Использование данного метода является недопустимым в силу того, что только головная компания несет затраты по внедрению системы «cash management» на все предприятия группы компаний. В свою очередь предприятия группы компаний платят лишь абонентскую плату за обслуживание программного обеспечения и счета, стоимость которой составляет в среднем до 1 000 руб. в месяц (в зависимости от тарифов обслуживающего банка).

Эффективность внедрения данной системы зависит от предприятия, его специфики и ограничений со стороны головной организации. Поэтому, для индивидуальной оценки состояния высоколиквидных активов на предприятии при внедрении кэш-пулинга предлагается рассмотреть, так называемые, зоны недостатка и избытка денежных средств, а затем использовать коэффициент равномерности:

$$K_{\text{равн}} = 1 - \sigma / (X_{\text{сред}}) \quad (2)$$

где:

σ – среднеквадратическое отклонение фактических значений показателей от их среднеарифметического значения;

$X_{\text{сред}}$ – среднеарифметическое значение фактических показателей совокупности данных.

Среднеквадратическое отклонение рассчитывается по формуле [19, с. 32]

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}, \quad (3)$$

где:

x – фактическое значение i -го показателя совокупности данных (в качестве значений могут использоваться абсолютные и относительные величины притоков и оттоков денежных средств по кварталам, месяцам, дням);

n – количество показателей, принимаемых в расчет.

Для установления степени сбалансированности денежных потоков за анализируемый период можно использовать также коэффициент корреляции положительного и отрицательного денежных потоков, который определяется по формуле (4), причем при расчете данного коэффициента применяются промежуточные расчеты по формулам (5), (6):

$$r = \frac{\sigma_{xy}^2}{\sigma_x \cdot \sigma_y} \quad (4)$$

$$\sigma_{xy}^2 = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) \times (y_i - \bar{y}); \quad (5)$$

$$\sigma_x = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}; \quad (6)$$

где:

r – коэффициент корреляции положительного и отрицательного денежных потоков в анализируемом периоде;

x_i – сумма положительного денежного потока;

y_i – сумма отрицательного денежного потока;

$\bar{x}$ – средняя величина притока денежных средств за временной интервал;

$\bar{y}$ – средняя величина оттока денежных средств за временной интервал;

n – количество временных интервалов в анализируемом периоде.

Если высчитанное значение коэффициента корреляции близко к единице, то это говорит о небольшом разбросе колебаний между значениями положительных и отрицательных денежных потоков. Следовательно, меньше риск возникновения ситуации заимствования у головной организации средств по договору кэш-пулинг.



Повышение уровня денежных средств на расчетных счетах компании свидетельствует об улучшении финансового состояния организации. Так как денежные средства относятся к высоколиквидным оборотным активам, то их сумма должна равняться, или превышать сумму первоочередных обязательств. С другой стороны, переизбыток денежных средств на счетах свидетельствует о неэффективном управлении денежными средствами и, как результат, повышение упущенной выгоды. Поэтому, важным для оценки эффективности внедрения системы кэш-пулинг является анализ не только платежеспособности предприятия, но и оборачиваемости и ликвидности его активов.

Наиболее практичным методом оценки эффективности внедрения и работы схем кэш-пулинга является результат, полученный в конце месяца, квартала, полугодия, а точнее его процентное соотношение к плану по выручке, которое устанавливается и разрабатывается аналитическим или планово-экономическим отделом компании

Cash-pooling: достоинства и недостатки

Со стороны компаний России заинтересованность к пакету услуг «cash management» прослеживается только в последние несколько лет. В Российской Федерации отсутствует необходимый практический навык для реализации подобных проектов, по этой причине многочисленные компании и организации самостоятельно организовывали и сформировали бизнес-схему работы пула, ориентируясь на международную практику [15]. Более того, компании создавали и налаживали программное обеспечение совместно с выбранными банками. Еще одной проблемой внедрения cash-pooling стали текущие нормы налогового и валютного контроля и регулирования Российской Федерации. В рамках закона на данный момент считается невозможным применять типовую схему организации кэш-пулинга, часто используемую в мировой практике. Чаще всего это касается создания реальных пулов, концепцией работы которых являются займы внутри группы [17]. Иной характерной чертой реального кэш-пулинга считается сосредоточение денежных средств на счетах одного или нескольких банков, что, возможно, может привести к увеличению возможных кредитных рисков компании.

Более того, при принятии управленческого решения крайне важным становится вопрос выбора вида и схемы управления ликвидностью предприятия. Каждая из схем предполагает свои плюсы и минусы.

Таблица 1

Сравнение двух видов кэш-пулинга

Виртуальный пул	Критерий сравнения	Реальный пул
Банковские проценты	Компенсация	Контроль взаиморасчетов
Налоговая эффективность	Налогообложение	Могут взиматься налоги с межфирменных займов
При работе компании с мультивалютными операциями	Реализуемость	При работе компании с одной валютой
Ограничено в некоторых странах	Доступность	Наиболее распространенная форма

Несомненным плюсом модели реального пула считается то, что на мастер-счете головной организации в течении дня копится такая денежная сумма, на которую банк начисляет проценты выше, чем по остаткам на нескольких текущих счетах в отдельности. Перевод абсолютно всех денежных средств на общий мастер-счет дает возможность кроме того повысить предел возможного овердрафта (он, согласно банковским правилам, рассчитывается в процентах от среднедневного оборота по счету).

Однако, кроме очевидных преимуществ материального (реального) вида кэш-пулинга, существует и ряд серьезных проблем, минусов и угроз, в том числе из-за того, что развитие системы в России сопряжено с многочисленными законодательными ограничениями [16]. Например, не всегда свободно можно переводить средства с одного счета на другой, в силу того, что отдельные дочерние компании, филиалы и представительства – обособленные налогоплательщики. Таким образом, для перечисления средств нужны законные основания и причины для совершения операции (например, договор).

Поэтому перечисление средств внутри группы компаний при материальном кэш-пулинге, оформляется договорами и соглашениями внутрикорпоративных займов, однако при такой схеме нужно учитывать налогообложение процентного дохода. В том случае, если займы являются беспроцентными, то имеется значительная возможность предъявления налоговыми органами требований о доначислении налога на «предполагаемый» доход, который равняется ставке рефинансирования Центрального Банка Российской Федерации.

Одним из главных свойств и принципов внедрения данного продукта, без сомнения, является совершенствование и укрепление финансового состояния. Однако, следует отметить, что положительный эффект от установки данной системы в группе предприятий в первую очередь направлен на финансовое состояние головной организации. Что касается дочерних организаций, филиалов и представительств, то эффект обусловлен огромным количеством факторов: специализацией компании, установленными правилами кэш-пулинга, обязательствами перед головной компанией, региональными характеристиками и многим другим. В связи с этим утверждением показательна работа компании ООО «Газпром межрегионгаз» в различных субъектах Российской Федерации. Так, внедрение данной системы в Сибири на дочерних предприятиях группы компаний ООО «Газпром межрегионгаз» произошло успешно и спустя 3 месяца внедрения данной системы, компания исправила свое финансовое положение и выбралась из долгов перед головной организацией. А в свою очередь, компания ООО «Газпром межрегионгаз Пермь» не показала подобных успехов в решении финансовых проблем. Однако, оценивая два дочерних предприятия с одинаковой спецификой и деятельностью, не стоит забывать о краевых и региональных спецификах. Так, в сибирских отделениях ООО «Газпром межрегионгаз» задолженность теплоснабжающих организаций (ТСО) в разы меньше, поэтому работа с дебиторами направлена только на юридические лица, составляющие не более 13% от всего количества покупателей и клиентов.

Не стоит забывать, что обратной стороной внедрения системы кэш-пулинга является увеличение зависимости дочерней организации от головной организации, теряя при этом свою самостоятельность и право распоряжения собственными средствами. Каждая отдельная компания, в ходе разработки



системы вместе с выбранным опорным банком, определяет возможные действия и схемы работ самостоятельно в зависимости от специфики работы компании. Стоит заметить, что схемы разрабатываются головной организацией и они одинаковы для всех дочерних организаций, филиалов и представительств. У каждого филиала и дочерней компании есть собственная специфика, в том числе региональная, которая может сильно влиять на ведение бизнеса, вследствие чего навязываемая головной организацией схема работы кэш-пулинга может лишь ухудшить положение компании. Изменение же схемы работы компании несет за собой определенные риски и дополнительные затраты.

Использование инструментов рынка ценных бумаг для повышения эффективности кэш-пулинга

Индивидуально разработанная схема работы кэш-пулинга, с собственным механизмом принятия решений и критериями оценки, является более эффективной. Так, в рамках индивидуально разработанной схемы работы кэш-пулинга, возможно внедрение дополнительного инструмента сохранения и преумножения денежных средств на расчетном счету – открытие брокерского счета для обслуживания на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

При формировании портфеля и механизма размещения денежных средств следует учитывать особенности компании и ее денежных потоков. Так, для крупных компаний в Пермском крае (как правило, компаний нефтегазового сектора) наблюдается низкая стабильность денежных поступлений, не сбалансированность денежных притоков и оттоков, высокая просроченная и безнадежная дебиторская задолженность, вследствие чего сроки размещения денежных средств могут носить неопределенный характер.

Так как цель размещения денежных средств в рамках внедрения и работы кэш-пулинга на предприятии не в инвестировании на длительный период, а для преумножения и сохранения денежных средств на краткосрочную перспективу, то при формировании портфеля необходим, в первую очередь, анализ ликвидности инструментов, во-вторых – выбор инструментов с допущениями по неопределенным срокам размещения. Немаловажным фактором при формировании портфеля станет возможность открытия и закрытия позиции без потери доходности, а так же, при необходимости, досрочный вывод денежных средств. Двумя основными инструментами для формирования портфеля могут быть выбраны валютные своп-операции на валютном рынке и операции РЕПО. С февраля 2016 г. на Московской бирже был введен новый проект РЕПО с КСУ (РЕПО с Клиринговыми Сертификатами участия) [18], который предназначен для более широкого спектра управления ликвидностью на денежном рынке.

Данные инструменты были выделены в первую очередь по тому, что через них можно размещать наиболее ликвидные активы – денежные средства. Кроме того, благодаря новому проекту Группы Московской Биржи (операции РЕПО с КСУ), компания получит в залог однородные активы, которым будет присвоен единый ISIN код. Это способствует уменьшению риску дефолта в сравнении со стандартной операцией РЕПО и упрощает бухгалтерский учет компании.

Таким образом, на стадии формирования индивидуальной схемы кэш-пулинга для компании следует соблюдать порядок действий, который поможет определить необходимые критерии, показатели оценки эффективности и условия работы схемы:

- работа по сформированному механизму;
- вычисление среднего и минимального значений расходов;
- составление платежного календаря.

После соблюдения описанного порядка действий необходимо приступить к работе с потоками денежных средств и созданию алгоритма. Необходимо проанализировать деятельность компании, ее доходную и расходную части, ее возможности и ограничения.

Ниже представлен пример разработанного индивидуального алгоритма работы компании в условиях внедрения и дальнейшей работы кэш-пулинга.

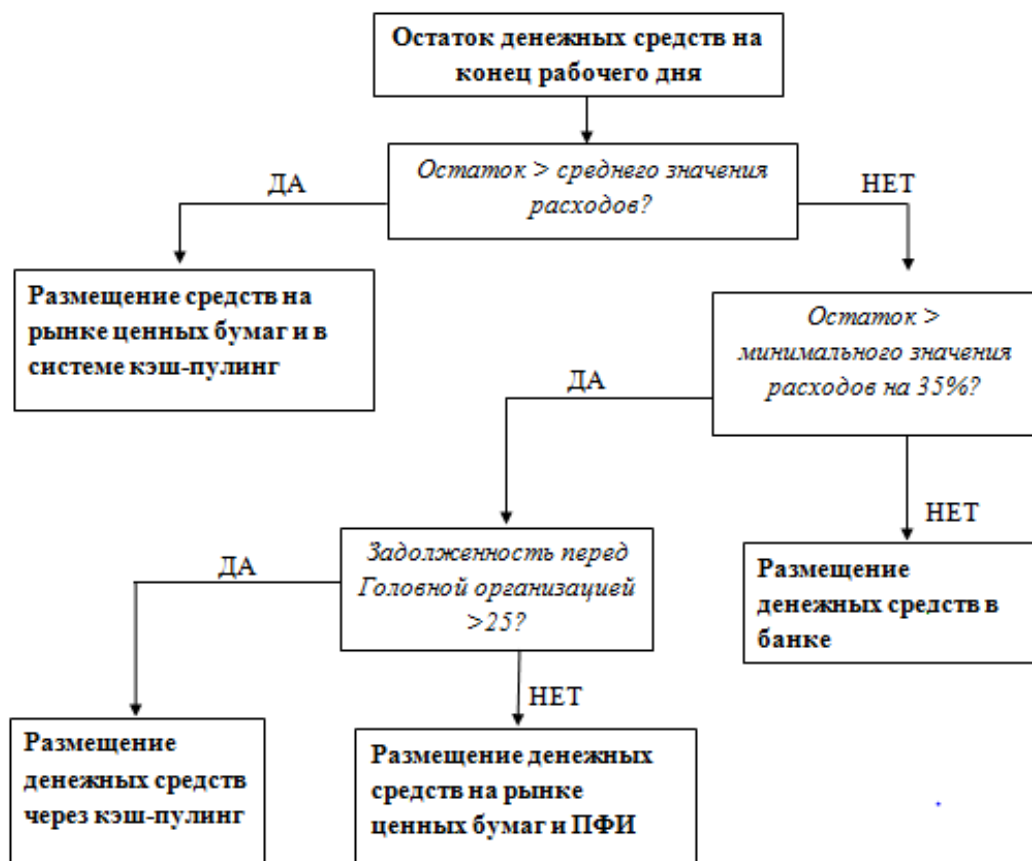


Рис. 3. Разработанный алгоритм работы компании

Стоит отметить, что каждый алгоритм и разработанные критерии вычисляются после глубокого анализа деятельности головной организации, ее дочерних компаний, филиалов и представительств. Однако, после трудоемкой деятельности в сфере анализа и разработки финансовой стратегии работы схемы кэш-пулинга, первые результаты можно наблюдать уже при первых месяцах



работы компании в новых условиях. Построение гибкого алгоритма действий и работы служит основой для дальнейшего развития компании, расширения границ и охвата рынка.

Вывод

В быстро развивающемся и стремительно меняющемся мире очень важно идти в ногу со временем, особенно большим компаниям, корпорациям и холдингам. Кроме того, руководителям любой, не важно головной или дочерней, организации следует не только контролировать и постоянно проводить мониторинг рынка, финансового состояния компании, следить за своими активами и оценивать платежеспособность, ликвидность и оборачиваемость компании, но и оценивать свои возможности по занятию большей доли рынка и/или улучшению своих показателей экономической деятельности компании. Данная банковская услуга как кэш-пулинг априори считается наиболее эффективным и целесообразным управлением денежными средствами и финансовым состоянием больших компаний и корпораций в целом. Однако, крайне мало ученых и экономистов, которые бы задумывались об оценке эффективности внедрения кэш-пулинга в дочерних компаниях, филиалах и представительствах.

Список литературы

1. Королев А.А., Ларин А.В. Банковские расчетные продукты для современного казначейства // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2009. - №6., С. 15 – 17
2. Селезнева Е.А. Организация системы платежей в крупных компаниях. Журнал «Финансовая, налоговая и денежно-кредитная политика», 2012. С. 1 – 5
3. Бурганов А.Н. Управление ликвидностью предприятия с помощью банковских продуктов. Азимут научных исследований: экономика и управление – 2014. - №3, С. 12 – 15
4. Кабанов А.А. Способы повышения эффективности управления денежными потоками с помощью инструментов Cash Management. Финансы, кредит и денежное обращение, 2016. – С. 101 – 105
5. М.Н. Поддубная., Л.Д. Яхьяева, О.Н. Руденко. Особенности централизованного управления финансовыми ресурсами крупных корпораций нефтегазового комплекса. Бюллетень науки и практики. 2017 С. 117 – 125.
6. Российский налоговый бюллетень. Журнал компании ЕУ. Май 2016, стр. 7
7. Justus Jansen. International Cash Pooling: Cross-border Cash Management Systems and Intra-group Financing. European Law Publishers - 2011 – p. 113-208
8. Marcel Williams. Cash Pooling and Insolvency – a practical global handbook. International Bar Association – 2016, p. 349-415
9. Dr. Clemens Billek. Cash Pooling im Konzern. Springer Vienna – 2008, с. 147-162

10. Azar J., Kagy J., Schmalz M. Can Changes in the Cost of Cash Resolve the Corporate Cash Puzzle? // Working Paper Ross School of Business at the University of Michigan - 2014. P. 1 – 71.
11. Gao X. Corporate Cash Hoarding: The Role of Just-in-Time Adoption // Working Paper National University of Singapore-2013. P. 1 – 59.
12. Jan Krajíček. Cash Management and Cash Pooling. 6 th International Scientific Conference Managing and Modelling of Financial Risks – 2012, с. 334- 349
13. Барышев М.А. Cash Managment: особенности становления и развития в России. Финансы, денежное обращение и кредит, 2015 – С. 271 – 273
14. Электронный источник. Онлайн газета Treasury Today <http://treasurytoday.com/2006/07and08/cash-pooling-an-introduction> (дата обращения 05.11.2017).
15. Электронный источник. Бюллетень Deloitte: <https://www2.deloitte.com/ru/en/pages/legal/articles/cash-pooling.html#> (дата обращения 02.11.2017).
16. Электронный источник. Электронная версия журнала «Финансовый директор» <https://fd.ru/articles/157146-sqk-15-m10-otchet-o-dvijenii-denejnyh-sredstv-dlya-effektivnogo-kontrolya-denejnyh-potokov> (дата обращения 27.10.2017).
17. Электронный источник. Статистический бюллетень European Central Bank <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecbsp16.en.pdf> (дата обращения 02.11.2017).
18. Электронный источник. Презентация Московской Биржи продукта РЕПО с КСУ: http://bankncc.ru/UserFiles/File/FR/Prezentaciya_KSU.pdf (дата обращения 15.10.2017).
19. Электронный источник. Сайт Nordea Bank: https://www.nordea.com/Images/33-46935/Cash_Pool_Services_Sweeping_Services.pdf (дата обращения 05.11.2017).

Просьба ссылаться на эту статью в русскоязычных источниках следующим образом:

Филимонова Е.А. Кэш-пулинг в холдингах РФ: оценка необходимости и эффективности внедрения // Пермский финансовый журнал. 2017. № 1 (16) С. 114 – 128



Ekaterina A. Filimonova

*Master of 1 course
Finance, Credit and Exchange Business Department
Perm State University
Perm, Russia*

Cash-pooling in Russian holding companies: implementation needs and effectiveness assessment

Abstract. This article presents an analysis of a new instrument for managing cash in holdings, corporations and companies with a branched territorial structure.

The subject of the study is cash-pooling, as a system for managing cash flows of large companies and corporations, introduced to improve the financial condition. This type of tool is not only little developed in Russia, but also poorly understood. The choice of the scheme of cash-pooling and its implementation is the decision of the top management of large companies and corporations. However, the evaluation of the effectiveness of the implementation of a scheme at a subsidiary, representative office or branch is extremely laborious and little studied.

The article analyzes theoretical bases, Russian and foreign practice, general trends in the industry. A method for assessing the effectiveness of the introduction and operation of cash pool schemes in subsidiaries, branches and representative offices is presented. In the course of work on this article, the foreign practice of implementing this tool, the results of work in various schemes and methods was studied. Practice of foreign companies was largely copied by Russian holdings and hastily presented. Later the company changed certain moments and mechanisms of the work process, which provided companies with effective management of cash balances on their accounts.

In the article the author draws conclusions on the most effective use of cash-pooling schemes at the enterprise, taking into account the regional and industry specifics of companies, articulates the advantages and disadvantages of implementing cash-pooling schemes, and also points to the problems that Russian subsidiaries of one Head Organization, and represents the ways of solving these problems. In addition, the author points out legislative limitations that have not yet been resolved in the Russian Federation for the full operation of the cash-pooling system and cash management.

The author provides an individual point of view on ways to improve the efficiency of the cash-pooling system at enterprises, presents the algorithm for making decisions and key indicators, indicates tools and ways to improve the efficiency of cash pooling schemes for both subsidiaries and the Head Organization.

Keywords: cash-pooling, financial management.

References

1. Korolev A.A., Larin A.V. Bank settlement products for the modern treasury // Settlements and operations in a commercial bank. – 2009. - №6., 15-17 p.
2. E.A. Selezneva. Organization of payments in large companies. Magazine «Financial, tax and monetary policy», 2012, 1-5 p.
3. Burganov A.N. Liquidity management of the enterprise with the help of bank products. Azimuth research; Economics and Management – 2014. - №3, 12-15 p/
4. Kabanov A.A. Methods for increasing the efficiency of cash management in companies with the help of “Cash management” bank tools. Finance, Credit and Money Circulation., 2016., –101-105 p.

5. M.N. Poddubnaya, L.D. Yahyaeva, O.N. Rudenko. Features of centralized management of financial resources of large oil and gas corporations. Bulletin of Science and Practice. 2017., 117-125 p.
6. The Russian tax bulletin. EY Magazine. May 2016., 7 p.
7. Justus Jansen. International Cash Pooling: Cross-border Cash Management Systems and Intra-group Financing. European Law Publishers - 2011 – c. 113-208
8. Marcel Williams. Cash Pooling and Insolvency – a practical global handbook. International Bar Association – 2016, c. 349-415
9. Dr. Clemens Billek. Cash Pooling im Konzern. Springer Vienna – 2008, c. 147-162
10. Azar J., Kagy J., Schmalz M. Can Changes in the Cost of Cash Resolve the Corporate Cash Puzzle? // Working Paper Ross School of Business at the University of Michigan - 2014. P. 1–71.
11. Gao X. Corporate Cash Hoarding: The Role of Just-in-Time Adoption // Working Paper National University of Singapore-2013. P. 1–59.
12. Jan Krajíček. Cash Management and Cash Pooling. 6 th International Scientific Conference Managing and Modelling of Financial Risks – 2012, c. 334- 349
13. M.A. Baryshev. Cash Managment: features of formation and development in Russia. Finance, money circulation and credit., 2015 –271-273 p.
14. Online newspaper Treasury Today <http://treasurytoday.com/2006/07and08/cash-pooling-an-introduction> (application date 05.11.2017).
15. Deloitte bulletin: <https://www2.deloitte.com/ru/en/pages/legal/articles/cash-pooling.html#> (application date 02.11.2017).
16. Electronic version of journal «Finance director» <https://fd.ru/articles/157146-sqk-15-m10-otchet-o-dvijenii-denejnyh-sredstv-dlya-effektivnogo-kontrolya-denejnyh-potokov> (application date 27.10.2017).
17. Statistical Bulletin of European Central Bank <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecbsp16.en.pdf>(application date 02.11.2017).
18. The presentation of new GCC REPO in Moscow Exchange: http://bankncc.ru/UserFiles/File/FR/Prezentaciya_KSU.pdf application date 15.10.2017).
19. Nordea Bank site: https://www.nordea.com/Images/33-46935/Cash_Pool_Services_Sweeping_Services.pdf (application date 05.11.2017).

Please cite this article in English as:

Filimonova E.A. (2017), “Cash-pooling in Russian holding companies: implementation needs and effectiveness assessment”, *Perm Financial Review*, no. 1 (16), pp. 114 – 128

Научное издание

Подписано в печать 20.06.2017. Формат 60х84/8.
Усл. печ. л. 14,4. Тираж 500 экз. Заказ 26.06

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

Отпечатано в типографии «Печатная студия XXI век»
614022, г. Пермь, ул. Карпинского, д. 17

Распространяется бесплатно

