Научно-исследовательский финансовый институт

Финансовый журнал

№3(31)
май-июнь
2016

Научно-практическое издание

Выходит 6 раз в год. Издается с июля 2009 г.

Главный редактор В. С. Назаров
директор НИФИ, кандидат экономических наук

Редакционный совет

Артюхин Р. Е., руководитель Федерального казначейства, кандидат юридических наук

Бокарев А. А., директор Департамента международных финансовых отношений Министерства финансов Российской Федерации, кандидат экономических наук

Дроздов А. В., председатель Правления Пенсионного фонда Российской Федерации, заслуженный экономист Российской Федерации

Максимова Н. С., депутат Государственной Думы Федерального Собрания Российской Федерации, заместитель председателя Комитета Государственной Думы по бюджету и налогам, кандидат экономических наук

Мишустин М. В., руководитель Федеральной налоговой службы, доктор экономических наук

Назаров В. С., директор НИФИ, главный редактор журнала, кандидат экономических наук

Нестеренко Т. Г., первый заместитель Министра финансов Российской Федерации, кандидат экономических наук

Прокофьев С. Е., заместитель руководителя Федерального казначейства, доктор экономических наук, профессор

Шнейдман Л. З., директор Департамента регулирования бухгалтерского учета, финансовой отчетности и аудиторской деятельности Министерства финансов Российской Федерации, доктор экономических наук, профессор

Editorial Advisory Board

R. Artyukhin, Head of the Federal Treasury, PhD (Law)

A. Bokarev, Head of the International Financial Relations Department, Ministry of Finance of the Russian Federation, PhD (Economics)

A. Drozdov, Chair of the Russian Federation Pension Fund Board, Honoured Economist of the Russian Federation

N. Maksimova, Deputy of the State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation, Deputy Chair of the Budget and Taxes Committee of the State Duma, PhD (Economics)

M. Mishustin, Head of the Federal Tax Service, Doctor of Economics

V. Nazarov, Director of the Financial Research Institute, Editor in Chief of the Financial journal, PhD (Economics)

T. Nesterenko, First Deputy Finance Minister of the Russian Federation, PhD (Economics)

S. Prokofyev, Deputy Head of the Federal Treasury, Doctor of Economics, Professor

L. Shneidman, Head of the Accounting, Financial Reporting and Auditing Regulation Department, Ministry of Finance of the Russian Federation, Doctor of Economics, Professor

ISSN 2075-1990

Свидетельство о регистрации СМИ от 11.12.2012 ПИ № ФС77-52134,
выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных
технологий и массовых коммуникаций (Роскомнадзор)

Учредитель и издатель

федеральное государственное бюджетное учреждение
«Научно-исследовательский финансовый институт»

Адрес: 127006, Москва, Настасьинский пер., д. 3, стр. 2
Тел./факс: (495) 699-74-14
Сайт: www.nifi.ru
e-mail: mail@nifi.ru

Журнал соответствует требования Высшей аттестационной комиссии
при Минобрнауки России к рецензируемым научным изданиям
и входит в Перечень ВАК, который вступил в силу 01.12.2015 г.

Издание включено в базу данных Российского индекса научного цитирования
(РИНЦ) с 2009 г.

Все статьи рецензируются.
Перепечатка материалов, опубликованных в журнале,
допускается только с письменного разрешения редакции.
Мнения авторов могут не совпадать с мнением редакции.

© Научно-исследовательский финансовый институт, 2016

Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал
Научно-практическое издание. Выходит 6 раз в год.
ISSN 2075-1990

Редакционная коллегия

Главный редактор В. С. Назаров
директор НИФИ, кандидат экономических наук

Богачева О. В., руководитель Центра бюджетной политики НИФИ, кандидат экономических наук

Варьяш И. Ю., руководитель Аналитического центра финансовых исследований НИФИ, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, доктор экономических наук

Гурвич Е. Т., руководитель Экономической экспертной группы, член Экономического совета при Президенте РФ, зам. председателя Общественного совета при Минфине России, руководитель Центра бюджетного анализа и прогнозирования НИФИ, кандидат физико-математических наук

Гутцайт Е. М., ведущий научный сотрудник Центра методологии бухгалтерского учета НИФИ, доктор экономических наук

Зембатов М. Р., ведущий научный сотрудник Центра финансов государственных и муниципальных учреждений НИФИ, кандидат экономических наук

Кабир Л. С., главный научный сотрудник Центра международных финансов НИФИ, доктор экономических наук , профессор, профессор РАН

Марьясин А. М., руководитель Центра методологии бухгалтерского учета НИФИ, кандидат экономических наук

Омельяновский В. В., заведующий Лабораторией оценки технологий в здравоохранении Института прикладных экономических исследований РАНХиГС, руководитель Центра финансов здравоохранения НИФИ, доктор медицинских наук, профессор

Пинская М. Р., директор Центра налоговой политики и налогового администрирования Финансового университета при Правительстве РФ, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, руководитель Центра налоговой политики НИФИ, доктор экономических наук, доцент

Рыкова И. Н., заместитель главного редактора, руководитель Центра отраслевой экономики НИФИ, доктор экономических наук

Трубин В. В., руководитель Центра финансов социальной сферы НИФИ, кандидат экономических наук

Хабаев С. Г., руководитель Центра финансов государственных и муниципальных учреждений НИФИ, доктор экономических наук, доцент

Шахова Г. Я., главный научный сотрудник Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ, доктор экономических наук

Швандар К. В., руководитель Центра перспективного финансового планирования, макроэкономического анализа и статистики финансов НИФИ, доктор экономических наук

Яковлев И. А., первый заместитель директора НИФИ, руководитель Центра международных финансов НИФИ, кандидат экономических наук

Захарова Т. М., ведущий редактор журнала, редактор редакционно-издательского отдела НИФИ

Агеев Г. И., начальник редакционно-издательского отдела НИФИ

Financial Research Institute. Financial journal
Scientific publication. The journal is being published 6 times a year.
ISSN 2075-1990

Editorial Board

V. Nazarov, Editor in Chief
Director, Financial Research Institute, PhD (Economics)

O. Bogacheva, Head of the Center for Budgetary Policy, Financial Research Institute, PhD (Economics)

I. Varjas, Head of the Analytical Center of Financial Investigations, Financial Research Institute, Professor of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Doctor of Economics

E. Gurvich, Head of Economic Expert Group, Member of Economic Board at the President of the Russian Federation, Deputy Chairman of the Public Board at the Ministry of Finance of the Russian Federation, Head of the Center of the Budgetary Analysis and Forecasting, Financial Research Institute, PhD (Physics and Mathematics)

E. Gutzait, Leading Researcher of the Accounting Methodology Center, Financial Research Institute, Doctor of Economics

M. Zembatov, Leading Researcher of the Center for State and Municipal Institutions' Finance, Financial Research Institute, PhD (Economics)

L. Kabir, Chief Research Associate of the Center for International Finance, Financial Research Institute, Doctor of Economics , Professor, Professor of Russian Academy of Sciences

A. Maryasin, Head of the Accounting Methodology Center, Financial Research Institute, PhD (Economics)

V. Omelyanovskiy, Head of Laboratory for Health Technology Assessment of the Applied Economic Research Institute, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Head of the Public Health Finance Center, Financial Research Institute, Doctor of Medicine, Professor

M. Pinskaya, Director of the Tax and Tax Law Center, Financial University under the Government of the Russian Federation, Professor of the Financial University under the Government of the Russian Federation, Head of the Tax Policy Center, Financial Research Institute, Doctor of Economics, Associate Professor

I. Rycova, Deputy Editor in Chief, Head of the Sectoral Economy Center, Financial Research Institute, Doctor of Economics

V. Trubin, Head of the Social Sphere Finance Center, Financial Research Institute, PhD (Economics)

S. Khabaev, Head of the Center for State and Municipal Institutions' Finance, Financial Research Institute, Doctor of Economics, Associate Professor

G. Shakhova, Chief Researcher Associate of the Advanced Financial Planning, Macroeconomic Analysis and Finance Statistics Center, Financial Research Institute, Doctor of Economics

K. Shvandar, Head of the Advanced Financial Planning, Macroeconomic Analysis and Finance Statistics Center, Financial Research Institute, Doctor of Economics

I. Yakovlev, Senior Deputy Director, Head of the Center for International Finance, Financial Research Institute, PhD (Economics)

T. Zakharova, Senior Editor of the Journal, Editor of Publishing Department, Financial Research Institute

G. Ageev, Chief of Publishing Department, Financial Research Institute

Содержание

Государственные финансы. Налоги и налогообложение

А. С. Кизимов, Н. А. Кузьмина, М. Р. Пинская
Налоговый контроль трансфертного ценообразования применительно к нематериальным активам 7

А. В. Тихонова, С. О. Наумчик
Налоговое поле АПК России и Республики Беларусь: сравнительная характеристика 16

Математические методы экономики. Рынок ценных бумаг

А. Е. Абрамов, А. Д. Радыгин, М. И. Чернова
Акции против облигаций в стратегиях долгосрочных инвесторов 26

В. А. Горелик, Т. В. Золотова
Формирование оптимального портфеля акций российских компаний с вероятностной функцией риска 45

Финансы. Рынок ценных бумаг

О. В. Богачева, О. В. Смородинов
Государственные меры по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций 55

Бюджетная система. Межбюджетные отношения

М. В. Мильчаков
Региональные бюджеты: формирование государственного долга и финансирование расходов 66

Мировая экономика. Международные финансы

Е. А. Богданюк, П. В. Трунин
Развитие рынка евровалютного банкинга в мировой экономике 79

С. Ю. Филина
Управление государственными заимствованиями: зарубежная практика 89

Отраслевые финансы. Государственная поддержка

И. Н. Рыкова, Е. О. Метелькова
Эффективность мер государственной поддержки
в области сельскохозяйственного машиностроения 98

Бюджетная система. Инициативное бюджетирование

В. В. Вагин
Теоретические аспекты развития
инициативного бюджетирования в России 105

Финансы социальной сферы. Пенсионные накопления

Е. С. Лавренова, О. С. Беломытцева
Эффективность управления пенсионными накоплениями
в негосударственных пенсионных фондах 115

Аннотации/Abstracts 126

Авторы/Authors 132

УДК 336.22

***Ключевые слова**:*
трансфертное ценообразование, взаимозависимые лица, нематериальные активы, сопоставимость сделок, налоговый контроль

***А. С. Кизимов**, к. э. н.,*
заместитель директора Департамента налоговой и таможенно-тарифной политики Министерства финансов Российской Федерации
(e-mail: finjournal@gmail.com)

***Н. А. Кузьмина**, к. э. н.,*
начальник сводно-аналитического отдела Департамента налоговой и таможенно-тарифной политики Министерства финансов Российской Федерации
(e-mail: finjournal@gmail.com)

***М. Р. Пинская**, д. э. н.,*
руководитель Центра налоговой политики Научно-исследовательского финансового института, директор Центра налоговой политики и налогового администрирования, проф. Финансового университета при Правительстве РФ
(e-mail: Mpinskaya@fa.ru)

Налоговый контроль трансфертного ценообразования применительно к нематериальным активам

Налоговый контроль трансфертного ценообразования (ТЦО) в отношении нематериальных активов (НМА) является наименее развитым направлением налогового администрирования в части как методологии, так и правоприменительной практики. Это обусловлено как многогранностью самого понятия НМА, которое часто отождествляется с интеллектуальной собственностью (хотя понятие интеллектуальной собственности отражает право субъекта владеть и распоряжаться НМА), так и обширным перечнем НМА, обладающих уникальностью, что затрудняет их сопоставление.

Несмотря на относительную «новизну» российского законодательства, регулирующего налоговый контроль ТЦО (соответствующие изменения в Налоговый кодекс Российской Федерации (НК РФ) вступили в силу с 2012 г.), в мировой практике накопился многолетний опыт, который успешно нами заимствуется. Справедливости ради стоит отметить, что разд. V.1 НК РФ «Взаимозависимые лица. Общие положения о ценах и налогообложении. Налоговый контроль в связи с совершением сделок между взаимозависимыми лицами. Соглашение о ценообразовании» выступает своего рода правопреемником ст. 20 «Взаимозависимые лица» и ст. 40 «Принципы определения цены товаров, работ или услуг для целей налогообложения» НК РФ, которые с 1999 г. регулировали порядок сравнения цен в сделках, совершаемых взаимозависимыми лицами (ВЗЛ). В связи с этим отдельные положения нельзя считать новшествами, что обеспечивает условия для стабильности налоговой системы — качества, которое является особенно ценным

в период турбулентности экономики. За время действия указанных статей накоплена обширная судебная практика о нарушениях условий сопоставимости сделок, анализ которой позволяет выявить сложившиеся тенденции, извлечь уроки и разработать рекомендации по восполнению некоторых пробелов в законодательстве, препятствующих развитию налогового администрирования.

Проблему налогового контроля ТЦО нельзя рассматривать как сугубо российскую, что обусловлено объективным характером экономических отношений по поводу ценообразования при совершении сделок между хозяйствующими субъектами. Более того, в условиях глобализации экономики вопросы налогового администрирования выходят за рамки национальных границ, что повышает значимость международного сотрудничества в области повышения эффективности контрольных мероприятий в отношении сделок между ВЗЛ. Особая роль отводится разработке методологии налогового контроля; законодателями мод в этой области выступают такие авторитетные международные организации, как ОЭСР и ООН. Рекомендации ОЭСР в той или иной степени используются даже в странах, не являющихся ее участниками.

Существуют разные форматы применения странами Руководства ОЭСР по ТЦО[1] в практике налогового администрирования: некоторые страны (к примеру, Канада) инкорпорируют Руководство ОЭСР в национальное законодательство по ТЦО, ряд стран (такие, как ЮАР) использует Руководство ОЭСР, если есть разночтения в национальном законодательстве, большинство стран (среди них Сингапур, Норвегия, Малайзия) ориентируются на национальное законодательство со ссылками на Руководство ОЭСР или упоминают его в преамбуле своих нормативных актов, некоторые страны придают Руководству ОЭСР статус обязательности для применения налоговыми органами (Австрия) или рекомендуют его налогоплательщикам (Эстония)[2]. В связи с этим изучение международного опыта является особенно важным при развитии подходов к налоговому контролю ТЦО.

Действующее налоговое законодательство в области ТЦО имеет ряд неурегулированных положений, которые затрудняют обеспечение сопоставимости цен при совершении сделок, связанных с НМА, между ВЗЛ. Однако проблема эта носит системный характер и связана в первую очередь с самой природой НМА, отличающихся уникальностью, что отражается на определении их однородности и идентичности для целей налогообложения.

Определения идентичных и однородных товаров содержатся в п. 6 и п. 7 ст. 38 НК РФ. При определении идентичности товаров значение имеют физические характеристики, качество, функциональное назначение, страна происхождения и производитель, его деловая репутация на рынке и используемый товарный знак. При определении идентичности работ (услуг) учитываются характеристики подрядчика (исполнителя), его деловая репутация на рынке и используемый товарный знак. При этом незначительные различия во внешнем виде таких товаров могут не учитываться. Однако при сопоставлении НМА, например товарного знака, такая качественная оценка в виде указания на «незначительность» может иметь существенное значение.

При определении однородности товаров учитываются их качество, репутация на рынке, товарный знак, страна происхождения. При определении однородности работ (услуг) учитываются их качество, товарный знак, репутация на рынке, а также вид работ (услуг), их объем, уникальность и коммерческая взаимозаменяемость. Таким образом, однородные товары, работы, услуги выполняют одни и те же функции и могут быть взаимозаменяемыми. В отношении НМА решение вопроса о взаимозаменяемости затруднено,

---

[1] *OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations 2010 / OECD (http://www.oecd.org/publications/oecd-transfer-pricing-guidelines-for-multinational-enterprises-and-tax-administrations-20769717.htm).*

[2] *Токарева К. К. Руководство ОЭСР по трансфертному ценообразованию: применимость в России // Налоговед. 2015. № 1. С. 44–50.*

особенно в наукоемких, комплексных отраслях. В таких случаях специалисты предлагают для целей определения цены по сделке руководствоваться критерием «схожей ценности на рынке за счет влияния на потребителя и «стандартизированности» самого продукта»[3].

Роспатент подразделяет признаки однородности товаров на основные и вспомогательные. К основным признакам относятся: род (вид) товаров, функциональное назначение (объем и цель применения) товаров, вид материала, из которого изготовлены товары. К вспомогательным признакам относятся: потребительские свойства, взаимодополняемость либо взаимозаменяемость товаров, условия их реализации (в том числе общее место продажи, продажа через розничную либо оптовую сеть), круг потребителей, традиционный или преимущественный уклад использования товаров и другие признаки[4]. Вывод об однородности товаров делается по результатам анализа по перечисленным признакам в их совокупности в том случае, если товары по причине их природы или назначения могут быть отнесены потребителями к одному и тому же источнику происхождения.

Анализ судебной практики применения норм ст. 40 НК РФ при определении идентичности и однородности позволил выявить следующие подходы к решению указанной проблемы. В делах, где предметом рассмотрения были сделки, не связанные с НМА, для подтверждения идентичности товаров обычно использовалась информация о месте реализации товаров (рынок), а также ГОСТ и марка продукции, а для подтверждения идентичности услуг — информация о потребителе услуги, вид собственности, месторасположение (рынок), эксплуатационные данные и др.[5]

В делах, связанных с НМА, как правило, предметом спора выступает экономическая целесообразность расходов, учитываемых для целей налогообложения (например, расходов по разработке и поддержанию программных продуктов, выплат сублицензионных платежей (роялти) за ноу-хау, маркетинговые разработки, товарные знаки)[6].

В то же время собственно налоговый контроль сопоставимости сделок по НМА не являлся предметом спора в делах, связанных с НМА. Это может свидетельствовать о недостаточной разработанности методологических подходов к налоговому контролю сопоставимости сделок по НМА, в силу чего налоговые органы не применяют в своей стратегии подходы, соответствующие современным российским реалиям. Применение стратегий, адекватных с точки зрения правовых норм, не только упрощает и удешевляет налоговое администрирование, но и позволяет выстроить грамотную риск-ориентированную политику, снижая степень неопределенности в формировании правил игры между государством и налогоплательщиками (налоговых рисков).

Попытаемся выяснить, в чем причины такого положения дел. Очевидно, что источником налоговых рисков являются противоречия в законодательстве или пробелы в правовом регулировании экономических отношений, которые приводят к конфликтной ситуации в связи с неоднозначной трактовкой отдельных положений нормативных актов налоговыми органами и налогоплательщиками.

---

[3] *Раджабов Р. М. Сделки по передаче прав пользования товарным знаком: есть контроль? // Налоговая политика и практика. 2010. № 6 (90). С. 48.*

[4] *Приказ Роспатента от 31.12.2009 № 198 «Об утверждении Методических рекомендаций по определению однородности товаров и услуг при экспертизе заявок на государственную регистрацию товарных знаков и знаков обслуживания» (ред. от 27.10.2015) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».*

[5] *См., напр.: Постановление ФАС Уральского округа от 07.07.2010 № Ф09-5139/10-С2 по делу № А76-15223/2009-37-253; Постановление ФАС Северо-Кавказского округа от 07.02.2005 № Ф08-122/2005-40А / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».*

[6] *См., напр.: Постановление ФАС Северо-Западного округа от 19.04.2011 № А56-94331/2009; Постановление ФАС Северо-Западного округа от 08.07.2011 № А44-3493/2010; Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 25.02.2015 № 09АП-56340/2014 по делу № А40-28065/13; Постановление Арбитражного суда города Москвы от 08.05.2015 № А40-12815-2015__20150508 по делу № А40-12815/15 / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс»; Девятый арбитражный апелляционный суд г. Москвы. Дело № А40-138879/14 (http://kad.arbitr.ru/Card/837554e8-24a2-4cde-a55f-babf9107c22f).*

ПОНЯТИЕ НМА

Рассмотрим, как трактуется понятие НМА в различных нормативных документах.

В налоговом законодательстве в качестве НМА признаются приобретенные и (или) созданные налогоплательщиком результаты интеллектуальной деятельности и иные объекты интеллектуальной собственности (исключительные права на них), используемые в производстве продукции (выполнении работ, оказании услуг) или для управленческих нужд организации в течение длительного времени (продолжительностью свыше 12 месяцев). Согласно п. 3 ст. 257 НК РФ к НМА, в частности, относятся:

1) исключительное право патентообладателя на изобретение, промышленный образец, полезную модель;

2) исключительное право автора и иного правообладателя на использование программы для ЭВМ, базы данных;

3) исключительное право автора или иного правообладателя на использование топологии интегральных микросхем;

4) исключительное право на товарный знак, знак обслуживания, наименование места происхождения товаров и фирменное наименование;

5) исключительное право патентообладателя на селекционные достижения;

6) владение ноу-хау, секретной формулой или процессом, информацией в отношении промышленного, коммерческого или научного опыта;

7) исключительное право на аудиовизуальные произведения.

При этом перечень НМА в НК РФ не совпадает с перечнем НМА, содержащимся в п. 4 ПБУ 14/2007[7]. Например, в нем не упоминаются аудиовизуальные произведения. В то же время ПБУ 14/2007 приводит, по сути, примеры НМА, не претендуя на их полный список. Согласно п. 4 к нематериальным активам относятся, например, произведения науки, литературы и искусства; программы для электронных вычислительных машин; изобретения; полезные модели; селекционные достижения; секреты производства (ноу-хау); товарные знаки и знаки обслуживания. В составе нематериальных активов учитывается также деловая репутация, возникшая в связи с приобретением предприятия как имущественного комплекса (в целом или его части).

В Общероссийском классификаторе основных фондов (ОКОФ) приводится обширный перечень НМА, включающий больше наименований, чем в НК РФ и ПБУ 14/2007. В ОКОФ проводится отождествление НМА с нематериальными основными фондами. Согласно преамбуле ОКОФ к нематериальным основным фондам (нематериальным активам) относятся компьютерное программное обеспечение, базы данных, оригинальные произведения развлекательного жанра, литературы или искусства, наукоемкие промышленные технологии, прочие нематериальные основные фонды, являющиеся объектами интеллектуальной собственности, использование которых ограничено установленными на них правами владения[8].

В Гражданском кодексе (ГК РФ) понятие НМА не используется, однако согласно ст. 128 ГК РФ охраняемые результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации (интеллектуальная собственность), а также нематериальные блага относятся к объектам гражданских прав[9]. О результатах интеллектуальной

---

[7] *Приказ Минфина России от 27.12.2007 № 153н «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет нематериальных активов» (ПБУ 14/2007)» (ред. от 24.12.2010) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».*

[8] *ОК 013-94. Общероссийский классификатор основных фондов (утв. Постановлением Госстандарта РФ от 26.12.1994 № 359, ред. от 14.04.1998).*

[9] *Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 31.01.2016) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».*

деятельности (РИД) речь идет и в разд. VII ГК РФ[10], причем перечень РИД состоит из 16 наименований, и он закрытый.

Анализ нормативных документов позволяет сделать следующие выводы: определение интеллектуальной собственности охватывает только РИД, но не права на них. Исключительное право на РИД первоначально возникает у его автора и может быть передано автором другому лицу. В бухгалтерском учете объектами НМА признаются лишь исключительные права на РИД. Для целей налогового учета к НМА, помимо РИД, относится также интеллектуальная собственность.

АНАЛИЗ СОПОСТАВИМОСТИ СДЕЛОК

Исходя из положений НК РФ (ст. 105.5), анализ сопоставимости сделок включает в себя:

1) анализ предмета сделки;
2) анализ функций сторон сделок;
3) анализ условий договоров (контрактов), заключенных между сторонами;
4) анализ экономических условий деятельности;
5) анализ рыночных (коммерческих) стратегий сторон.

НК РФ не обязывает проводить анализ в той последовательности, как это перечислено в п. 4 ст. 105.5. Налоговые органы отмечают, что «такие факторы сопоставимости, как характеристика экономических условий деятельности сторон анализируемой сделки, характеристика рыночных (коммерческих) стратегий сторон анализируемой сделки, имеют комплексный характер и охватывают сферу деятельности сторон сделки в целом. Поэтому их рассмотрение возможно в рамках предыдущего этапа»[11].

1. Анализ предмета сделки проводится для понимания особенностей процесса ценообразования с учетом особенностей конкурентной среды. В рамках указанного этапа происходит описание таких свойств товаров (работ, услуг), как марка, сорт, вид, качество, класс; выявляются потребители производимой продукции, поставщики сырья и материалов, возможные заменители производимых ТРУ. Большое значение на данном этапе имеет полный учет факторов, влияющих на ценообразование: уровень монополизации на рынке и состояние государственного регулирования в сфере деятельности налогоплательщика, уникальность производимых товаров (выполняемых работ, оказываемых услуг) для оценки влияния рынка на цену НМА. Сравнению подлежат только сделки с сопоставимым по свойству и характеристикам предметом, каковыми являются сделки с идентичными (однородными) товарами. При сопоставлении НМА значение могут иметь такие факторы, как исключительность прав на передаваемые НМА или прав на НМА, степень и продолжительность правовой защиты НМА, срок полезной службы, ожидание будущих выгод, стадия разработки и т. д. Эти факторы могут определить степень влияния на конкурентов и, таким образом, повлиять на цены или даже предотвратить вхождение конкурентов на рынок. Например, по некоторым НМА законный владелец прав может исключить его использование другими лицами. Сторона с исключительными правами на НМА имеет более широкие возможности влияния на рынок, в то время как сторона с неисключительными правами на НМА, скорее всего, будет иметь конкурентов. Правовая защита НМА с ограниченными сроками полезного использования может сказаться на будущих выгодах от их эксплуатации, в связи с чем ценность двух сопоставимых НМА с разными сроками использования будет отличаться.

---

[10] *Гражданский кодекс Российской Федерации (часть четвертая) от 18.12.2006 № 230-ФЗ (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2016) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».*

[11] *Письмо ФНС России от 30.08.2012 № ОА-4-13/14433@ «О подготовке и представлении документации в целях налогового контроля» / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».*

2. Анализ функций сторон сделок (функциональный анализ) — это общепринятая практика во всем мире. В 2015 г. ОЭСР разработала рекомендации по проведению функционального анализа, в которых указано, что он проводится для понимания экономических и фактических отношений между сторонами сделки. Для этого делается срез внешней и внутренней среды, в которой функционирует транснациональная компания (ТНК). Сначала рисуется общая картина отрасли, к которой относится проверяемая ТНК. Для этого изучаются бизнес-стратегии, рынки, цепочки поставок, ключевые функции, используемые активы и понесенные риски.

Затем проводится анализ структуры всей группы ТНК, процесс создания стоимости внутри этой группы, включая выявление ключевых факторов, добавляющих стоимость; определение взаимозависимости функций, осуществляемых связанными компаниями с остальной группой, включая оценку вклада связанных компаний в создание стоимости; анализ юридических прав и обязанностей каждой из сторон; определение экономического значения функций. Для понимания экономических отношений между сторонами сделок важную роль играют следующие факторы: контрактные условия, функции, осуществляемые каждой из сторон, с учетом используемых активов и взятых рисков, включая вклад этих функций в создание стоимости ТНК, особые обстоятельства сделки и отраслевые особенности; характеристика переданного имущества или предоставленных услуг; экономические обстоятельства сторон и рынка, на котором они функционируют; бизнес-стратегии, которым следуют стороны.

Безусловно, особое место отводится источникам информации. В сентябре 2014 г. вышел отчет ОЭСР[12], в котором рекомендуется введение трехуровневой структуры документации по ТЦО: основная документация (*master file*), локальная документация (*local file*), а также отчет в разрезе стран, где ТНК ведет свою деятельность (*country-by-country report*). Источниками информации для функционального анализа должны стать: информация о глобальных операциях и подходах к ТЦО, применяемых ТНК (*master file*), и локальная документация (*local file*), поскольку CbC-отчет рекомендуется использовать исключительно для оценки межстрановых рисков. Данные, содержащиеся в CbC-отчете, могут быть полезны для налоговых администраций, поскольку они позволяют идентифицировать компании, которые перенесли прибыль в низконалоговые или безналоговые юрисдикции[13].

Анализ положений ст. 105.15 НК РФ позволил выявить, что документация по ТЦО для целей налогового контроля соответствует локальной документации, а сведения о функциональном анализе сторон контролируемой сделки и об экономической выгоде, получаемой от совершения контролируемой сделки по приобретению нематериальных активов, соответствующие сведениям основной документации (*master file*), в некоторой степени регламентируются письмом ФНС России[14].

При этом российские требования к документации по ТЦО отличаются от требований к основной документации, рекомендуемой ОЭСР. В частности, список сведений, подлежащих раскрытию в Российской Федерации, возможно расширить за счет включения информации: обо всех существенных внутригрупповых соглашениях о ценообразовании, заключенных локальной организацией; о существующих односторонних и двусторонних/многосторонних соглашениях и других налоговых решениях, в которые локальная налоговая юрисдикция не вовлечена и которые относятся к контролируемым сделкам;

---

[12] *Guidance on Transfer Pricing Documentation and Country-by-Country Reporting. OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project. Executive Summaries. 2014 Deliverable (http://www.oecd.org/ctp/beps-2014-deliverables-executive-summaries.pdf).*

[13] *Пинская М. Р., Милоголов Н. С., Церенова К. Н. Новые подходы к документации по трансфертному ценообразованию: международный опыт // Налоги. 2015. № 5. С. 45–48.*

[14] *Письмо ФНС России от 30.08.2012 № ОА-4-13/14433@ «О подготовке и представлении документации в целях налогового контроля».*

финансовой информации, включая финансовую отчетность локальной организации и др., а также описание бизнеса ТНК. В части НМА ОЭСР предлагает проводить функциональный анализ с использованием следующей информации: описание стратегии ТНК в отношении разработки, владения и использования НМА, в т. ч. размещение основных объектов НИОКР и управления ими; список НМА или групп нематериальных активов группы ТНК, которые важны для целей ТЦО, и перечень субъектов, юридически владеющих ими; список ключевых соглашений между выявленными взаимосвязанными предприятиями, связанных с НМА, включая соглашения о разделе затрат, договоры на оказание услуг по фундаментальным научным исследованиям и лицензионные соглашения; общее описание политики ТЦО группы ТНК, связанной с НИОКР и НМА; общее описание всех важных трансфертов долей в НМА среди взаимосвязанных предприятий в соответствующем финансовом году, в т. ч. вовлекаемых юридических лиц, стран и компенсаций.

С учетом вышеизложенного целесообразна, на наш взгляд, имплементация отдельных подходов ОЭСР к функциональному анализу НМА в части выявления рисков и факторов, способствующих созданию ценности, в российское законодательство. Функциональный анализ призван обеспечивать ясное понимание бизнес-процессов компании с тем, чтобы выявить связь между переданными НМА с другими функциями, рисками и активами глобального бизнеса.

3. Анализ условий договоров (контрактов), заключенных между сторонами, направлен на выявление существенных условий договора, которые оказывают влияние на цену сделок. НК РФ предусматривает открытый перечень условий контрактных обязательств. Согласно п. 5 ст. 105.5 НК РФ определение сопоставимости условий сопоставляемых сделок с условиями анализируемой сделки осуществляется с учетом количества товаров, объема выполняемых работ (оказываемых услуг), сроков исполнения обязательств по сделке, условий платежей, применяемых в соответствующих сделках, курса иностранной валюты, примененной в сделке, по отношению к рублю или другой валюте и его изменения; иных условий распределения прав и обязанностей между сторонами сделки (на основании результатов функционального анализа).

Согласно Руководству ОЭСР по ТЦО сравнение характеристик НМА осуществляется по таким признакам, как: право, на основании которого используется актив (это может быть право собственности, лицензия), вид НМА (патент, торговая марка или ноу-хау), длительность использования и степень защищенности, предполагаемые доходы от использования актива. Изучение условий договоров позволяет выявить распределение ответственности, рисков и вознаграждения между сторонами сделок, поэтому такой анализ должен быть частью функционального анализа[15].

ФНС России рекомендует более детально определять в договоре права и обязанности сторон, при этом значение имеет, какая из сторон контролируемой сделки выполняет (не выполняет) условия договора, а также какие из условий не отражают фактические отношения сторон и реальные финансово-экономические результаты их деятельности[16].

4. Анализ экономических условий деятельности сторон затруднен тем, что ценообразование на различных рынках может сильно отличаться даже в отношении одних и тех же товаров, работ и услуг, поэтому на первый план выходит вопрос о сравнимости рынков с тем, чтобы они не имели существенных различий, оказывающих влияние на стоимость НМА.

Наиболее острый вопрос — это, безусловно, определение границ рынка для НМА, являющегося объектом интеллектуальной собственности. Практически можно констатировать

---

[15] *Калинин С. И. Сопоставимость условий сделок и функциональный анализ в НК РФ и руководстве ОЭСР о трансфертном ценообразовании // Закон. 2013. № 1. С. 77–80.*

[16] *Письмо ФНС России от 30.08.2012 № ОА-4-13/14433@ «О подготовке и представлении документации в целях налогового контроля».*

размытость пространственных границ: рынок НМА может охватывать территорию не одного, а нескольких государств и располагаться далеко за пределами страны происхождения НМА. В связи с этим особую значимость приобретает правовая защита конкретного вида НМА в стране, где он зарегистрирован: рынком может признаваться страна, где существует правовая защита НМА.

Некоторые специалисты сетуют на отсутствие методики по определению ближайшей к продавцу (покупателю) территории еще с тех пор, когда действовала ст. 40 НК РФ, а также на отсутствие единого подхода по данному вопросу в судебной практике[17]. На наш взгляд, с учетом глобализации мирового хозяйства необходимость такой методики следует поставить под сомнение.

В большинстве стран применяется глобальный подход, основанный на допущении, что рынок не имеет границ. Налоговые органы большинства развитых стран исходят из того, что ТЦО предполагает установление цены между ВЗЛ при совершении сделок, осуществляемых за пределами национальных границ[18]. Учитывая неразвитость нормативно-правовой базы защиты прав правообладателей, патентообладателей, авторов и владельцев смежных прав в виртуальном мире, обусловленную наличием множества нетрадиционных проблем в сфере интеллектуальной собственности, принятие корректных решений о рынке при сопоставлении НМА затруднено.

Руководство ОЭСР по ТЦО выделяет следующие экономические условия, которые могут определять сопоставимость рынков: географическое положение и размер рынка, существующую конкуренцию на рынке и соответствующие конкурирующие позиции продавцов и покупателей, доступность аналогичных товаров (товаров-заменителей) и услуг, уровень спроса и предложения на рынке в целом и в конкретном регионе, покупательную способность, существо и пределы государственного регулирования рынка, стоимость производства, включая стоимость земли, рабочей силы, капитала, транспортные расходы, тип рынка (розничный или оптовый), даты и время сделок и т. п.

Аналогичной логики придерживается и российский законодатель, предлагая учитывать при определении сопоставимости характеристик рынков товаров (работ, услуг) следующий открытый перечень факторов: географическое место расположения рынков и их величину, наличие конкуренции на рынках и относительную конкурентоспособность продавцов и покупателей на рынке, наличие на рынке однородных товаров (работ, услуг), предложение и спрос на рынке, а также покупательную способность потребителей, уровень государственного вмешательства в рыночные процессы, уровень развития производственной и транспортной инфраструктуры, иные характеристики рынка, влияющие на цену сделки[19].

5. Анализ рыночных (коммерческих) стратегий сторон позволяет выявить различные аспекты деятельности компании: обновление и совершенствование выпускаемой продукции, выход на новые рынки сбыта (для чего, к примеру, компания может пойти на демпингование цен с целью завоевания рынка), о чем сказано в п. 10 ст. 105.5 НК РФ.

В Руководстве ОЭСР по ТЦО отмечается, что в бизнес-стратегии компании должны учитываться инновации и разработка новых продуктов, уровень диверсификации, оценка политических изменений, продолжительность применяемых мер и т. д. Налоговые органы могут проверить обоснованность продажи товара по цене ниже рыночной, чтобы убедиться

---

[17] *Самарина Э. С. Сопоставимость как основная категория налогового контроля при применении правил раздела V.1 Налогового кодекса Российской Федерации / Вопросы налогообложения в российском и зарубежном праве. Материалы IV Международной научно-практической конференции молодых ученых, 17–19 апреля 2014 года. М.: МГЮА, 2015. С. 20–31.*

[18] *Головченко О. Н. Трансфертное ценообразование в Европейском союзе // Финансовое право. 2013. № 3. С. 30–34.*

[19] *Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31.07.1998 № 146-ФЗ, п. 9 ст. 105.5 (ред. от 05.04.2016). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».*

в последовательности действий компании, сознательно идущей на уменьшение цены (а следовательно, и своей прибыли) в целях расширения экспансии на рынок сбыта.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что использование стандартных рекомендаций законодателя по применению методов определения доходов в сделках между ВЗЛ для налогового контроля ТЦО в отношении НМА сопряжено со значительными трудностями. Причиной тому, во-первых, уникальность НМА, обусловленная их природой, во-вторых, недостаточная проработанность правового регулирования НМА. Проделанный нами обзор положений НК РФ и их сравнение с Руководством ОЭСР по ТЦО показал, с одной стороны, сближение российских принципов определения рыночной цены с международными принципами. С другой стороны, выявлены некоторые пробелы, препятствующие развитию налогового контроля ТЦО, особенно в отношении НМА (обоснование критериев сопоставимости, источники информации и др.). От успешного решения этих проблем зависит снижение рисков при передаче НМА и прав на них, а именно тех рисков, которые связаны с нарушением прав на НМА, с устареванием и амортизацией НМА и иных рисков.

Библиография

1. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ (ред. от 05.04.2016) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть четвертая) от 18 декабря 2006 г. № 230-ФЗ (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.01.2016) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
3. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ (ред. от 31.01.2016) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
4. Приказ Роспатента от 31.12.2009 № 198 «Об утверждении Методических рекомендаций по определению однородности товаров и услуг при экспертизе заявок на государственную регистрацию товарных знаков и знаков обслуживания» (ред. от 27.10.2015) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
5. Приказ Минфина России от 27.12.2007 № 153н «Об утверждении Положения по бухгалтерскому учету «Учет нематериальных активов» (ПБУ 14/2007)» (ред. от 24.12.2010) / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
6. Постановление ФАС Уральского округа от 07.07.2010 № Ф09-5139/10-С2 по делу № А76-15223/2009-37-253 40А / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
7. Постановление ФАС Северо-Кавказского округа от 07.02.2005 № Ф08-122/2005-40А / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
8. Постановление ФАС Северо-Западного округа от 19.04.2011 № А56-94331/2009 / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
9. Постановление ФАС Северо-Западного округа от 08.07.2011 № А44-3493/2010 / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
10. Письмо ФНС России от 30.08.2012 № ОА-4-13/14433@ «О подготовке и представлении документации в целях налогового контроля» / Справ.-правовая система «КонсультантПлюс».
11. Головченко О. Н. Трансфертное ценообразование в Европейском союзе // Финансовое право. 2013. № 3.
12. Калинин С. И. Сопоставимость условий сделок и функциональный анализ в НК РФ и руководстве ОЭСР о трансфертном ценообразовании // Закон. 2013. № 1.
13. Пинская М. Р., Милоголов Н. С., Церенова К. Н. Новые подходы к документации по трансфертному ценообразованию: международный опыт // Налоги. 2015. № 5.
14. Раджабов Р. М. Сделки по передаче прав пользования товарным знаком: есть контроль? // Налоговая политика и практика. 2010. № 6.
15. Самарина Э. С. Сопоставимость как основная категория налогового контроля при применении правил раздела V.1 Налогового кодекса Российской Федерации / Вопросы налогообложения в российском и зарубежном праве. Материалы IV Международной научно-практической конференции молодых ученых, 17–19 апреля 2014 года. М.: МГЮА, 2015.
16. Токарева К. К. Руководство ОЭСР по трансфертному ценообразованию: применимость в России // Налоговед. 2015. № 1.
17. Guidance on Transfer Pricing Documentation and Country-by-Country Reporting [Электронный ресурс] / Executive Summaries. 2014 Deliverable. OECD/G20 Base Erosion and Profit Shifting Project. Режим доступа: http://www.oecd.org/ctp/beps-2014-deliverables-executive-summaries.pdf.
18. OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations 2010 [Электронный ресурс] / OECD. August 16, 2010. Режим доступа: http://www.oecd.org/publications/oecd-transfer-pricing-guidelines-for-multinational-enterprises-and-tax-administrations-20769717.htm.

УДК 336.221.4

***Ключевые слова**:*
агропромышленный комплекс,
общая система налогообложения,
единый налог в сельском хозяйстве,
налоговые льготы,
сравнение налогообложения

***А. В. Тихонова**,*
мл. науч. сотр. Центра налоговой политики и налогового администрирования Института финансово-экономических исследований Финансового университета при Правительстве РФ,
ассистент кафедры статистики и эконометрики РГАУ-МСХА им. К. А. Тимирязева
(e-mail: AVTihonova@fa.ru)

***С. О. Наумчик**, к. э. н., доц.,*
доц. кафедры налогов и налогообложения Белорусского государственного экономического университета
(e-mail: naumchik_sergey@rambler.ru)

Налоговое поле АПК России и Республики Беларусь: сравнительная характеристика

В контексте диктуемых развитыми странами экономических условий, связанных с ужесточением и введением дополнительных санкций в адрес Российской Федерации, во главу угла поставлена проблема импортозамещения продукции агропромышленного комплекса. В качестве одного из наиболее перспективных путей реализации курса на импортозамещение в аграрной области следует признать усиление интеграции АПК России и стран СНГ, в первую очередь Республики Беларусь, с которой на дипломатическом уровне выстроены долгие и стабильные отношения.

Особый теоретический и практический интерес представляет проведение сравнительной характеристики методов государственной финансовой поддержки субъектов АПК и их взаимная имплементация с целью повышения их результативности: научным сообществом и практиками они признаются низкоэффективными в обоих государствах[1]. Вместе с тем российское аграрное производство находится на стадии самообеспечения населения продовольствием, в Республике Беларусь же наоборот — взят курс на активное экспортно ориентированное развитие агропромышленного комплекса[2]. В рамках данной статьи мы провели параллели между налоговыми условиями сельскохозяйственного производства в Российской Федерации и Республике Беларусь (далее — РФ и РБ соответственно).

Статья подготовлена при финансовой поддержке РГНФ (грант № 15-22-01004) и БРФФИ (грант № Г15Р-015), совместный проект на тему: «Совершенствование налоговых и бюджетных инструментов государственной финансовой поддержки агропромышленного комплекса в целях обеспечения экономической и продовольственной безопасности».

[1] *Балкизов М. Х. Проблемы оптимизации организационно-экономического механизма функционирования и государственной поддержки АПК регионов // Экономика и предпринимательство. 2014. № 12–2. С. 143–147.*

[2] *Бондарь Т. Е. Инновации и их влияние на экспортный потенциал АПК Республики Беларусь / В сб.: Направления повышения стратегической конкурентоспособности аграрного сектора экономики. Материалы Международной научно-практической конференции. Тамбов, 2015. С. 28–36.*

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ОСНОВНОЙ СИСТЕМЫ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ РФ И РБ ДЛЯ СУБЪЕКТОВ АПК

Субъекты АПК России и Республики Беларусь могут применять как основную (общую для всех экономических субъектов) систему налогообложения (ОСНО), так и специальный налоговый режим для сельскохозяйственных товаропроизводителей. Применение специальных налоговых режимов несет в себе льготный характер налогообложения за счет снижения ставок по налогам и отмены ряда налогов. Вместе с тем и общий режим налогообложения предусматривает специальные льготы для сельскохозяйственных товаропроизводителей, они представлены в табл. 1.

Таблица 1

Сравнительная характеристика ОСНО в РФ и РБ

Налог / взнос	РФ		РБ	
	Для АПК	Баз. ставка	Для АПК	Баз. ставка
НДС	10 % — на продовольственные товары, племенной крупный рогатый скот, племенных свиней, племенных овец, племенных коз, племенных лошадей, племенного яйца; спермы и эмбрионов, полученных от них	18 %	10 % — при реализации производимой на территории РБ продукции растениеводства, пчеловодства, животноводства и рыбоводства, дикорастущих ягод, орехов и иных плодов, грибов, другой дикорастущей продукции при ввозе на территорию РБ и (или) реализации продовольственных товаров по перечню, утвержденному Президентом РБ	20 %
Налог на прибыль	0 % — для организаций с долей выручки от реализации произведенной сельхозпродукции и продукции ее переработки более 70 % по прибыли, полученной от реализации такой продукции	20 %	18 %	18 %
Земельный налог	Не может превышать 0,3 %	1,5 %	Ставка устанавливается исходя из кадастровой стоимости и балльной оценки земель	
Транспортный налог	Не облагаются тракторы, самоходные комбайны всех марок, специальные автомашины, зарегистрированные на сельхозтоваропроизводителей и используемые при сельскохозяйственных работах для производства сельхозпродукции		Нет*	
Налог на имущество / Налог на недвижимость	Ставки не могут превышать 2,2 %. Допускается установление дифференцированных ставок в зависимости от категорий налогоплательщиков и (или) имущества	2,2 %	Освобождаются: капитальные строения (здания, сооружения), их части 1) сельхозназначения, используемые для производства продукции растениеводства, животноводства, рыбоводства и пчеловодства; 2) потребительской кооперации, относящиеся к торговым объектам и объектам общественного питания и расположенные в сельской местности	1–2,5 %
Взносы на обязательное страхование	30,2 %	30,2 %	Для работодателей, занятых производством сельскохозяйственной продукции, объем которой составляет более 50 % от общего — 30 %	34 %

*Примечание: * установлена государственная пошлина за допуск транспортных средств к участию в дорожном движении. Ставки определены в базовых единицах и дифференцированы в зависимости от вида и разрешенной максимальной массы транспортного средства.*
Источник: составлено авторами на основе НК РФ и НК РБ.

Проведенный сравнительный анализ общих условий налогообложения сельскохозяйственных организаций исследуемых государств показал, что с позиции финансового стимулирования налоговые условия ведения предпринимательской деятельности Российской Федерации и Республики Беларусь сопоставимы. Вместе с тем в рамках механизма налогообложения по отдельным налогам нами выделены существенные различия. В частности, в России сельскохозяйственные товаропроизводители, отвечающие критериям ст. 346.2 НК РФ, имеют возможность использовать льготу по налогу на прибыль организаций. В РБ такая льгота с 1 января 2016 г. отменена.

Налогообложение транспортных средств РФ и РБ можно признать осуществляемым на сопоставимых условиях. С одной стороны, в НК РБ отсутствует транспортный налог. С другой — в стране существует государственная пошлина за выдачу разрешения на допуск транспортного средства к участию в дорожном движении. В Российской Федерации для сельскохозяйственных товаропроизводителей предусмотрена льгота по данному налогу, вместе с тем возможность ее использования затруднена в силу отсутствия единого унифицированного понятия «сельскохозяйственный товаропроизводитель» и критериев соответствия ему, которые содержатся в п. 2 ст. 346.2 НК РФ (для применения единого сельскохозяйственного налога), в Федеральном законе «О развитии сельского хозяйства» (используется в письмах Минфина России), в Федеральном законе «О сельскохозяйственной кооперации» (используется в судебной практике).

Налоговые споры вызывает также определение объекта, освобожденного от налогообложения. Возможность использования льготы предоставляется для той техники, в паспорте транспортного средства которой будет указано, что автомобиль является трактором, комбайном или иной специальной автомашиной. Однако если это не будет указано, а транспортное средство используется в сельскохозяйственном производстве, то оно подлежит налогообложению. Такой подход отражен в письмах Минфина России от 22.11.2007 № 03-05-06-04/42, от 17.08.2007 № 03-05-06-04/35, в письме ФНС России от 06.07.2007 № 18-0-09/0204 и постановлениях высших арбитражных судов (ВАС) от 17.07.2007 № 2620/07 и от 28.04.2007 № 2965/07.

Льготы России и Белоруссии по налогу на добавленную стоимость сопоставимы с точки зрения как механизмов их предоставления, так и размеров налоговых преференций. В качестве «законодательного преимущества» можно отметить наличие в белорусском Налоговом кодексе льготы для услуг, оказываемых личным подсобным хозяйствам.

Условия налогообложения имущества в РФ для субъектов АПК также менее привлекательны, чем в РБ. Во-первых, в РБ налог на имущество заменен налогом на недвижимость, что предполагает отсутствие в объекте налогообложения движимого имущества. В России в данной части также была принята льгота, согласно которой не подлежат налогообложению объекты основных средств, включенные в первую или во вторую амортизационные группы. Однако далеко не весь перечень движимого имущества содержится в данных амортизационных группах и не подлежит налогообложению. В части движимого имущества НК РФ предусматривает еще одну преференцию: не признается объектом налогообложения на имущество организаций движимое имущество, принятое с 1 января 2013 г. на учет в качестве основных средств, за исключением движимого имущества, полученного после 1 января 2013 г. в результате реорганизации или ликвидации юридического лица, а также полученного от взаимозависимого лица (ст. 374, п. 4, пп. 8 НК РФ). Но и она на практике не работает, и не в силу налоговых причин, а по причине отсутствия «поля для действия», т. к. в сельском хозяйстве обновление имущества происходит крайне редко ввиду недостаточности денежных средств у товаропроизводителей.

Во-вторых, даже при условии использования российской льготы белорусская ставка налога на недвижимость для организаций ниже. Она составляет 1 % (с возможностью увеличения ее местными органами власти до 2,5 раз и фактическим освобождением от

налогообложения недвижимого имущества сельскохозяйственных организаций Республики Беларусь), а в России — 2,2 %. Возможность снижать ставки для сельскохозяйственных товаропроизводителей у регионов РФ существует (налог региональный), но по состоянию на 01.01.2015 в 63 субъектах РФ для данной категории налогоплательщиков установлена максимальная ставка в размере 2,2 %[3]. И хотя использование минимальной ставки налога на недвижимость в РБ (налог — местный) так же, как и в РФ, не имеет широкого распространения, в РБ освобождены от налогообложения наиболее «дорогостоящие» с точки зрения фискальной нагрузки объекты недвижимого имущества (см. табл. 1).

Особое внимание следует уделить взносам на обязательное страхование, которые в структуре фискальной нагрузки сельского хозяйства России составляют более 40 %. Российские тарифы обязательных страховых взносов — 30,2 % — оказываются губительными для отечественных аграриев, что характерно и для белорусских субъектов АПК (несмотря на наличие льготы в тарифе — 4 % при базовой ставке 34 %).

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ЕДИНОГО НАЛОГА ДЛЯ СЕЛЬСКОХОЗЯЙСТВЕННЫХ ТОВАРОПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ В РФ И РБ

Специфические особенности сельскохозяйственного производства предполагают не только разработку определенных налоговых преференций для аграриев в рамках общей системы налогообложения, но и внедрение в налоговую теорию и практику механизма специального налогового режима для сельхозтоваропроизводителей. В России это система налогообложения для сельскохозяйственных производителей — единый сельскохозяйственный налог (ЕСХН), в Республике Беларусь — единый налог для производителей сельскохозяйственной продукции (ЕНПСХ).

Рассмотрим следующие элементы налоговых правоотношений в РФ и РБ в рамках применяемых систем: налогоплательщики, освобождение от налогов и сборов, процесс формирования единого налога, условия перехода с ЕСХН (ЕНПСХ).

Прежде всего отметим, что стать **плательщиком** единого налога в Республике Беларусь проще, чем в России. Во-первых, различаются условия уровня специализации на сельскохозяйственном производстве:

1) в России доля дохода от реализации произведенной сельскохозяйственной продукции, включая продукцию ее первичной переработки, произведенную из сельскохозяйственного сырья собственного производства, в общем доходе от реализации товаров (работ, услуг) должна составлять не менее 70 %;

2) в Республике Беларусь выручка от реализации произведенной продукции растениеводства (за исключением цветоводства, выращивания декоративных растений), первичной переработки льна, пчеловодства, животноводства и рыбоводства должна составлять не менее 50 % выручки, исчисленной от всей деятельности организации, а также от филиала или иного обособленного подразделения, имеющего отдельный баланс, для совершения операций которого юридическим лицом открыт банковский счет с предоставлением права распоряжаться денежными средствами.

Во-вторых, значительно различаются условия признания продукции в качестве произведенной собственным производством, что расширяет круг потенциальных налогоплательщиков льготного режима. Так, в России к продукции первичной переработки, произведенной из сельскохозяйственного сырья собственного производства, относится сельскохозяйственная продукция, прошедшая технологические операции переработки для сохранения ее качества и обеспечения длительного хранения, используемая в виде

---

[3] *Тихонова А. В. Налоговое регулирование аграрного сектора: оценка и проблематика // Известия Иркутской государственной экономической академии. 2014. № 6 (98). С. 25–34.*

сырья в последующей (промышленной) переработке продукции или реализуемая без последующей промышленной переработки потребителям[4]. В РБ к продукции собственного производства относится продукция, полностью изготовленная производителем или подвергнутая им достаточной переработке на территории Республики Беларусь. При этом продукция, подвергнутая достаточной переработке, должна соответствовать одному из двух критериев: изменение классификационного кода по единой Товарной номенклатуре внешнеэкономической деятельности Евразийского экономического союза на уровне любого из первых четырех знаков, произошедшее в результате переработки (обработки); разница между отпускной ценой продукции производителя и ценой сырья (материалов), использованного при ее изготовлении, без учета в них налогов, должна составлять не менее 30 %[5].

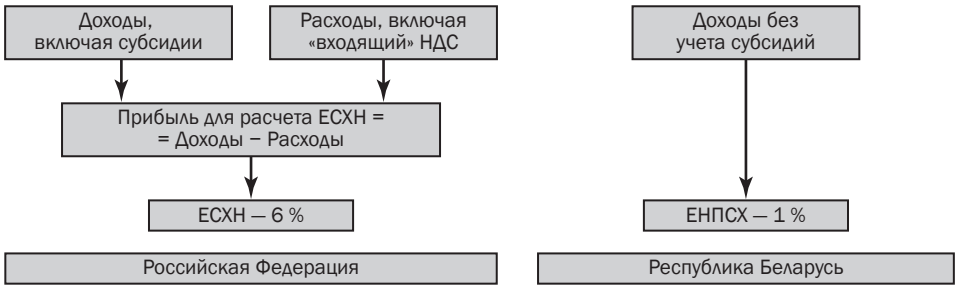
Таким образом, белорусские переработчики давальческого сырья при соблюдении установленных критериев имеют возможность применения льготного налогового режима, в России же они фактически такой возможности лишены.

Второй аспект сравнения кроется в **количественном и качественном составе налогов, не подлежащих к исчислению** в случае применения единого налога. В России это налог на добавленную стоимость, налог на имущество организаций, налог на прибыль организаций; в РБ — арендная плата за землю, земельный налог, налог на прибыль организаций. С учетом того, что аграрный бизнес в РФ представлен как субъектами малого и микробизнеса, так и крупными агрохолдингами, а также филиальными сетями, при выборе режима налогообложения решающее влияние оказывает контингент потенциальных покупателей продукции, а точнее, тот факт, являются ли они плательщиками НДС или нет. В данном случае ЕСХН становится выгодным только для тех товаропроизводителей, которые реализуют продукцию либо конечному потребителю, либо контрагенту, также применяющему специальный налоговый режим[6]. В белорусской же практике проблема гармонизации НДС и льготного режима отсутствует, а основная выгода системы единого сельскохозяйственного налога состоит в льготировании налогов на землю и налога на прибыль.

Далее рассмотрим процесс **формирования единого налога** в Российской Федерации и Республике Беларусь (рис. 1).

Рисунок 1

Формирование единого налога для сельскохозяйственных товаропроизводителей



Источник: составлено авторами на основе НК РФ и НК РБ.

---

[4] *Постановление Правительства РФ от 25 июля 2006 г. № 458 «Об отнесении видов продукции к сельскохозяйственной продукции и к продукции первичной переработки, произведенной из сельскохозяйственного сырья собственного производства» (ред. от 30.11.2010).*

[5] *Положение об отнесении продукции (работ, услуг) к продукции (работам, услугам) собственного производства от 17.12.2001 № 1817, утв. Постановлением Совета министров Республики Беларусь.*

[6] *Пинская М. Р., Тихонова А. В. Гармонизация НДС и единого сельскохозяйственного налога // Белорусский экономический журнал. 2015. № 3 (72). С. 72–78.*

Способ расчета единого налога в исследуемых государствах значительно отличается. Налоговой базой в РФ являются доходы, уменьшенные на величину расходов. И несмотря на то что доходы по российским правилам налогообложения включают в себя субсидии, сама база исчисления налога взаимоувязана с эффективностью ведения производства (прибылью). С другой стороны, расходы, понесенные за счет средств целевого финансирования, также подлежат включению в налогооблагаемую базу. Таким образом, соблюдается принцип справедливости.

Механизм исчисления единого налога РБ, наоборот, не позволяет учитывать экономическую эффективность деятельности. По данным государственной статистики за январь–июль 2015 г., в Республике Беларусь убыточными были 1589 сельскохозяйственных организаций, или 20,1 % от общего количества организаций, учитываемых в текущем порядке (за январь–июль 2014 г. — 1139 организаций, или 14,4 %). Сумма чистого убытка таких организаций за январь–июль 2015 г. составила 15 трлн бел. руб., что в два раза больше, чем за январь–июль 2014 г.

Принимая во внимание вышеизложенное, следует отметить, что оборотный налог, даже в размере 1 %, не зависящий от результатов деятельности предприятия, может существенно подорвать финансовое положение сельскохозяйственных предприятий при условии, что фактически он заменяет лишь налог на землю. Кроме того, система с уплатой единого налога позволяет субъектам не вести тщательный учет затрат, связанных с производством продукции.

Нами были проведены расчеты, дающие возможность на конкретном примере оценить эффект от применения льготного налогового режима в Республике Беларусь. Рассчитан потенциальный налог на землю при прекращении применения единого налога на примере одной из организаций Минской области (54,3 млн бел. руб.), а также определены планируемые объемы выручки и потенциальный единый налог, начисленный в 2015 г. (18 млрд бел. руб. × 1 % = 180 млн бел. руб.). Данные анализа показывают, что сумма налога на землю за 2014 г. могла бы быть ниже единого налога в семь раз (фактическая выручка 37 млрд бел. руб. в 2014 году). И даже в тяжелых условиях 2015 г. указанная сумма ниже единого налога приблизительно в три раза.

Таким образом, установление ставки налога пропорционально валовому доходу организации ставит под сомнение эффективность применения единого налога производителями сельскохозяйственной продукции (наряду с прочими конкурентными преимуществами по сравнению с Россией).

С другой стороны, при невыполнении условий признания организации сельскохозяйственным товаропроизводителем «санкции» для налогоплательщиков РБ менее критичны, чем в РФ (табл. 2).

Таблица 2

Налоговые «санкции» за несоответствие критерию признания сельскохозяйственным товаропроизводителем

Изменения для налогоплательщика	РФ	РБ
Переход на основной налоговый режим	Да, с начала налогового периода, в котором выявлено несоответствие	Да, с начала налогового периода, после которого выявлено несоответствие
Перерасчет налогов	Перерасчет всех налогов согласно ОСНО (налог на прибыль, налог на имущество, НДС)	Перерасчет единого налога по ставке 3 %, перерасчет арендной платы за землю и земельного налога
Пени / штрафы	Начисляются за каждый день просрочки	Не начисляются

Источник: составлено авторами на основе НК РФ и НК РБ.

Из всего вышесказанного можно заключить, что системные недостатки в налогообложении субъектов АПК присущи как Российской Федерации, так и Республике Беларусь. Важно определить, какой путь модернизации налоговых отношений в аграрной среде будет наиболее эффективен в рамках каждого конкретного государства с учетом специфики национального сельскохозяйственного производства. При этом возможности взаимной имплементации отдельных законодательных норм между государствами открывают широкие перспективы для роста «полезности» налоговых льгот.

НАПРАВЛЕНИЯ МОДЕРНИЗАЦИИ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ АГРАРНОГО СЕКТОРА РФ И РБ

В научной и практической литературе вопросы налогообложения агропромышленного комплекса в целом и сельского хозяйства в частности освещены достаточно подробно. Итогом научных дебатов стало разделение исследователей на три группы:

1) те, кто придерживается концепции наличия особого налогового режима для АПК;

2) сторонники отмены специального режима для сельскохозяйственных товаропроизводителей с предоставлением отдельных льгот в рамках общей системы налогообложения;

3) сторонники концепции единого земельного налога.

Например, А. П. Зинченко рассматривает формирование льготного режима налогообложения сельскохозяйственных предприятий и крестьянских хозяйств как серьезный вклад в улучшение их экономического состояния, связывая его с налогом на прибыль и выплатами в государственные социальные внебюджетные фонды[7]. Г. А. Гончаренко, выделяя недостатки ЕСХН, утверждает, что ЕСХН влияет на привлечение инвестиций в сельское хозяйство только косвенно. При этом использование льготного налогового режима может привести в определенных условиях к росту инвестиций[8]. В. Г. Гурсаков связывает единый налог прежде всего с основным средством производства в сельском хозяйстве — землей[9], а М. К. Жудро отмечает: «...применение единого сельскохозяйственного налога в значительной мере оправдано только предприятиями, которые имеют невысокие экономические результаты»[10]. В то же время В. И. Катаев и А. В. Сасина приходят к выводу о нецелесообразности минимизации налогов в сельском хозяйстве, поскольку стремление руководителей предприятий количественно сократить сумму начисленных налогов приводит к снижению финансовых результатов деятельности[11]. А И. П. Воробьев, А. Т. Глаз[12] и В. С. Адашкевич[13] констатируют, что в сельском хозяйстве должен быть только один вид налога — налог на землю с учетом качества и размера сельхозугодий.

По нашему мнению, выбор приоритетного типа налогового поля должен быть обоснован спецификой и особенностями аграрного производства. Одно можно отметить сразу: вариант использования в качестве фискального рычага только земельного налога потерял

---

[7] *Зинченко А. П., Назаренко В. И., Шайкин В. В. и др. Аграрная политика: учеб. пособие для вузов. М.: КолосС, 2004. 304 с.*

[8] *Гончаренко Г. А. Система налогообложения в сельском хозяйстве России в современных условиях: дисс. к. э. н.: 08.00.05, 08.00.10. М., 2010. 120 с.*

[9] *Гурсаков В. Г. Основные направления развития аграрного комплекса Республики Беларусь // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2002. № 1. С.14–19.*

[10] *Жудро М. К. Экономическое обоснование эффективного фиксированного сельскохозяйственного налога // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2002. № 1. С.29–32.*

[11] *Катаев В. И., Сасина А. В. Экономическая целесообразность минимизации налогов в сельском хозяйстве // Вестник Алтайского государственного аграрного университета. 2011. № 3 (77) С. 127–132.*

[12] *Воробьев И. П., Глаз А. Т. Совершенствование хозяйственного механизма АПК // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2000. № 4. С.11–37.*

[13] *Адашкевич В. С., Воробьев И. П. Совершенствование хозяйственного механизма АПК // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2000. № 3. С. 3–7.*

актуальность в связи со значительным усложнением структуры аграрного рынка и инновационными способами ведения хозяйства. Налогообложение земли в данном случае является лишь платой за пользование государственными ресурсами. Высокая технологичность производства, разработка новых сортов растений и пород животных, усовершенствование агротехники возделывания становятся центральными среди множества факторов эффективности сельскохозяйственного производства, отодвигая природные естественные особенности почв на второй план.

Из двух оставшихся типов налогового поля выбор наиболее эффективного для РФ и РБ оказался различным, на него повлияли состав и структура товаропроизводителей, тип потребительской ориентации производства, национальный состав налоговых платежей.

Экспортно ориентированное сельскохозяйственное производство Республики Беларусь с явным преобладанием в структуре производства крупных организаций является противоположностью аграрному бизнесу России, нацеленному на удовлетворение внутренних потребностей населения (за исключением зерновых) и значительно зависящему от деятельности малого бизнеса[14] (табл. 3).

Таблица 3

Удельный вес малых предприятий в общем объеме производства в сельскохозяйственных организациях России, %

Производство продуктов сельского хозяйства:	Малые предприятия					
	2011 г.	2014 г.	2014 г. к 2011-му	в т. ч. микропредприятия		
				2011 г.	2014 г.	2014 г. к 2011-му
зерна	31,7	35	110,4	8,4	9,4	111,9
сахарной свеклы	17,3	13,6	78,6	3,7	2,3	62,2
семян и плодов масличных культур	36,2	38,6	106,6	10,4	10,2	98,1
из них:						
подсолнечника	37,8	41,5	109,8	11,2	10,2	91,1
сои	29,2	28,6	97,9	7,5	9,6	128,0
рапса	29,6	33,7	113,9	7,1	9,8	138,0
льноволокна	48,7	57,4	117,9	13,7	21,7	158,4
картофеля	42,1	45	106,9	16,8	17	101,2
овощей	30,2	34,1	112,9	12,9	12,3	95,3
скота и птицы на убой	7,2	5,7	79,2	1,5	1,3	86,7
молока	22,8	25,8	113,2	2,9	3,3	113,8
яиц	3,8	6,2	163,2	0,5	1,2	240,0
шерсти	50,8	58,5	115,2	28,8	41,7	144,8

Источник: Сельское хозяйство, охота и охотничье хозяйство, лесоводство в России. Стат. сб. М.: Росстат, 2015. 201 с.

Исходя из установленных национальных особенной аграрной среды считаем необходимым уйти от уравнительного подхода к гармонизации налоговых систем союзных государств. В гармонизации налоговых систем Республики Беларусь и Российской Федерации наиболее рационально использовать подход «налогового разнообразия», который

[14] *Зинченко А. П., Уколова А. В. Статистическое изучение малых форм хозяйствования в аграрном секторе России // Экономика сельскохозяйственных и перерабатывающих предприятий. 2012. № 6. С. 40–44.*

позволяет каждой стране использовать свою систему при условии сохранения оптимального для субъектов АПК уровня налоговой нагрузки[15].

В рамках налоговой системы Республики Беларусь, с учетом того, что единый налог приводит к возникновению тяжелого налогового бремени, а экономия на земельном налоге далеко не всегда превосходит суммы ЕНПСХ, полагаем, что усложнение налоговой системы единым налогом не представляется целесообразным как с точки зрения государства, (поскольку система требует дополнительного администрирования[16]), так и с точки зрения субъектов, потенциально ее применяющих. Считаем рациональным отменить льготный налоговый режим, предоставив товаропроизводителям право на применение ряда налоговых льгот в рамках основного налогового режима. А высвободившиеся административные расходы государства на осуществление налогового контроля следует использовать для достижения наиболее приоритетных целей и решения задач в области развития агропромышленного комплекса России.

В рамках же Российской Федерации разделение субъектов АПК на малые предприятия и крупный и средний бизнес является обоснованием для существования одновременно двух налоговых режимов (льготного — для первых, основного с предоставлением льгот — для вторых). Связано это в первую очередь со сложностью ведения двойного (бухгалтерского и налогового) учета и большими трудозатратами на его осуществление, что оказывается нереальным для предприятий с небольшой численностью сотрудников. Кроме того, в результате модернизации ЕСХН данный налоговый режим может стать источником значительного объема косвенных субсидий в форме налоговых льгот, так необходимых сельскому хозяйству России для реализации политики импортозамещения. Для устранения недостатков механизма ЕСХН предлагаем уточнить критерий признания организаций сельскохозяйственными товаропроизводителями, а также разрешить использование всех действующих льгот для переработчиков давальческого сырья. В качестве основы рационально имплементировать аналогичные критерии из налогового законодательства Республики Беларусь. Реализация данного предложения позволит увеличить количество организаций, которые будут иметь возможность использования специального налогового режима, а также отдельных льгот при общей системе налогообложения[17]. Для оптимизации ценовой политики требуется изменить механизм обложения НДС для организаций, находящихся на льготной системе налогообложения, путем предоставления для них права выбора статуса плательщика НДС.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный сравнительный анализ налогового поля Российской Федерации и Республики Беларусь показал, что, несмотря на наличие льготных условий налогообложения для аграрного бизнеса, теоретические и целевые подходы к установлению льгот различны. Наиболее схожи между собой традиционные модели налогообложения сельскохозяйственных товаропроизводителей, это сходство выражается как в количестве и составе фискальных платежей, так и в принципах предоставления отдельных налоговых льгот (например, по НДС). Вместе с тем целевые ориентиры специальных налоговых режимов двух государств различны: ЕНПСХ Республики Беларусь основан на льготном налогообложении

---

[15] *Пилуй В. Н. Гармонизация систем налогообложения сельхозпроизводителей России и Республики Беларусь // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2006. № 5. С.55–57.*

[16] *Киреева Е. Ф., Лукьянова И. А. Национальная налоговая система: направления и перспективы модернизации // Белорусский экономический журнал. 2015. № 2. С. 84–98.*

[17] *Пинская М. Р. Налоговые инструменты институционализации импортозамещения в сельском хозяйстве // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 5 (27). С. 72–79.*

земли и не учитывает эффективности производства, нацелен на результаты реализации продукции; ЕСХН России, наоборот, ориентирован на приращение капитала, учитывает рентабельность деятельности, но вместе с тем не в полной мере соответствует специфике малого бизнеса и текущим экономическим условиям хозяйствования субъектов АПК. Однако, несмотря на существующие различия, отдельные правила и нормы аграрного налогообложения могут быть взаимополезны, и более того, при условии адаптации к отечественным условиям эффективны в рамках союзных государств.

Библиография

1. Постановление Правительства РФ от 25 июля 2006 г. № 458 «Об отнесении видов продукции к сельскохозяйственной продукции и к продукции первичной переработки, произведенной из сельскохозяйственного сырья собственного производства» (ред. от 30.11.2010).
2. Положение об отнесении продукции (работ, услуг) к продукции (работам, услугам) собственного производства от 17.12.2001 № 1817, утв. Постановлением Совета министров Республики Беларусь.
3. Адашкевич В. С., Воробьев И. П. Совершенствование хозяйственного механизма АПК // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2000. № 3.
4. Балкизов М. Х. Проблемы оптимизации организационно-экономического механизма функционирования и государственной поддержки АПК регионов // Экономика и предпринимательство. 2014. № 12–2.
5. Бондарь Т. Е. Инновации и их влияние на экспортный потенциал АПК Республики Беларусь / сб.: Направления повышения стратегической конкурентоспособности аграрного сектора экономики. Материалы Международной научно-практической конференции. Тамбов, 2015.
6. Воробьев И. П., Глаз А. Т. Совершенствование хозяйственного механизма АПК // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2000. № 4.
7. Гончаренко Г. А. Система налогообложения в сельском хозяйстве России в современных условиях: дисс. к. э. н.: 08.00.05, 08.00. М., 2010.
8. Гурсаков В. Г. Основные направления развития аграрного комплекса Республики Беларусь // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2002. № 1.
9. Жудро М. К. Экономическое обоснование эффективного фиксированного сельскохозяйственного налога // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2002. № 1.
10. Зинченко А. П., Назаренко В. И., Шайкин В. В. и др. Аграрная политика: учеб. пособие для вузов. М.: КолосС, 2004.
11. Зинченко А. П., Уколова А. В. Статистическое изучение малых форм хозяйствования в аграрном секторе России // Экономика сельскохозяйственных и перерабатывающих предприятий. 2012. № 6.
12. Катаев В. И., Сасина А. В. Экономическая целесообразность минимизации налогов в сельском хозяйстве // Вестник Алтайского государственного аграрного университета. 2011. № 3.
13. Киреева Е. Ф., Лукьянова И. А. Национальная налоговая система: направления и перспективы модернизации // Белорусский экономический журнал. 2015. № 2.
14. Пилуй В. Н. Гармонизация систем налогообложения сельхозпроизводителей России и Республики Беларусь // Весці Акадэміі аграрных навук Рэспублікі Беларусь. 2006. № 5.
15. Пинская М. Р., Тихонова А. В. Гармонизация НДС и единого сельскохозяйственного налога // Белорусский экономический журнал. 2015. № 3.
16. Пинская М. Р. Налоговые инструменты институционализации импортозамещения в сельском хозяйстве // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 5.
17. Сельское хозяйство, охота и охотничье хозяйство, лесоводство в России. Стат. сб. М.: Росстат, 2015.
18. Тихонова А. В. Налоговое регулирование аграрного сектора: оценка и проблематика // Известия Иркутской государственной экономической академии. 2014. № 6.

УДК 336.767

***Ключевые слова**:*
пенсионные накопления,
долгосрочные инвестиции,
горизонт инвестирования,
доходность акций и облигаций,
риски инвестиций
в акции и облигации,
диверсификация портфелей

***А. Е. Абрамов**, к. э. н.,*
зав. лабораторией анализа институтов и финансовых рынков
Института прикладных экономических исследований РАНХиГС
(e-mail: ae_abramov@mail.ru)

***А. Д. Радыгин**, д. э. н., проф.,*
декан экономического факультета РАНХиГС, член совета директоров
Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара
(e-mail: arad@rane.ru)

***М. И. Чернова**,*
науч. сотр. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков
Института прикладных экономических исследований РАНХиГС
(e-mail: marychernova@gmail.com)

Акции против облигаций в стратегиях долгосрочных инвесторов

Известно, что примерно на 90 % доходность инвестиций пенсионных накоплений предопределяется тем, как в них распределены классы инвестиционных активов (акции, облигации, недвижимость и пр.). В российских НПФ это касается прежде всего соотношения между акциями и облигациями. Классическая теория утверждает, что доходность по акциям, как правило, выше доходности облигаций на величину премии за риск, а также что с удлинением временного горизонта инвестирования соотношение доходности и риска по акциям превосходит данный показатель по облигациям.

На этом основании делаются выводы о необходимости увеличения доли акций в портфелях пенсионных фондов. В статье опровергается утверждение классической теории о влиянии временного горизонта на соотношение доходность/риск для акций и облигаций. Это позволяет обосновать разумность более консервативного подхода к инвестированию пенсионных портфелей и сохранения в них доли облигаций качественных эмитентов.

КРАТКИЙ ОБЗОР ТЕОРИИ ВОПРОСА

В классической теории инвестирования распространена точка зрения, что для рациональных долгосрочных инвесторов вложения в акции более предпочтительны, чем в облигации. С середины 1960-х гг. многими исследователями (Л. Фишер и Дж. Лори, 1964; Р. Мехра и Э. Прескотт; 1985; Дж. Потерба и Л. Саммерс, 1988; Дж. Сигел, 1992 и 1999; Р. Ибботсон и П. Чен, 2002; Дж. Б. ДеЛонг и К. Магин, 2009; и др.) был обоснован феномен более высокой доходности акций по сравнению с облигациями и казначейскими векселями, который получил название «Загадки премии по акциям» (*Equity Premium Puzzle*). Загадка заключалась в том, что свободное перемещение капитала между разными финансовыми

активами почему-то не вело к устранению избыточной доходности по акциям по сравнению с облигациями. Однако, несмотря на более слабые показатели соотношения доходности и риска облигаций по сравнению с акциями, значительная часть инвесторов предпочитала приобретать инструменты с фиксированной доходностью вместо акций.

Основная часть исследователей объясняет существование премии по акциям в качестве компенсации их более высокой волатильности по сравнению с облигациями и казначейскими векселями. Например, по расчетам Э. Димсона, П. Марша и М. Стаунтона премия за риск по акциям, под которой они понимали превышение доходности по акциям над доходностью казначейских векселей или долгосрочных государственных облигаций, за период 1900–2000 гг. в годовом исчислении составила 5,8 % в США, 4,8 % в Великобритании и в среднем 5,0 % по 16 странам Европы в сравнении с казначейскими векселями[1]. За тот же период времени по отношению к доходности долгосрочных государственных обязательств премия за риск по акциям составила в США, Великобритании и других европейских странах, соответственно, 5,0 % 4,4 % и 4,5 % годовых. Тем не менее такой подход не в полной мере объяснял склонность многих рациональных инвесторов к вложениям в облигации. Следуя расчетам тех же авторов, можно подсчитать, что за рассматриваемый ими период показатель доходность/риск в США по акциям составил 0,43, по государственным облигациям — 0,21, в Великобритании — 0,38 и 0,16, в Германии — 0,27 и 0,02, во Франции — 0,27 и 0,01, в Японии — 0,11 и 0,06 соответственно. То есть даже с поправкой на риск вложения в акции были предпочтительнее вложений в облигации, а рынок не выравнивал значения данных показателей.

Другое объяснение загадки премии по акциям позволила сформулировать теория портфельного управления, основы которой были заложены Г. Марковицем. По разъяснениям Р. Шиллера, изложенным в открытом курсе его лекций в Йельском университете, включение облигаций в портфель позволяет инвесторам существенно улучшить его параметры доходности и риска[2]. Интерес инвесторов к облигациям во многом объясняется их свойствами улучшать характеристики диверсифицированного портфеля. Однако это также не в полной мере может объяснить поведение тех инвесторов, для которых вложения в облигации на длительном горизонте времени являются преобладающей частью инвестиционного портфеля.

Предположение о том, что на долгосрочных горизонтах инвестирования с точки зрения соотношения доходности и риска акции имеют преимущество перед облигациями, разделяется далеко не всеми исследователями. Например, на основании анализа рядов доходности акций и облигаций на американском рынке за последние 40 лет П. Чен из компании Morningstar пришел к выводу, что хотя по доходности индекс акций опережает индекс облигаций, с учетом риска вложения облигации остаются более предпочтительными для инвестора[3]. Однако, по его мнению, в будущем данная закономерность изменится преимущественно из-за переоцененности облигаций, чья средняя доходность за рассматриваемый период превышает аналогичный показатель за более длительный период.

Попытка обстоятельного сравнения акций и облигаций с учетом факторов доходности и риска на разных временных горизонтах была предпринята в книге Дж. Сигела «Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью», первое издание которой было опубликовано в 1994 г., а четвертое издание 2008 г. было переведено на русский в 2010 г. Базой исследования послужила историческая статистика о годовой

---

[1] *Dimson E., Marsh P., Staunton M. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002. P. 172.*

[2] *Shiller R. ECON 252: Financial Markets (2008) / Open Yale courses (http://oyc.yale.edu/economics/econ-252-08).*

[3] *Chen P. Will Bonds Outperform Stocks over the Long Run? Not Likely / Ed. by Hammond B. Jr., Martin M., Siegel L. Rethinking the Equity Risk Premium. The Research Foundation of CFA Institute, 2011. P. 117–129.*

доходности американских акций, государственных облигаций и казначейских векселей за период с 1800 по 2006 г.

Сравнивая на 207-летнем временном горизонте портфели акций, облигаций и векселей с дюрацией от одного года до 100 лет, Дж. Сигел заметил, что с ростом временного горизонта происходит сокращение рисков, присущих финансовым инструментам. При этом, согласно его расчетам, с удлинением временного горизонта уменьшение риска по портфелям акций происходит значительно быстрее, чем у портфелей с облигациями или казначейскими векселями. В результате, начиная с портфелей с 20-летней дюрацией и больше, стандартное отклонение (риски) портфелей акций оказывается ниже, чем у портфелей облигаций и даже казначейских векселей. Поэтому, по мнению Дж. Сигела, «...наиболее безопасным долгосрочным инструментом, позволяющим сохранить покупательную способность, является диверсифицированный портфель акций»[4].

По нашему мнению, феномен опережающего снижения рисков портфелей акций по сравнению с облигациями по мере удлинения горизонта инвестирования в большей мере связан с особенностями метода расчета стандартного отклонения портфелей с разной дюрацией, использованного Дж. Сигелом. На временном горизонте от 1800 по 2006 г., состоящем из 207 лет, путем сдвига по временной оси он строил совокупности портфелей с горизонтами инвестирования от одного года до 100 лет[5]. По каждой совокупности портфелей акций или облигаций с одинаковой дюрацией рассчитывалась среднегодовая доходность. Далее определялся риск как стандартное отклонение указанного ряда средней доходности. Иными словами, в данном случае речь шла не о доходности и риске каждого отдельного портфеля с тем или иным временным горизонтом, а о показателях, рассчитанных по совокупности портфелей с одинаковым сроком инвестирования, которые можно было бы составить, если бы период инвестирования составлял 207 лет. Данное обстоятельство придает некоторую условность выводам Дж. Сигела, поскольку инвестор не может на практике реализовать данный подход.

Аргументы академического исследования Дж. Сигела в пользу инвестирования в акции на долгосрочных временных горизонтах часто используются финансовыми посредниками в качестве обоснования для клиентов инвестирования в более рискованные активы. Например, в Обзоре рынков управляющей компании *J.P. Morgan Asset Management* на основании показателей доходности портфеля S&P 500 и индексного портфеля облигаций, составленного по данным *Strategas/Ibbotson* и *Barclays Aggregate* за 1950–2014 гг., показано следующее. Если годовые портфели акций характеризовались минимальной доходностью −37 % и максимальной 51 %, а облигаций, соответственно, −8 % и 43 %, то портфели акций с дюрацией 20 лет имели минимальную доходность 6 % и максимальную 18 %, в то время как облигации — только 1 % и 12 %[6]. То есть при расширении горизонта инвестирования с одного года до 20 лет с точки зрения доходности и риска акции становятся более предпочтительными вложениями по сравнению с облигациями. Другой банк, *Goldman Sachs*, предположил в своем докладе, изложенном в издании РБК, что по мере роста пенсионной индустрии в России доля вложений пенсионных накоплений НПФ в акции может существенно вырасти и данные фонды к 2020 г. сосредоточат до 55 % всех акций российских эмитентов[7]. Следуя подобной логике, в 2015 г. Банк России изменил требования к составу и структуре активов пенсионных накоплений, снизив предельно допустимый размер вложений на банковские депозиты и облигации с 80 до 60 % от стоимости накоплений в 2015 г. и до 40 % начиная с 2016 г.

---

[4] *Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью. СПб: Питер, 2010.*

[5] *За период 1800–2006 гг. можно построить, например, 202 пятилетних, 187 20-летних и 107 100-летних портфелей.*

[6] *Guide to the Markets / J.P. Morgan Asset Management. US. 3Q 2015, Slide 64.*

[7] *Метелица Е. Пенсии переложат в акции. РБК. 3 сентября 2015 г.*

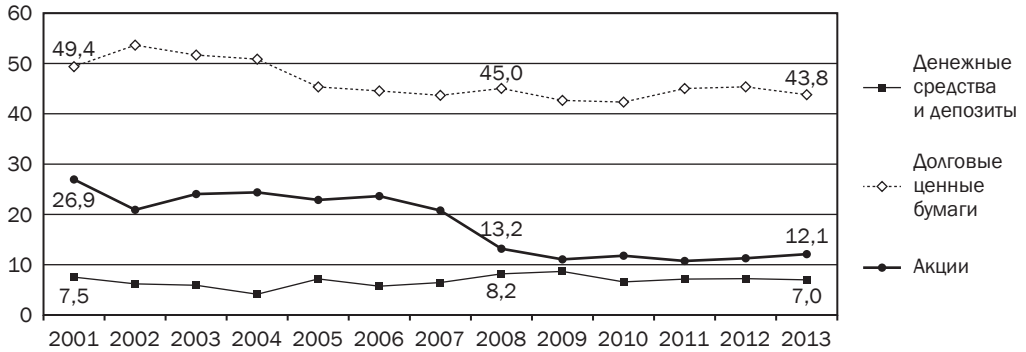
Исследование сравнительных характеристик акций и облигаций уже было проведено нами ранее[8]; в нем мы объяснили, как влияет на инвестора выбор временного диапазона исторических данных для анализа и сравнения рисков и доходностей различных классов активов. На множествах диверсифицированных портфелей было обосновано предположение, что при увеличении горизонта инвестирования за прирост каждой единицы доходности инвесторам приходится платить бóльшим относительным приростом меры риска, что подчеркивает значимость ограничения рисков при управлении портфелями. Так, при принятии решения об инвестиционной стратегии на период свыше 20 лет следует учитывать в первую очередь риски, присущие каждому потенциальному классу активов в составе портфеля. Структура распределения активов должна обеспечивать достижение целевого уровня доходности при разумном риске. Примененная в той работе методология, в отличие от традиционных подходов теории портфельного управления, позволила обосновать, что с ростом временных горизонтов происходит сближение доходности акций и облигаций, а риски по акциям увеличиваются быстрее, чем по облигациям. Это означает, что для долгосрочных инвесторов вложения в корпоративные облигации более выгодны с точки зрения соотношения доходности и риска по сравнению с инвестициями в акции. Для проверки устойчивости полученных в прошлом исследовании выводов в настоящей статье мы исследовали выбор инвестора, который принимает решение о дюрации своего портфеля, сравнивая все возможные варианты с одинаковой датой начала периода инвестирования.

ОПЫТ ИНВЕСТИРОВАНИЯ В АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ

Если посмотреть на структуру портфелей автономных пенсионных фондов в разных странах за последние 13 лет, когда данная статистика стала публично доступной, то можно заметить, что инвестиционные приоритеты данных фондов нередко противоречат рекомендациям упомянутых академических исследований, утверждающих, что на долгосрочных временных горизонтах вложения в акции более предпочтительны по сравнению с облигациями и казначейскими векселями. Данные по совокупному портфелю автономных пенсионных фондов 25 стран — членов OECD показывают, что в среднем доля облигаций разных эмитентов в нем значительно превосходит долю вложений в акции (рис. 1).

Рисунок 1

Средняя (простая) доля разных финансовых инструментов в активах автономных пенсионных фондов в 25 странах OECD, %



Примечание: здесь и далее из-за отсутствия непрерывных данных о структуре портфелей пенсионных фондов в выборку не были включены показатели таких стран — членов OECD, как Дания, Греция, Испания, Италия, Новая Зеландия, Турция, Франция и Япония.
Источник: расчеты авторов по данным статистики OECD.

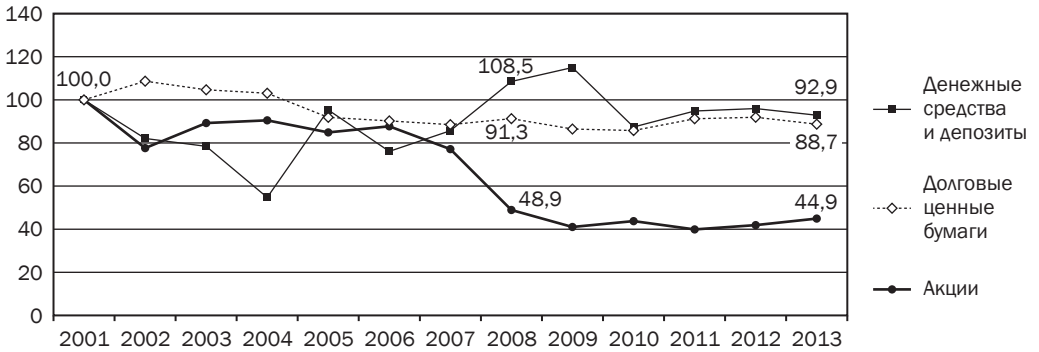
[8] *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Долгосрочные портфельные инвестиции: новый взгляд на доходность и риски // Вопросы экономики. 2015. № 10. С. 54–77.*

В 2001 г. доля облигаций в портфелях пенсионных фондов составляла 49,4 %, в последующие годы она несколько снизилась — до 43,8 % в 2013 г. За тот же период времени доля акций в тех же портфелях уменьшилась с 28,9 до 12,1 %. Таким образом, если в 2001 г. соотношение акции/облигации в портфелях фондов составляло 1,00 к 1,71, то к 2013 г. оно увеличилось до 1,00 к 3,62. В определенной степени снижение доли облигаций и акций в портфелях пенсионных фондов в 2001–2013 гг. произошло, как показано в исследовании А. Радыгина, А. Абрамова, К. Акшенцевой, М. Черновой и др., за счет опережающего роста в данных портфелях вложений во взаимные фонды[9]. Однако наряду с этим имела место тенденция перераспределения вложений пенсионных фондов от акций в пользу облигаций. При этом все эти годы практически неизменной оставалась доля вложений в инструменты денежного рынка на уровне 7,0–7,5 %.

На рис. 2 показана динамика изменений доли разных финансовых инструментов в активах пенсионных фондов с 2001 по 2013 г. Меньше всего — на 7,1 % — за это время сократилась доля инструментов денежного рынка; доля вложений в облигации уменьшилась на 11,3 %. В то же время доля стоимости акций в портфелях пенсионных фондов за рассматриваемый 13-летний период уменьшилась на 55,1 %.

Рисунок 2

Изменения средних долей разных финансовых инструментов в активах автономных пенсионных фондов в 25 странах OECD (2001 г. = 100 %)



Источник: расчеты авторов по данным статистики OECD.

На рис. 3 и 4 приводятся данные о долях вложений в акции, облигации и инструменты денежного рынка в портфелях пенсионных фондов тех же 25 стран — членов OECD, но рассчитанные в виде средневзвешенной по активам фондов величины. Данный метод позволяет более полно учесть тенденции в портфелях наиболее капитализированных с точки зрения размера активов пенсионных фондов. Здесь наблюдается несколько иная картина. Средневзвешенная доля акций в портфелях пенсионных фондов значительно превышала долю облигаций (рис. 3).

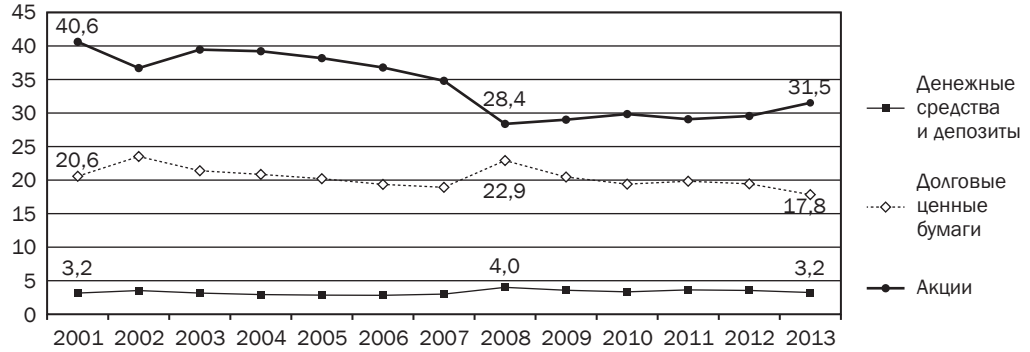
В 2001 г. доля акций в портфелях пенсионных фондов составляла 40,6 %, в последующие годы она несколько снизилась (до 31,5 % в 2013 г.). За тот же период времени доля облигаций уменьшилась с 20,6 до 17,8 %. Если в 2001 г. соотношение облигации/акции в портфелях фондов составляло 1,00 к 1,97, то к 2013 г. оно уменьшилось до 1,00 к 1,77. Как и в случае с простой средней, средневзвешенная доля вложений в инструменты денежного рынка на протяжении всего периода 2001–2013 гг. сохранялась стабильной на уровне около 3,2–4,0 %.

---

[9] *Абрамов А. Е., Акшенцева К. С., Чернова М. И., Логинова Д. А. и др. Экономика инвестиционных фондов: моногр. / Под общ. ред. А. Д. Радыгина. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015. С. 26–28.*

Рисунок 3

Средневзвешенная доля различных финансовых инструментов в активах автономных пенсионных фондов в 25 странах OECD, %

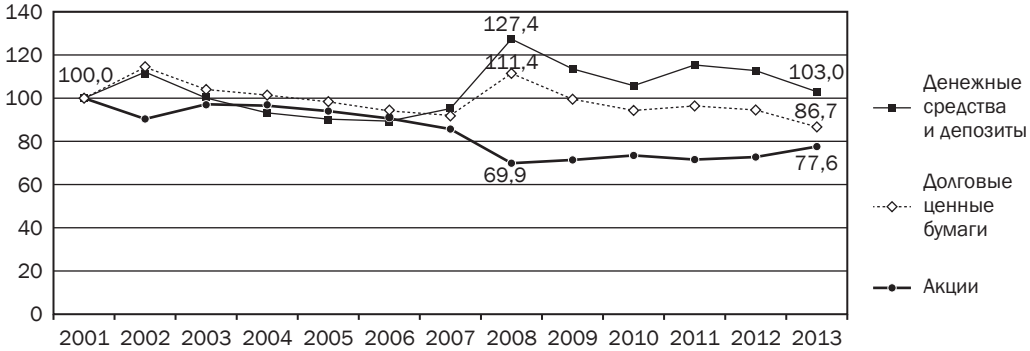


Источник: расчеты авторов по данным статистики OECD.

Динамика средневзвешенных долей акций, облигаций и инструментов денежного рынка следовала примерно тем же тенденциям, что и изменения простой средней данных значений (рис. 4). За период 2001–2013 гг. доля инструментов денежного рынка даже увеличилась на 3,0 %; за это время доля вложений в облигации сократилась на 13,3 %, а доля стоимости акций в портфелях пенсионных фондов уменьшилась на 22,4 %.

Рисунок 4

Изменения средневзвешенных долей разных финансовых инструментов в активах автономных пенсионных фондов в 25 странах OECD (2001 г. = 100 %)

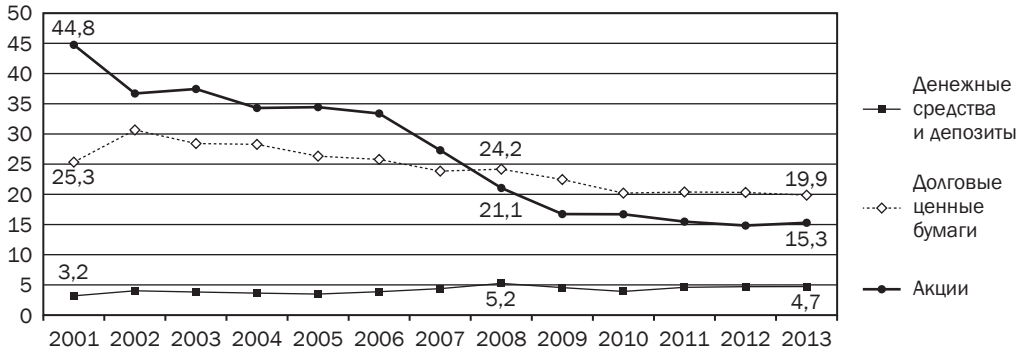


Источник: расчеты авторов по данным статистики OECD.

Столь существенное отличие в показателях простой и средневзвешенной средней по долям акций и облигаций в портфелях пенсионных фондов обусловлено прежде всего влиянием наиболее капитализированных американских пенсионных планов. На долю последних по стоимости активов фондов в рассматриваемой выборке стран — членов OECD приходилось в 2001 г. и 2013 г., соответственно, 82,9 и 73,2 %. При этом, как известно, большая ориентация на акции по сравнению с облигациями характерна именно для американских пенсионных планов. Исключение из расчетов американских фондов демонстрирует существенное изменение динамики средневзвешенных долей (рис. 5). Доля акций уменьшалась очень быстро — с 44,8 % в 2001 г. до 15,3 % в 2013 г. Доля облигаций же снизилась гораздо менее значительно, так что начиная с 2008 г. и далее она превышала средневзвешенную долю акций.

Рисунок 5

Средневзвешенная доля различных финансовых инструментов в активах автономных пенсионных фондов в 24 странах OECD без учета США, %



Источник: расчеты авторов по данным статистики OECD.

Таким образом, в отличие от предположений многих академических исследователей о предпочтительности вложений для долгосрочных инвесторов в акции по сравнению с облигациями, в большей части стран — членов OECD портфели пенсионных фондов больше ориентированы на облигации. Исключением из этого являются пенсионные фонды и планы в США, где институциональные инвесторы склонны принимать на себя более высокие инвестиционные риски за счет ориентации своих портфелей преимущественно на акции по сравнению с облигациями. При этом на протяжении 13-летнего периода времени (с 2001 по 2013 г.) в пенсионных портфелях практически всех рассмотренных стран наблюдалась устойчивая тенденция ускоренного снижения доли акций по сравнению с долей облигаций.

В Российской Федерации разные портфели пенсионных накоплений проявляли еще более выраженную склонность к инструментам денежного рынка и облигациям по сравнению с вложениями в акции. В 2014 г. из 3072,9 млрд руб. накоплений под управлением Государственной управляющей компании (ГУК) в портфеле государственных ценных бумаг находилось примерно 10,5 млрд руб. накоплений (0,3 % от их общей стоимости), и в так называемом «расширенном портфеле» — соответственно, 1892,3 млрд руб., или 61,6 %. Оставшаяся сумма накоплений — 1132,4 млрд руб. (36,4 %) находилась в негосударственных пенсионных фондах (НПФ), и 37,7 млрд руб. (1,2 %) — в частных управляющих компаниях (ЧУК). При этом в обоих портфелях пенсионных накоплений под управлением ГУК акции вообще отсутствовали (табл. 1). На долю облигаций в 2014 г. в портфеле государственных ценных бумаг приходилось 93,8 % его стоимости, в расширенном портфеле — 83,3 %.

Таблица 1

Структура пенсионных накоплений в Российской Федерации, %

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ГУК — портфель государственных облигаций										
Инструменты денежного рынка					38,3	5,3	9,2	6,6	7,4	4,5
Облигации					59,6	93,0	89,0	91,9	91,0	93,8
Акции					0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочее					2,1	1,7	1,8	1,5	1,5	1,8

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ГУК — расширенный портфель										
Инструменты денежного рынка	15,5	9,8	9,9	0,9	14,3	9,6	16,5	21,1	17,8	15,2
Облигации	83,2	88,5	88,6	97,2	84,0	89,0	81,9	77,5	80,9	83,3
Акции	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Прочее	1,3	1,7	1,5	1,9	1,7	1,4	1,6	1,4	1,3	1,5
ЧУК										
Инструменты денежного рынка	7,5	7,4	9,2	13,3	7,5	7,0	8,4	13,5	10,9	10,6
Облигации	64,0	57,3	56,1	64,6	60,8	63,0	67,5	69,3	77,7	83,7
Акции	19,5	29,4	30,2	15,1	25,1	25,0	17,8	13,8	7,9	2,9
Прочее	9,0	5,9	4,5	7,0	6,6	5,0	6,3	3,4	3,5	2,8
НПФ										
Инструменты денежного рынка			7,3	6,4	22,7	16,6	28,1	46,4	40,8	45,6
Облигации			62,6	64,0	61,7	66,3	59,4	44,3	49,3	45,1
Акции			27,3	11,6	13,5	13,3	8,4	6,3	6,4	5,5
Прочее			2,9	18,0	2,1	3,8	4,1	3,0	3,5	3,8

Источник: расчеты авторов по данным Пенсионного фонда Российской Федерации и Банка России.

С 2005 по 2014 г. доля облигаций в портфелях ЧУК выросла с 64,0 до 83,7 %, а доля акций сократилась с 19,5 до 2,9 %. В портфелях НПФ доля облигаций снизилась с 62,6 % в 2007 г. до 45,1 % в 2014 г. (на 28,0 %). За аналогичный период времени доля акций уменьшилась с 27,3 до 5,5 % (на 79,9 %). При этом как в случае с ЧУК в 2005–2014 гг., так и в НПФ в 2007–2014 гг. наблюдался быстрый рост долей вложений в депозиты и иные инструменты денежного рынка, которые во многом выступали «заменителями» облигаций[10].

Стремление многих пенсионных фондов в мире вкладываться преимущественно в облигации по сравнению с акциями может объясняться разными факторами: политикой управления рисками, предполагающей поддержание соответствия между природой активов и обязательств пенсионных фондов; усилением мер в области пруденциального надзора и раскрытия информации, стимулирующих более консервативные инвестиционные решения управляющих портфелями; страхом повторения событий 2008 г. и др. Быстрыми темпами развивается рынок корпоративных облигаций, доходность на котором не принималась в расчет в исследованиях Э. Димсона, П. Марша и М. Стаунтона (2002), Дж. Сигела (2010). При сравнении исторической доходности и риска акций и облигаций необходимо также учитывать, что в отличие от акций сами облигации стали популярным инвестиционным активом только с 1970-х гг. по мере роста волатильности инфляции и процентных ставок на развитых рынках, а также с появлением рыночных методов их ценообразования. В предисловии к книге Т. Миддлетона «Король облигаций» (2004) П. Бернштейн связывал появление самой профессии активного управления портфелями облигаций с опубликованием только в 1972 г. экономистами банка *Salomon Brothers* С. Гомером и М. Лейбовицем статьи, описывающей принципы действия кривой доходности облигаций. В этих условиях реальная конкуренция между акциями и облигациями как разновидностями финансовых активов относится в большей мере к последним 30–40 годам.

Однако, следуя логике, что в случае с пенсионными фондами мы имеем дело с типичными рациональными инвесторами, вряд ли стоит исключать и такое объяснение данного феномена, как более высокая эффективность вложений долгосрочных инвесторов именно в облигации по сравнению с акциями с точки зрения параметров доходности и риска.

---

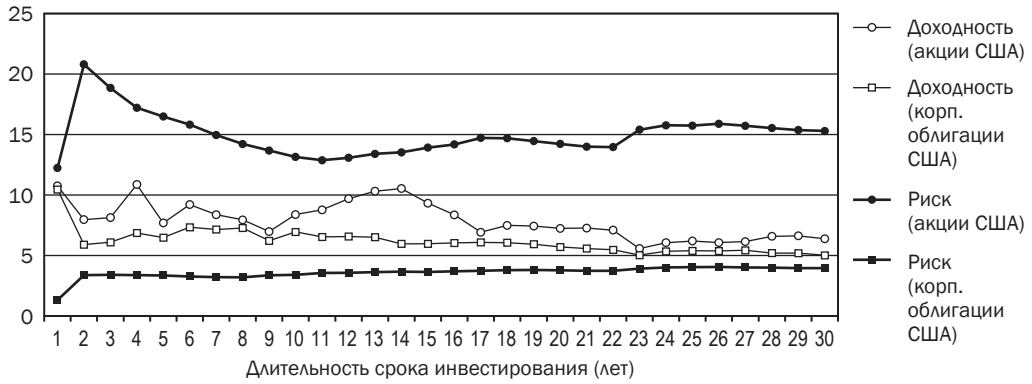
[10] *Популярность вложений в депозиты портфелей пенсионных накоплений в НПФ и ЧУК во многом была связана со стремлением разместить средства в аффилированных с ними банках.*

СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ ВЛОЖЕНИЯ В АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ ПРИ УВЕЛИЧЕНИИ ГОРИЗОНТА ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Традиционный подход к анализу влияния роста инвестиционного горизонта на сравнительные преимущества таких классов активов, как акции и облигации, заключается в составлении портфелей с различной дюрацией и одинаковой датой начала инвестирования. В своем предыдущем исследовании[11] мы рассмотрели противоположный подход, который был основан на составлении портфелей, имеющих одинаковую дату окончания горизонта инвестирования и разную дату начала. Для проверки устойчивости полученных выводов в данном анализе мы следуем традиционному подходу. Расчеты на примере американского фондового рынка были проведены с использованием индекса акций крупных американских компаний S&P 500 и индекса корпоративных облигаций BofA Merrill Lynch US Corporate Index (C0A0), который отслеживает динамику корпоративных облигаций с инвестиционным рейтингом, выпущенных на внутреннем рынке США. Собранные данные по двум индексам позволили построить портфели из акций и облигаций при изменении горизонта инвестирования от одного года до 30 лет. При этом точкой отсчета было выбрано начало 1986 г.; с 1986 по 2015 г. рассчитаны основные характеристики этих двух классов активов: среднегодовые риск и доходность (рис. 6). В отличие от методики Дж. Сигела в данном случае по каждому портфелю расчет доходности и стандартного отклонения производился по дневным данным.

Рисунок 6

Параметры портфелей, состоящих из индекса корпоративных облигаций и индекса акций США, % годовых



Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

Для корпоративных облигаций с ростом горизонта инвестирования наблюдается относительная стабильность меры риска с небольшой тенденцией к повышению. Доходность облигаций при этом снижается до некоторого стабильного состояния, но остается выше меры риска. Поэтому для долгосрочных инвестиционных периодов доходность облигаций превышает меру риска. Полученные результаты для акций противоположны. Мера доходности акций снижается нелинейно, с периодами роста и пиками для 4-летних и 14-летних портфелей. Она в среднем остается выше, чем доходность облигаций, изредка приближаясь к ней (1-летние, 9-летние, 17-летние и 23-летние портфели). Особенно сильное сближение мер доходности акций и облигаций наблюдается на наиболее длинных горизонтах, с 23-летнего срока и выше. В то же время мера риска существенно выросла уже на

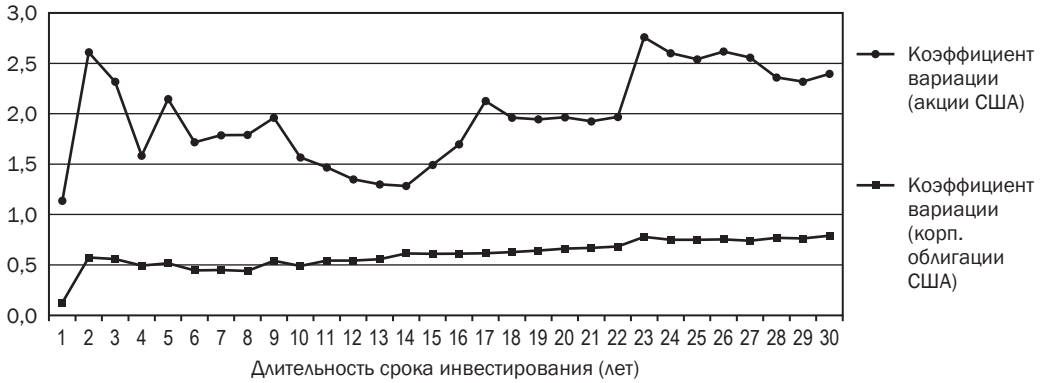
[11] *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Долгосрочные портфельные инвестиции: новый взгляд на доходность и риски.*

коротких периодах и имеет значительный пик для 2-летних портфелей. Далее при увеличении горизонта инвестирования она колеблется вокруг уровня 15 %, который значительно превышает доходность для любого периода.

Коэффициент вариации показывает величину риска портфеля на единицу его доходности. На рис. 7 расчет отношения риска к доходности (коэффициент вариации) показал, что портфель из акций имеет достаточно высокое соотношение риска и доходности, больше единицы. В то же время коэффициент вариации для облигаций находится на стабильно более низком уровне, значит, на 1 п. п. доходности приходится меньше 1 п. п. риска. Это говорит о том, что акции не становятся менее рисковым активом с ростом горизонта инвестирования, а их сравнительные характеристики относительно облигаций не улучшаются со временем.

Рисунок 7

Коэффициент вариации портфелей, состоящих из индекса корпоративных облигаций и индекса акций США, % годовых



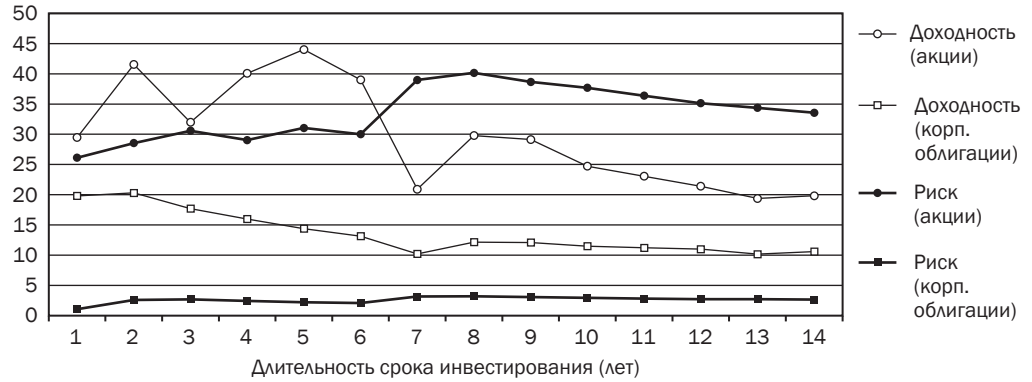
Источник: собственные расчеты авторов по данным Bloomberg.

На рис. 8 представлены результаты расчетов характеристик для основных инструментов российского финансового рынка. Данные двух классов активов сравниваются с помощью соответствующих им индексов: индекса акций (ММВБ) и индекса корпоративных облигаций (IFX-bonds). Составленные портфели имеют различный срок инвестирования — от одного года до 14 лет (с шагом один год) и одинаковое начало периода инвестирования — 2002 г. Соответственно, портфель со сроком инвестирования два года основан на данных о доходности указанных индексов за 2002–2003 гг., а со сроком инвестирования 14 лет — за 2002–2015 гг. Состав каждого портфеля состоял на 100 % из акций или облигаций. По каждому портфелю рассчитана мера доходности (среднегодовая доходность) и мера риска (стандартное отклонение) для каждой длительности инвестиционного периода на основе дневных данных 2002–2015 гг.

На рис. 8 показано, что снижение уровня риска акций не происходит даже для длинных горизонтов инвестирования (десять лет и больше), наблюдается также небольшой рост после отметки в семь лет. Риск облигаций остается неизменным для любого срока инвестирования. Доходность акций на российском рынке при таком методе расчета действительно превышает доходность облигаций для всех рассмотренных периодов инвестирования. Однако сравнение по критерию рискованности в виде значений среднегодового стандартного отклонения дневных доходностей позволяет сделать вывод о предпочтительности облигаций над акциями даже на долгосрочном горизонте. Мера риска акций уже на семилетнем горизонте превышает меру доходности, что говорит о том, что с увеличением срока инвестирования соотношение риск/доходность растет и ухудшает сравнительные характеристики акций по сравнению с облигациями.

Рисунок 8

Доходность и риск по данным дневной доходности портфелей индекса ММВБ (акций) и IFX-bonds (корпоративных облигаций) при удлинении горизонта инвестирования, % годовых

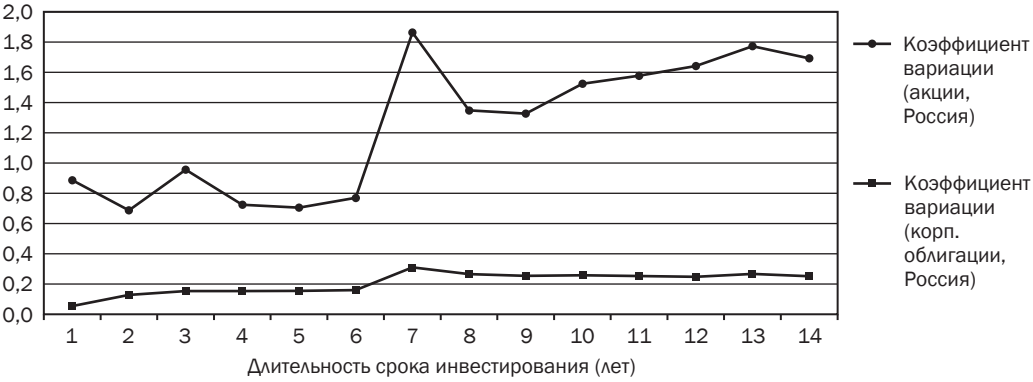


Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

На рис. 9 представлен расчет коэффициента вариации по каждому из указанных финансовых инструментов. Полученные результаты иллюстрируют сделанные выше выводы о том, что по соотношению доходности и риска облигации существенно превосходят акции. Рассчитанный коэффициент вариации для акций колеблется ниже единицы для коротких (до семи лет) периодов инвестирования, что указывает на примерное равенство рисков и доходностей для этого класса активов, и затем растет и становится больше единицы для всех рассмотренных сроков. Для облигаций данное соотношение незначительно растет на длинных периодах, но остается стабильно ниже.

Рисунок 9

Соотношение доходности и риска портфелей индекса ММВБ (акций) и IFX-bonds (корпоративных облигаций) при удлинении горизонта инвестирования, % годовых



Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

Таким образом, сравнительный анализ динамики доходности и риска портфелей из акций и облигаций позволил подтвердить полученные выше выводы. Ожидаемо доходность акций превышает доходность облигаций для рынков России и США. Однако на более длинных периодах доходности рассматриваемых классов активов достаточно сильно сближаются. Это говорит о том, что по критерию доходности различия между

акциями и корпоративными облигациями не стираются, но значительно уменьшаются на достаточно длинных горизонтах инвестирования.

Результат, подтверждающий выводы нашей предыдущей работы, был получен при расчете меры риска для портфелей с одинаковой датой начала инвестирования. Мера риска для портфеля из индекса акций показывает некоторый рост на коротких сроках инвестирования, а затем колеблется вокруг нового уровня. При этом не наблюдается тенденции к ее снижению. Это противоречит результатам Дж. Сигела, согласно которым мера риска акций снижается до уровня облигаций в долгосрочных периодах. Мера риска портфеля из корпоративных облигаций осталась стабильной на долгосрочном инвестиционном горизонте и находилась ниже меры риска акций на любом горизонте инвестирования.

Поэтому можно сделать вывод о том, что акции с ростом временного горизонта вовсе не обязательно становятся более выгодными для долгосрочного инвестора по соотношению доходность/риск. Показано, что на длинных горизонтах инвестирования корпоративные облигации сохраняют сравнительное преимущество перед акциями по величине риска на единицу доходности. Более того, можно рекомендовать увеличение доли облигаций в портфеле с ростом горизонта инвестирования. Данные закономерности могут объяснить поведение управляющих пенсионными портфелями в мире, включая российский фондовый рынок, предпочитающих формировать портфель преимущественно из облигаций.

РИСКИ И ДОХОДНОСТИ НА ДОЛГОСРОЧНОМ ГОРИЗОНТЕ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

В предыдущем исследовании мы рассмотрели подход к анализу влияния срока инвестирования на соотношение риска и доходности портфелей, имеющих одинаковую дату окончания горизонта инвестирования и разную дату начала, которая зависела от срока. Так, в нашей выборке наиболее длинный портфель был представлен 30 годами и построен на данных с начала 1985-го по конец 2014 г., а самый короткий портфель был 1-летним (начало — конец 2014 г.). С помощью такого конструирования портфелей мы смогли понять, как влияет на инвестиционные решения инвестора, условно находящегося в конце 2014 г., выбор временного диапазона исторических данных для анализа и сравнения рисков и доходностей различных классов активов.

Для проверки устойчивости полученных в прошлой работе выводов мы также построили множество портфелей, которое наиболее полным образом отражает все возможные комбинации тех же используемых активов, с учетом обновленных данных. При этом начало инвестирования портфеля зафиксировано в январе 1986 г., конец определялся в соответствии с нужным сроком инвестирования. Это позволило построить портфели сроком вплоть до 30 лет, используя дневные данные о доходности индексов акций за период 1986–2015 гг. Таким образом, наиболее длинный (30-летний) портфель все еще включает в себя данные за весь рассматриваемый период 1986–2015 гг., а самый короткий (1-летний) портфель основан только на данных за 1986 г. Такой подход позволяет нам взглянуть на выбор инвестора, который условно находится в начале 1986 г. и принимает решение о дюрации своего портфеля, сравнивая все возможные варианты с одинаковой датой начала периода инвестирования.

Для проведения такого анализа использован набор из десяти активов, которые представляли собой девять мировых индексов акций с наиболее длинными рядами данных (табл. 2). В качестве десятого актива в состав портфелей вошел индекс корпоративных облигаций BofA Merrill Lynch US Corporate Index (C0A0). Использование длинных рядов позволило оценить выборочные корреляции и другие параметры совместного распределения этих активов за периоды от одного года до 30 лет.

Таблица 2

Перечень индексов, использованных при моделировании портфелей

Наименование индекса	Страна	Тикер Bloomberg
Nikkei 225	Япония	NKY Index
Hong Kong Hang Seng Index	Гонконг	HSI Index
Taiwan Stock Exchange Weighted Index	Тайвань	TWSE Index
Korea Stock Exchange KOSPI Index	Корея	KOSPI Index
Australian Stock Exchange All Ordinaries Index	Австралия	AS30 Index
Jakarta Stock Exchange Composite Index	Индонезия	JCI Index
S&P 500 Index	США	SPX Index
FTSE 100 Index	Великобритания	UKX Index
Deutsche Boerse AG German Stock Index DAX	Германия	DAX Index
BofA Merrill Lynch US Corporate Index	США	C0A0 Index

Для построения портфельных множеств из перечисленных активов мы построили пул портфелей, состоящий из более 10 000 наборов весов (10 672 портфеля) для наиболее полной оценки возможных комбинаций активов. Затем для каждого из портфелей рассчитаны показатели риска и доходности на основе ежедневных данных, в предположении, что инвестиционная стратегия инвестора остается фиксированной с неизменными весами в течение T лет (T = 1, ..., 30). Особым образом среди всего множества портфелей мы выделяем две стратегии: инвестирование 100 % средств в корпоративные облигации США, представленные в нашем анализе индексом BofA Merrill Lynch US Corporate Index, и 100 % средств в акции США, бенчмарком которых выступает индекс S&P 500. Остальные линейные комбинации активов используются для наглядного анализа возможностей диверсификации между активами, а также для оценки различий между стратегиями распределения средств и анализа изменений их сравнительных преимуществ с увеличением срока инвестирования.

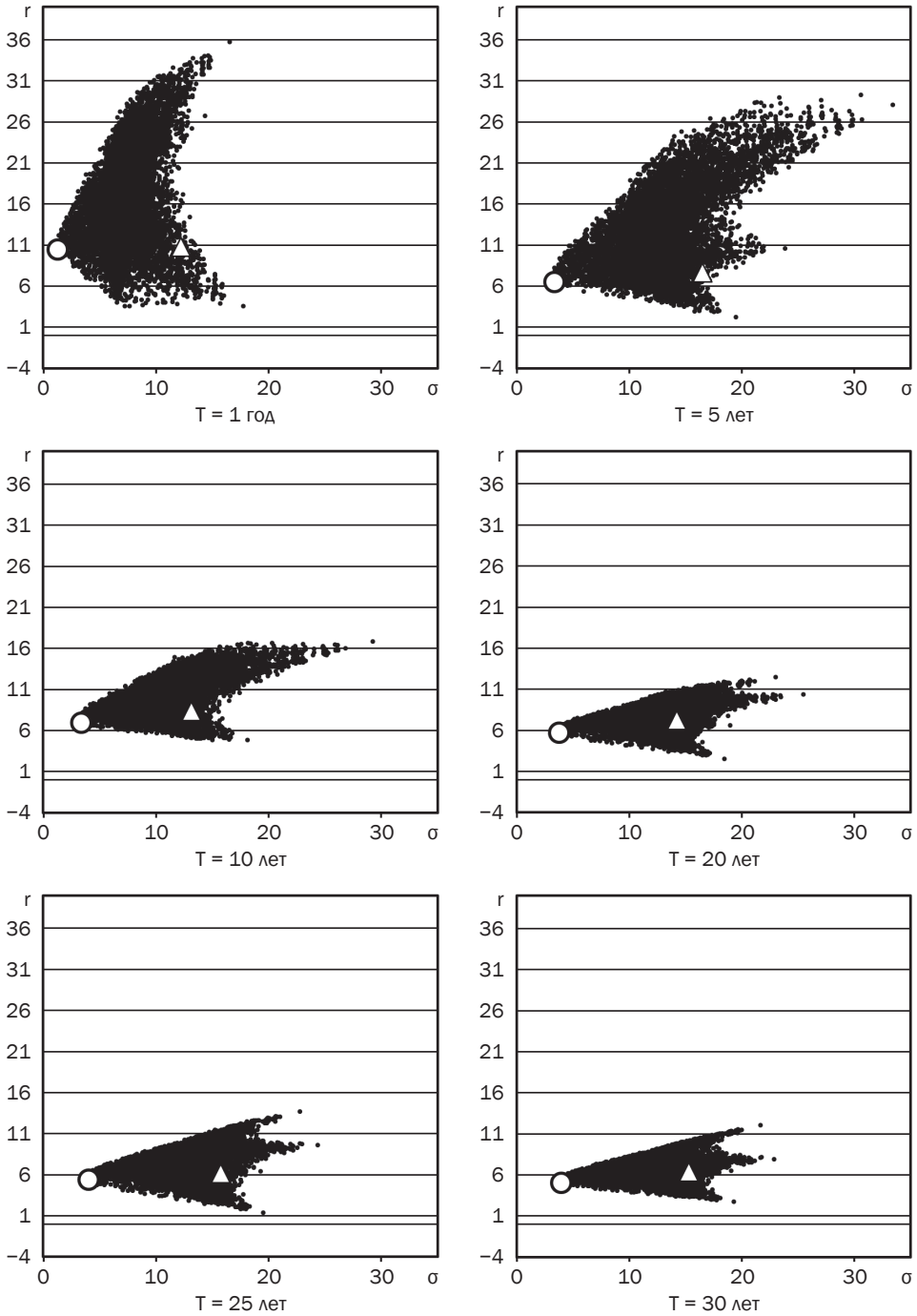
В качестве меры доходности каждой инвестиционной стратегии на каждом временном отрезке и для каждого портфеля мы использовали среднюю дневную доходность, конвертированную затем в среднюю годовую доходность. Следуя стандартному подходу к оценке риска портфеля, в качестве меры риска было выбрано стандартное отклонение, в процентах годовых. Для этого было рассчитано дневное стандартное отклонение по каждому исследуемому временному отрезку и портфелю, после этого оно переведено в годовое стандартное отклонение с помощью соответствующих коэффициентов.

На рис. 10 для наибольшей наглядности отображены выборочные портфельные множества для горизонтов инвестирования длительностью один год, 5, 10, 20, 25 и 30 лет в координатах меры риска и меры доходности. Аналогичные расчеты также сделаны для всех промежуточных периодов инвестирования длительностью от одного года до 30 лет (графически в данной статье не представлены). Все портфели имеют одинаковое начало периода инвестирования — 1985 г. — и разный конец в соответствии со своим сроком. Также на каждом графике выделено расположение портфелей, состоящих на 100 % из акций США и на 100 % из корпоративных облигаций США, для наглядного сравнения их расположения и его изменения.

На рисунке показано, что с увеличением горизонта инвестирования портфельное множество для одного и того же набора портфелей сжимается по вертикали. При этом начиная с 20-летнего периода сжатие по вертикали становится менее существенным, но все же присутствует. Это подтверждает полученный в предыдущей работе вывод о том, что с увеличением срока инвестирования одних и тех же портфелей их доходности сближаются все больше.

Рисунок 10

Множества портфелей из акций и облигаций со сроком T лет в координатах риск (σ) и доходность (r), %



Примечание: Белым кругом обозначен портфель из индекса корпоративных облигаций, белым треугольником — портфель из индекса S&P 500. В качестве меры риска по оси абсцисс использовано стандартное отклонение (процент годовых).
Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

Если провести подобный анализ меры риска, то можно отметить, что разброс точек по оси абсцисс для всех периодов больше, чем разброс 1-летних портфелей. До 20-летнего периода разброс меры риска растет, затем начинает очень медленно сжиматься, но остается большим. При этом доходности чистых портфелей из акций и облигаций примерно одинаковы и имеют примерно одинаковое различие в риске для любого периода.

Расчет дисперсии полученных рядов данных для каждой длительности периода инвестирования проведен для численной оценки степени разброса результатов. Дисперсия в данном случае характеризует наличие и степень различий в доходностях (и рисках) портфелей с различным долгосрочным распределением активов. Результаты вычислений представлены на рис. 11.

Рисунок 11

Разброс (дисперсия) среднегодовой доходности и меры риска в форме стандартного отклонения для всех портфелей и разного срока инвестирования, %

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

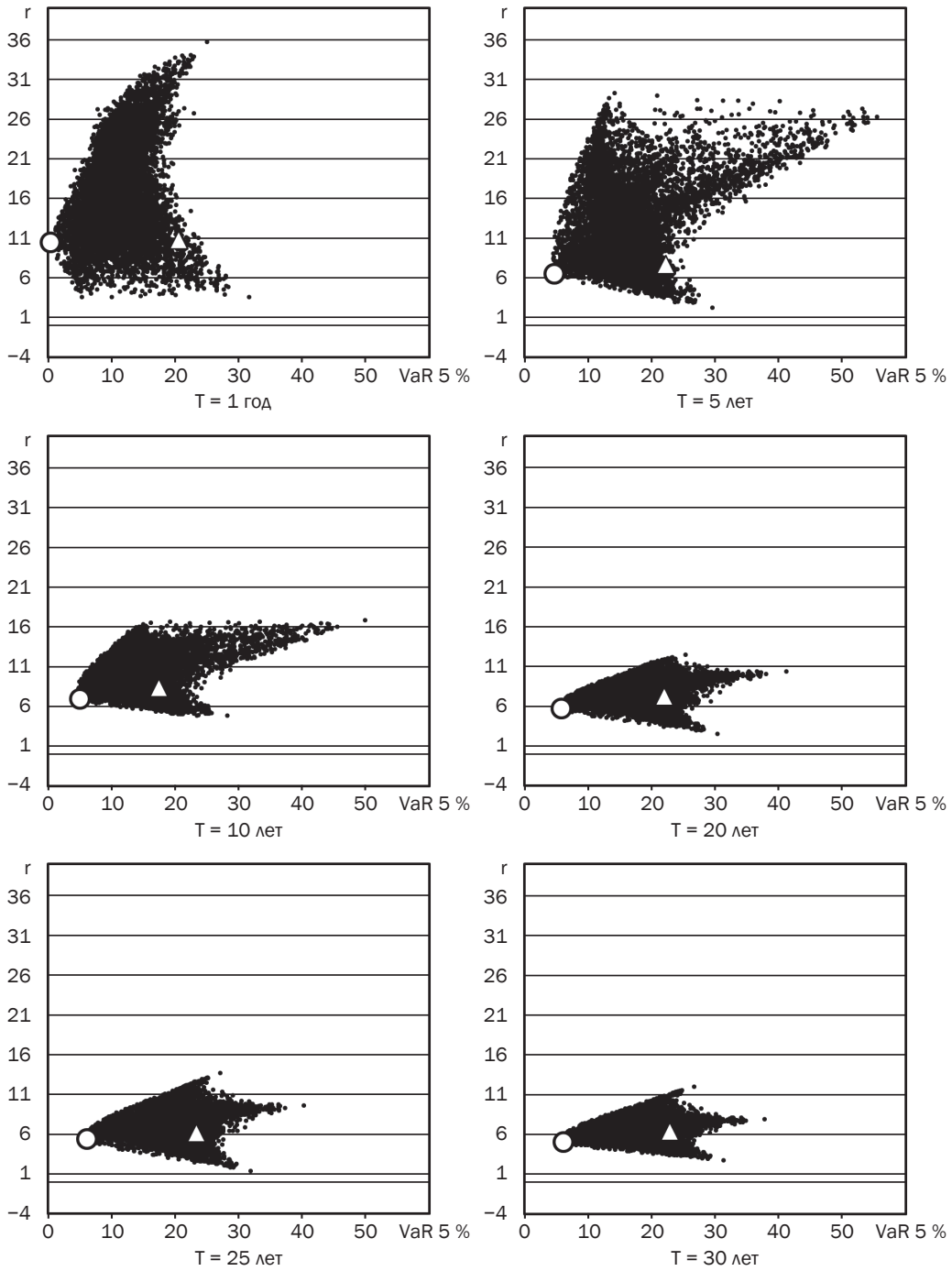
Дисперсия доходности является характеристикой вытянутости портфельного множества вдоль оси ординат. Она показывает резкий рост для краткосрочных портфелей (до 3-летних), затем резкое падение на краткосрочных периодах до семи лет. Затем наблюдается небольшое увеличение для 8-летних портфелей и плавная тенденция к снижению, которая сохраняется вплоть до 30-летнего периода. Это подтверждает гипотезу о снижении различий между стратегиями распределения активов в среднегодовой доходности с увеличением срока инвестирования. На практике это означает, что у краткосрочных инвесторов наблюдаются значительные различия в полученной доходности в зависимости от распределения активов. В то же время долгосрочные инвесторы получают похожую результативность своих инвестиционных стратегий, которая лишь немного колеблется от распределения к распределению.

Мера риска в форме стандартного отклонения показывает относительно небольшой рост в краткосрочном периоде для 2-летних портфелей, а затем колеблется вокруг установленного уровня. Таким образом, рост длительности инвестирования для одних и тех же портфелей не ведет к падению различий между ними в мере риска. Более того, с 10-летнего горизонта инвестирования разброс меры риска превышает разброс меры доходности, что усиливает влияние этого критерия на долгосрочных инвесторов. Для длинных горизонтов инвестирования наиболее важно определить такое начальное долгосрочное распределение активов, которое приносило бы меньший риск, при этом достижение целевых показателей по доходности нужно учитывать как важную, но второстепенную задачу.

Для более глубокого анализа рисков построенных портфелей и их динамики мы также включили в исследование показатель Value-at-Risk (VaR) в качестве меры риска (процент годовых), откладываемой по оси абсцисс на рис. 12. Данный показатель позволяет оценить наибольшие потери с точки зрения доходности выбранных стратегий инвестирования на некотором заданном доверительном уровне.

Рисунок 12

Множества портфелей из акций и облигаций со сроком T лет, %



Примечание: Белым кругом обозначен портфель из индекса корпоративных облигаций, белым треугольником — портфель из индекса S&P 500. В качестве меры риска по оси абсцисс использован показатель VaR на доверительном уровне 5 % (процент годовых).
Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

Показатель VaR был вычислен с помощью исторического метода. Так, например, для некоторого фиксированного портфеля со сроком инвестирования T лет рассчитана доходность портфеля в каждый день, вошедший в период с 1986 по (1986 + T) г., по имеющимся дневным историческим данным о доходности каждого актива в составе портфеля с определенным весом. Затем для вычисления показателя VaR с доверительным уровнем 95 % по полученному ряду ежедневных доходностей найдена 5%-ная квантиль. Таким образом, если трактовать каждый день в историческом промежутке как некоторый сценарий, который может повториться в будущем, то можно предполагать, что доходность портфеля лишь в 5 % случаев будет меньше, чем показатель VaR. После этого дневной 5%-ный VaR был конвертирован в годовой для более наглядного сравнения различных сроков инвестирования. Использование исторического метода вычисления VaR для сравнительной оценки рисков стратегий распределения активов позволяет использовать несимметричный показатель (в отличие от стандартного отклонения) и оперировать неусредненными значениями, учитывать тяжелый и асимметричный левый хвост исторического распределения доходностей на рассматриваемом временном горизонте.

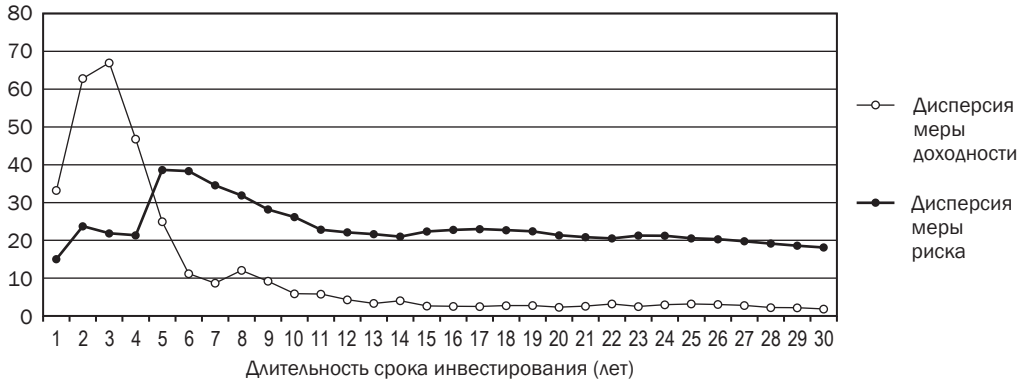
Анализ построенных портфельных множеств показал, что их форма меняется в зависимости от выбранной меры риска. Кроме того, использование 5%-ной левой квантили ожидаемо значительно увеличивает риск, что вытягивает «облака» еще больше вдоль оси абсцисс. Однако для разных портфелей увеличение риска произошло в разной степени; это свидетельствует о том, что некоторые активы имеют более тяжелые хвосты распределения, чем другие. Это привело к существенным деформациям множеств.

Результаты по изменению средней доходности и ее разбросу вокруг среднего с увеличением временного горизонта полностью аналогичны и равны по построению результатам на рис. 11. Относительно меры риска наблюдается ситуация, похожая на предыдущую. Портфельное множество для 1-летних портфелей имеет достаточно большой разброс по мере риска, которая выражается показателем VaR с доверительным уровнем 95 %. Присутствуют даже портфели с практически нулевой мерой риска, в которых вес корпоративных облигаций достаточно велик. Для 5-летних и 10-летних портфелей мера риска резко растет, портфельные множества вытягиваются вдоль оси абсцисс. Затем для более долгосрочных периодов, начиная с 20-летнего и далее, риск портфелей уменьшается, но все еще остается достаточно большим. Так, для таких портфелей уже недоступны альтернативы, близкие к безрисковому выбору; стратегия с минимальным риском имеет показатель VaR около 5,8 % для 20-летних портфелей, а для 30-летних — больше 6 % (6,13 %). Наиболее рисковые портфели (левый конец портфельного множества на рисунке) также характеризуются достаточно высоким показателем VaR по сравнению с 1-летними портфелями. При этом довольно много стратегий распределения имеет оценку меры риска более 30 %, в то время как риск практически всех 1-летних портфелей не выходит за эту отметку. Это подтверждает гипотезу о неуменьшении рисков при долгосрочном инвестировании и об их росте с увеличением горизонта, хотя рост рисков нелинейный. Он более резкий и быстрый на коротких промежутках, затем — более медленный с тенденцией к угасанию для долгосрочных портфелей.

Аналитическая оценка разброса параметров портфельного множества с учетом модифицированной меры риска в форме VaR с доверительным уровнем 95 % представлена на рис. 13 в виде количественной оценки дисперсии мер риска и доходности по оцененным портфелям для каждого срока инвестирования. Динамика разброса среднегодовой доходности идентична результатам, отображенным на рис. 11. Динамика разброса меры риска в форме показателя VaR также показывает значительный рост риска для 2-летних портфелей по сравнению с годовыми. Затем наблюдается резкое увеличение меры риска для 5-летних портфелей и плавное снижение меры риска до уровня 2-летних портфелей. Далее для всех долгосрочных портфелей увеличение срока инвестирования не меняет разброс в мере риска.

Рисунок 13

Разброс (дисперсия) среднегодовой доходности и меры риска (VaR) для всех портфелей и разного срока инвестирования с учетом корпоративных облигаций, %



Примечание: в качестве меры риска по оси абсцисс использован показатель VaR на доверительном уровне 5 % (процент годовых).
Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg.

Однако на длинных периодах инвестирования разброс меры риска превышает разброс меры доходности на значительную величину. Это говорит о том, что начиная со среднесрочных периодов (более 10 лет) ведущую роль в процессе принятия решений о долгосрочной инвестиционной стратегии играют различия в мере риска, в то время как различия в доходности достаточно малы и имеют тенденцию к снижению при увеличении срока инвестирования. Поэтому с ростом дюрации портфеля распределение активов между акциями и облигациями приобретает наибольшее значение. Таким образом, облигации могут быть более выгодным активом для долгосрочных инвесторов, чем акции, по критериям риска и доходности, если строить портфели с одинаковой начальной датой или одинаковой конечной датой.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В академических исследованиях распространена точка зрения о том, что по мере удлинения временного горизонта инвестирование в акции становится более предпочтительным для инвесторов по сравнению с вложениями в облигации. Однако анализ портфелей пенсионных фондов в странах OECD в 2001–2013 гг. и пенсионных накоплений в России в 2005–2014 гг. показал, что для большинства из них, как рациональных инвесторов, характерно то, что доля вложений в облигации (в портфелях) выше, чем в акции.

По нашему мнению, одним из объяснений подобного поведения крупнейших институциональных инвесторов является то, что с точки зрения доходности и риска вложения в облигации на длительных горизонтах времени (1986–2015 гг. в мире и 2002–2015 гг. в России) действительно оказываются более выгодными по сравнению с акциями. Обоснованная нами гипотеза расходится с общепризнанными предположениями о том, что с ростом временных горизонтов инвестирования по критерию доходности и риска вложения в акции более выгодны для инвесторов по сравнению с облигациями.

Полученные выводы основаны не только на различиях временных горизонтов для тестирования исходной гипотезы о параметрах инвестиций в акции и облигации, но и в первую очередь на применении иного метода расчета доходности и риска портфелей акций и облигаций. Это предполагает расчет доходности и риска не на основе усредненных

показателей портфелей акций и облигаций с различной дюрацией, как это было сделано Дж. Сигелом, а на основе дневных данных о доходности для портфелей с разными горизонтами инвестирования.

Кроме того, проведенный анализ множеств портфелей с разными горизонтами инвестирования показал, что с увеличением временного горизонта не проявляется эффекта сокращения дисперсии меры риска портфелей, а по критерию доходность/риск эталонный портфель акций в виде индекса S&P 500 не улучшает своих характеристик по сравнению с портфелем корпоративных облигаций. Все это также позволило подтвердить выдвинутую гипотезу о преимуществах облигационных портфелей по сравнению с портфелями акций для долгосрочных инвесторов.

Полученные выводы позволяют обосновать разумность более консервативного подхода к инвестированию пенсионных портфелей и сохранения в них доли облигаций качественных эмитентов вопреки рекомендациям классической теории о необходимости наращивания в пенсионных портфелях доли акций по мере удлинения временных горизонтов инвестирования. Это может иметь практическое значение не только с точки зрения формирования инвестиционных приоритетов действующих институциональных инвесторов, но и для регулирования состава и структуры активов пенсионных фондов.

Библиография

1. Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. Долгосрочные портфельные инвестиции: новый взгляд на доходность и риски // Вопросы экономики. 2015. № 10.
2. Абрамов А. Е., Акшенцева К. С., Чернова М. И., Логинова Д. А. и др. Экономика инвестиционных фондов: моногр. / Под общ. ред. А. Д. Радыгина. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015.
3. Метелица Е. Пенсии переложат в акции. РБК. 3 сентября 2015 г.
4. Сигел Дж. Долгосрочные инвестиции в акции. Стратегии с высоким доходом и надежностью. СПб: Питер, 2010.
5. Abramov A., Radygin A., Chernova M. Long-term portfolio investments: New insight into return and risk // Russian Journal of Economics. 2015. Vol. 1. № 3.
6. Chen P. Will Bonds Outperform Stocks over the Long Run? Not Likely / Rethinking the Equity Risk Premium. Ed. by Hammond B. Jr., Martin M., Siegel L. The Research Foundation of CFA Institute, 2011.
7. DeLong, J. B., Magin K. The U.S. Equity Return Premium: Past, Present, and Future // Journal of Economic Perspectives. 2009. № 23.
8. Dimson E., Marsh P., Staunton M. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002.
9. Fisher L., Lorie J. Rates of Return on Investment in Common Stock // Journal of Business. 1964. Vol. 37.
10. Guide to the Markets / J.P. Morgan Asset Management. US. 3Q 2015. Slide 64.
11. Homer S., Leibowitz M. Inside the Yield Book. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall Inc., and NY: New York Institute of Finance, 1972.
12. Ibbotson R. G., Kaplan P. D. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90 or 100 Percent of Performance? // Financial Analysts Journal. 2000. № 56.
13. Ibbotson R., Chen P. Stock Market Returns in the Long Run: Participating in the Real Economy / Working Paper. Yale School of Management, 2002.
14. Markowitz H. Portfolio Selection // The Journal of Finance. 1952. Vol. VII. № 1.
15. Markowitz H. Portfolio Selection. Blackwell Publishers, 1995.
16. Mehra R., Prescott C. The Equity Premium: A Puzzle // Journal of Monetary Economics.1985. Vol. 15. № 2.
17. Middleton T. The Bond King: Investment Secrets from PIMCO's Bill Gross / John Wiley & Sons Inc., 2004.
18. Poterba J., Summers L. Mean Reversion in Stock Returns: Evidence and Implications // Journal of Financial Economics. 1988. Vol. 22. № 1.
19. Siegel J. The Equity Premium: Stock and Bond Returns Since 1802 // Financial Analysts Journal. 1992. Vol. 48. № 1.
20. Siegel J. Stocks, Bonds, the Sharpe Ratio, and the Investment Horizon: A Comment // Financial Analysts Journal. 1999. Vol. 55. № 2.
21. Shiller R. ECON 252: Financial Markets (2008) [Электронный ресурс] / Open Yale courses. Режим доступа: http://oyc.yale.edu/economics/econ-252-08.

УДК 519.863

***Ключевые слова**:*
оценка эффективности,
оценка риска,
функция риска,
коэффициент риска,
свертка критериев,
закон распределения

***В. А. Горелик**, д. ф.-м. н., проф.,*
вед. науч. сотр. Вычислительного центра
им. А. А. Дородницына ФИЦ ИУ РАН
(e-mail: vgor16@mail.ru)

***Т. В. Золотова**, д. ф.-м. н., доц.,*
проф. кафедры «Прикладная математика»
Финансового университета при Правительстве РФ
(e-mail: tgold11@mail.ru)

Формирование оптимального портфеля акций российских компаний с вероятностной функцией риска

Принятие решений при формировании инвестиционного портфеля происходит в условиях неполноты информации о доходности финансовых инструментов, т. е. в условиях риска. Задача максимального снижения риска включает процедуру оценки эффективности (доходности) и риска, а затем разработку и анализ моделей поведения инвесторов на основе этих оценок. При этом выбор принципа оптимальности предполагает решение вопроса о соотношении доходности и риска портфеля. Следовательно, модель нахождения оптимального портфеля ценных бумаг представляет собой двухкритериальную задачу, для формализации которой могут использоваться различные методы свертки критериев.

В предыдущих работах[1] авторами предложены модели нахождения оптимального портфеля с использованием свертки типа отношения критериев эффективности и риска портфеля, а также линейной свертки этих критериев с коэффициентом риска. При этом в качестве оценки эффективности авторы использовали математическое ожидание случайного значения доходности портфеля, а в качестве оценки риска — функцию риска, заданную в метрике l_2^2 (дисперсия), в метрике l_2 (СКО, среднеквадратическое отклонение). В работе У. Шарпа и др.[2] было предложено рассматривать вероятностные функции риска для нахождения оптимального портфеля ценных бумаг. Это направление

[1] *Горелик В. А., Золотова Т. В. Оценка корреляции доходности инвестиционных портфелей и устойчивость фондового рынка // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. 2012. № 3. С. 43–52.; Горелик В. А., Золотова Т. В. Критерии устойчивости фондового рынка, их связь с информированностью и принципами поведения инвесторов // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2013. № 3. С. 17–28; Горелик В. А., Золотова Т. В. О некоторых оценках устойчивости фондового рынка и влиянии на них информированности инвесторов // Проблемы управления. 2013. № 6. С. 41–47 и др.*

[2] *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2004. Т. XII. 1028 с.*

получило развитие в современных работах[3]. Выпуклость множества достижимых значений математического ожидания и дисперсии портфелей дает необходимые и достаточные условия Парето-оптимальности в задаче максимизации линейной свертки с весовым коэффициентом при дисперсии. Это означает, что любая задача, решением которой является эффективный портфель, эквивалентна задаче максимизации линейной свертки при некотором значении коэффициента риска.

В статье «Об эквивалентности принципов оптимальности инвестиционного портфеля»[4] авторами рассмотрена задача определения оптимального портфеля как решение задачи на минимум вероятности того, что случайное значение доходности портфеля меньше требуемого. Получено значение коэффициента риска, при котором задача минимизации вероятностной функции риска эквивалентна задаче максимизации линейной свертки критериев «математическое ожидание — дисперсия». В данной работе рассмотрены две постановки задачи формирования портфеля: задача максимизации математического ожидания с вероятностной функцией риска в ограничениях и задача максимизации линейной свертки критериев «математическое ожидание — дисперсия» с весовым коэффициентом. Показано, что оптимальный выбор в задаче с вероятностной функцией риска в ограничениях приводит к одному из эффективных портфелей, соответствующему определенному значению коэффициента риска при дисперсии в задаче максимизации линейной свертки критериев «математическое ожидание — дисперсия». Найдено явное значение весового коэффициента, выраженное через известные начальные параметры задачи. Приведен пример нахождения оптимального портфеля акций российских компаний, подтверждающий полученные результаты, а также демонстрирующий некоторые характеристики методов нахождения оптимального портфеля.

Перечисленные результаты были получены в предположении о нормальном распределении доходностей. Следует отметить, что нормальный закон не всегда наилучшим образом характеризует случайные процессы. В частности, при моделировании некоторых процессов в экономике и финансах распределения случайных величин имеют тяжелые хвосты. К распределениям с тяжелыми правыми хвостами обычно относят такие, для которых вероятность того, что случайная величина превосходит достаточно большое x, имеет величину порядка x^{α} (например, распределения Стьюдента, Парето, гиперболическое). В упомянутой выше статье «Об эквивалентности принципов оптимальности инвестиционного портфеля» было предложено использовать двухстороннее экспоненциальное распределение, которое имеет менее тяжелый хвост, чем названные выше, но более тяжелый, чем у нормального закона. Однако нормальный закон распределения часто оказывается наиболее удобным при моделировании случайных процессов. Это объясняется его хорошими аналитическими свойствами, в частности, устойчивостью (линейная комбинация системы нормально распределенных случайных величин распределена нормально). Более того, в соответствии с центральной предельной теоремой теории вероятностей линейная комбинация достаточно большого числа сравнимых по дисперсии случайных величин с любыми законами распределения имеет приблизительно нормальный закон распределения. Кроме того, в данной работе, как будет видно далее, постановки задач включают ограничения сверху, т. е. исключают правые хвосты.

---

[3] *Горелик В. А., Золотова Т. В. Критерии оценки и оптимальности риска в сложных организационных системах. М.: ВЦ РАН, 2009. 162 с.; Fulga C. Portfolio optimization under loss aversion // European Journal of Operational Research. 2016. V. 251. № 1. P. 310–322; Kibzun A. I., Ignatov A. N. The two-step problem of investment portfolio selection from two risk assets via the probability criterion // Automation and Remote Control. 2015. T. 76. № 7. P. 1201–1220; Zhao Pan, Xiao Qingxian. Portfolio selection problem with Value-at-Risk constraints under non-extensive statistical mechanics // Journal of Computational and Applied Mathematics. 2016. V. 298. P. 64–71.*

[4] *Горелик В. А., Золотова Т. В. Об эквивалентности принципов оптимальности инвестиционного портфеля // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 2. С. 67–74.*

ПОСТАНОВКА И РЕШЕНИЕ ЗАДАЧИ МАКСИМИЗАЦИИ МАТЕМАТИЧЕСКОГО ОЖИДАНИЯ ДОХОДНОСТИ С ВЕРОЯТНОСТНОЙ ФУНКЦИЕЙ РИСКА В ОГРАНИЧЕНИЯХ

Предположим, что фондовый рынок характеризуется вектором математических ожиданий доходностей финансовых инструментов $\bar{r} = (\bar{r}_1, ..., \bar{r}_i, ..., \bar{r}_n)$, ковариационной матрицей $K = (\sigma_{ij})_{n\times n}$ и тем, что инвестор, управлением которого является вектор x (портфель ценных бумаг), основывает свое поведение на этой информации. Компоненты портфеля x_i есть доли средств, вкладываемые в финансовые инструменты из конечного списка ($i = 1, ..., n$).

Определим оптимальный портфель как решение задачи на максимум математического ожидания доходности портфеля при условии, что вероятность отрицательного случайного значения доходности портфеля не превышает заданного достаточно малого значения:

$$\max_x \bar{r}x,\ P(rx \le 0) \le \varepsilon,\ xe = 1, \tag{1}$$

где ε – заданное достаточно малое положительное число, $e = (1, ..., 1)$, P — вероятность. Здесь и далее отсутствует различие в обозначении вектора-строки и вектора-столбца; будем считать эти векторы соответствующими требованиям операций умножения матриц и векторов. Задача выбора оптимального портфеля в (1) и рассматриваемых далее задачах предполагает короткие продажи, совершающиеся путем займа ценных бумаг, который затем будет погашен такими же ценными бумагами (это отражается в отсутствии условия неотрицательности компонент вектора x).

Покажем, что задача (1) сводится к задаче выпуклого программирования, а ее решение совпадает с решением задачи максимизации линейной свертки критериев математического ожидания и СКО случайного значения доходности портфеля для некоторого значения весового коэффициента при СКО. Рассмотрим задачу

$$\max_x \bar{r}x,\ k\bar{r}x \ge (xKx)^{1/2},\ xe = 1, \tag{2}$$

для которой функция Лагранжа

$$L(x, \lambda) = \bar{r}x + \lambda(k\bar{r}x - (xKx)^{1/2}) \tag{3}$$

задана на множестве $X = \{x|xe = 1\}$, где λ — множитель Лагранжа, k — положительный коэффициент.

Лемма. Если задача выпуклого программирования (2) имеет решение x^0 и соответствующий ему множитель Лагранжа $\lambda^0 > 0$, т. е. (x^0, λ^0) — седловая точка функции (3), то x^0 является решением задачи

$$\max_x [\bar{r}x - \frac{\lambda^0}{1 + \lambda^0 k}(xKx)^{1/2}],\ xe = 1. \tag{4}$$

Доказательство леммы для полноразмерных портфелей (т. е. $x > 0$) приведено в работе В. А. Горелика, Т. В. Золотовой[5], но при наличии коротких продаж отсутствует условие неотрицательности x, т. е. любой портфель является полноразмерным.

---

[5] *Горелик В. А., Золотова Т. В. Задача выбора оптимального портфеля с вероятностной функцией риска // Современная математика и ее приложения. Тбилиси: Национальная академия наук Грузии. Том 95, 2015. С. 3–10.*

Утверждение 1. Пусть $\{r_i\}$ — система случайных величин, каждая из которых имеет нормальный закон распределения, $\bar{r}_i$ — математические ожидания, $K = (\sigma_{ij})_{n\times n}$ — ковариационная матрица и выполнены условия леммы. Тогда решение задачи (1) совпадает с решением задачи максимизации линейной свертки критериев математического ожидания и СКО случайного значения доходности портфеля:

$$\max_{x \in X}[\bar{r}x - \alpha_1(xKx)^{1/2}], \tag{5}$$

где $\alpha_1 = \dfrac{\lambda^0}{1 + \lambda^0 d}$, $d = (\Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon))^{-1}$, Φ — функция Лапласа, λ^0 — значение множителя Лагранжа в задаче (2).

Доказательство. Покажем, что задача (1) при сделанных предположениях сводится к задаче (2). Случайная величина rx нормально распределена, т. е.

$$P(rx \le 0) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}}\int_{-\infty}^{0} e^{\frac{-(t-m)^2}{2\sigma^2}}dt, \tag{6}$$

где $m = \bar{r}x$ — математическое ожидание случайного значения доходности портфеля, $\sigma = (xKx)^{1/2}$ — СКО случайной величины rx. Преобразуем выражение (6), воспользовавшись функцией Лапласа[6]

$$\Phi(y) = \frac{2}{\sqrt{2\pi}}\int_{0}^{y} e^{\frac{-t^2}{2}}dt:$$

$$P(rx \le 0) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}}\int_{-\infty}^{0} e^{\frac{-(t-m)^2}{2\sigma^2}}dt = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}}\int_{-\infty}^{\frac{-m}{\sigma}} e^{\frac{-z^2}{2}}dz, \text{ где } z = \frac{(t-m)}{\sigma}, \text{ или } t = m + \sigma z.$$

Далее имеем

$$P(rx \le 0) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}}\int_{-\infty}^{0} e^{\frac{-z^2}{2}}dz - \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}}\int_{0}^{\frac{m}{\sigma}} e^{\frac{-z^2}{2}}dz = \frac{1}{2} + \Phi(0) - \Phi(\frac{m}{\sigma}) = \frac{1}{2} - \frac{1}{2}\Phi(\frac{m}{\sigma}).$$

По условию $\frac{1}{2} - \frac{1}{2}\Phi(\frac{m}{\sigma}) \le \varepsilon$, значит, $\frac{m}{\sigma} \ge \Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon)$, или $\frac{m}{\sigma} \le (\Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon))^{-1}$. Обозначив $\Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon) = d$, приходим к задаче выпуклого программирования (2), в которой $k = d$:

$$\max_{x} \bar{r}x,\ d\bar{r}x \ge (xKx)^{1/2},\ xe = 1. \tag{7}$$

Согласно лемме задача (6) эквивалентна задаче (4), т. е. задача (1) эквивалентна (4).

Если определять оптимальный портфель из решения задачи на максимум линейной свертки критериев математического ожидания и СКО случайного значения доходности портфеля (5), где $\alpha_1 > 0$ — весовой коэффициент, определяющий отношение инвестора к риску (коэффициент риска), то при $\alpha_1 = \dfrac{\lambda^0}{1 + \lambda^0 d}$ задача (5) совпадает с задачей (4). Согласно лемме $\lambda^0 > 0$, а функция Лапласа принимает положительные значения, поэтому $\dfrac{\lambda^0}{1 + \lambda^0 d} > 0$. Следовательно, задача (5) при $\alpha_1 = \dfrac{\lambda^0}{1 + \lambda^0 d}$ эквивалентна исходной задаче (1). Утверждение доказано.

---

[6] *Вентцель Е. С. Теория вероятностей. М.: КноРус, 2010. 658 с.*

СВЯЗЬ РЕШЕНИЯ ЗАДАЧ МАКСИМИЗАЦИИ МАТЕМАТИЧЕСКОГО ОЖИДАНИЯ С ВЕРОЯТНОСТНОЙ ФУНКЦИЕЙ РИСКА В ОГРАНИЧЕНИЯХ И МАКСИМИЗАЦИИ ЛИНЕЙНОЙ СВЕРТКИ «МАТЕМАТИЧЕСКОЕ ОЖИДАНИЕ — ДИСПЕРСИЯ»

Определим теперь оптимальный портфель как решение задачи на максимум линейной свертки критериев математического ожидания и дисперсии случайного значения доходности портфеля с весовым коэффициентом $\alpha > 0$:

$$\max_x [\bar{r}x - \alpha(xKx)],\ xe = 1. \tag{8}$$

Исследуем вопрос, в каком случае решения задач (1) и (8) совпадают.

Утверждение 2. Пусть x^0 — решение задачи (1), оптимальное значение множителя Лагранжа в задаче (2) $\lambda^0 > 0$, ковариационная матрица $K = (\sigma_{ij})_{n\times n}$ строго положительно определена. Тогда в задаче (8) существует весовой коэффициент α такой, что решения задач (1) и (8) совпадают.

Утверждение 2 доказывает только факт существования значения коэффициента риска α в задаче (8), при котором решения задач (1) и (8) совпадают. В следующем, 3-м утверждении получено значение коэффициента риска α в явном виде.

Утверждение 3. Пусть выполнены условия утверждения 2. Если в задаче (8) весовой коэффициент α удовлетворяет уравнению

$$4\left(1 - \left(\frac{\bar{r}K^{-1}e}{eK^{-1}e}\right)^2 d^2\right)\alpha^2 - 4d^2\left(\frac{\bar{r}K^{-1}e}{eK^{-1}e}\right)\left(\bar{r}K^{-1}\bar{r} - \frac{(eK^{-1}\bar{r})^2}{eK^{-1}e}\right)\alpha +$$
$$+\left(\bar{r}K^{-1}\bar{r} - \frac{(eK^{-1}\bar{r})^2}{eK^{-1}e}\right) - d^2\left(\bar{r}K^{-1}\bar{r} - \frac{(eK^{-1}\bar{r})^2}{eK^{-1}e}\right)^2 = 0, \tag{9}$$

где $e = (1, ..., 1)$, $\bar{r}$ — вектор математических ожиданий доходностей, $d = (\Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon))^{-1}$, $\varepsilon > 0$, Φ — функция Лапласа, то решения задач (1) и (8) совпадают.

Доказательства утверждений 2 и 3 читатели, интересующиеся используемым математическим аппаратом, могут найти в работе авторов[7].

Решение задачи (8) для полноразмерных портфелей (т. е. портфелей с неотрицательными компонентами) имеет вид

$$x^0(\alpha) = \frac{K^{-1}e}{eK^{-1}e} + \left(K^{-1}\bar{r} - \frac{eK^{-1}\bar{r}}{eK^{-1}e}K^{-1}e\right)\frac{1}{2\alpha} \tag{10}$$

(см. в работе «Оценка корреляции доходности инвестиционных портфелей и устойчивость фондового рынка»[8]). Так как в случае коротких продаж любой портфель является полноразмерным, то задача (8) будет иметь то же решение и для случая коротких продаж.

Замечание. Можно показать, что утверждение 2 выполняется также при наличии безрискового заимствования, кредитования, отсутствия коротких продаж. Утверждение 3 о значении весового коэффициента α при отсутствии коротких продаж справедливо только для полноразмерного оптимального портфеля, а при наличии безрискового заимствования и кредитования формула (9) изменится в силу того, что поменяется размерность вектора ожидаемых доходностей $\bar{r}$.

---

[7] *Горелик В. А., Золотова Т. В. Задача выбора оптимального портфеля с вероятностной функцией риска. С. 3–10.*

[8] *Горелик В. А., Золотова Т. В. Оценка корреляции доходности инвестиционных портфелей и устойчивость фондового рынка. С. 43–52.*

ФОРМИРОВАНИЕ ПОРТФЕЛЯ АКЦИЙ КОМПАНИЙ «АЭРОФЛОТ», МТС И «МЕГАФОН» С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ РАЗРАБОТАННЫХ ИНСТРУМЕНТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ

Инвесторы при нахождении своего оптимального портфеля, стремясь избежать риска, затрудняются в выборе типа модели, учитывающей эффективность и риск. В настоящее время свои услуги для лиц, принимающих решения (ЛПР), предлагают различные брокерские компании, такие как TradeWays, Forex Club или «ФИНАМ». В число предоставляемых ими услуг в т. ч. входят лекционные курсы по управлению финансами и услуги по составлению портфеля ценных бумаг. Чтобы воспользоваться услугой составления портфеля, ЛПР необходимо выбрать какую-либо стратегию, основываясь на предоставляемых аналитических обзорах или описаниях, предлагаемых на сайтах компаний. Это такие стратегии, как «Американские акции», «Антикризисная», «Семь самураев» и т. д. Далее, в зависимости от услуг, предлагаемых компанией, будет предоставлен или список активов, подходящих под заявленные критерии, из которых инвестор самостоятельно должен будет составить портфель, или (на выбор) список управляющих, которые, отталкиваясь от предпочтений инвестора и используя его средства, будут играть на фондовом рынке. Таким образом, инвестор, выбрав стратегию, вкладывает деньги и получает или не получает прибыль в зависимости от ситуации на рынке. Но информации об объеме оцениваемых статистических данных по каждой бумаге или о математической модели, используемой при составлении портфеля для той или иной стратегии, ни одна компания не предоставляет.

Инструмент для самостоятельного нахождения портфеля с использованием собственных статистических данных и определенных математических моделей на данный момент предложен в работах Т. В. Золотовой, М. С. Прохоровой[9]. Использование в качестве программного обеспечения MS Excel, MathCad или расчеты вручную неудобны для широкого круга пользователей — участников фондового рынка. В работах тех же авторов предлагается специализированная программа, которая с помощью статистических данных, вводимых ЛПР, определяет структуру портфеля, его математическое ожидание и СКО с помощью моделей, выбираемых пользователем. Также программа находит ковариацию выбранных портфелей, что помогает оценить устойчивость сделанного выбора. Таким образом, предлагаемая программа дает возможность инвестору эффективно принимать решения, используя любой объем и выборку статистических данных интересующих его ценных бумаг и определенную математическую модель.

Предлагаемая программа написана на языке программирования VB.NET. Она использует статистические данные, предварительно занесенные в файл MS Excel, для нахождения математических ожиданий случайных значений доходностей, ковариационной матрицы, дисперсии и СКО ценных бумаг (акций). Полученные статистические данные используются для составления оптимального состава портфеля ценных бумаг с помощью различных математических моделей.

Для определения оптимального состава портфеля ценных бумаг необходимо занести статистические данные (цены закрытия торговых сессий) бумаг за определенный период в файл статистики MS Excel. Затем, запустив программу, можно увидеть необходимые статистические данные по каждой бумаге. В любой момент можно посмотреть и изменить файл данных, содержащий статистику цен выбранных бумаг, перейдя по гиперссылке «Динамика OffLine» (по этой ссылке мы попадаем в файл MS Excel), или зайти на сайт www.finam.ru, на котором содержится вся статистика по любой ценной бумаге, перейдя по гиперссылке «Динамика OnLine».

---

[9] *Золотова Т. В., Прохорова М. С. Информационные аспекты и инструментальные средства оценки устойчивости на фондовом рынке. С. 28–34.; Прохорова М. С. Исследование связи решений задач на максимум линейной свертки «математическое ожидание — дисперсия» и на минимум дисперсии при ограничении по доходности // Экономика, Статистика и Информатика. Вестник УМО. 2014. № 3. С. 162–166.*

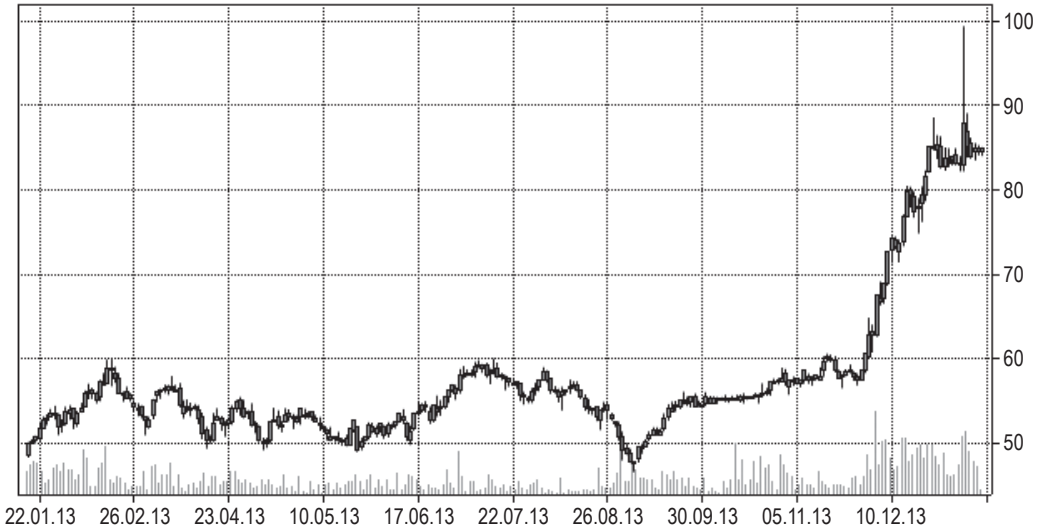
В файл MS Excel пользователь заносит статистические данные самостоятельно. Он может взять интересующие его данные с любого сайта или из собственного источника. Заполнять файл следует, начиная с первого листа, первого столбца и первой ячейки. Данные в каждой ячейке соответствуют цене определенной бумаги в определенный день. Количество данных по каждой бумаге и общее количество бумаг ограничено параметрами листа (для MS Excel 2007 размер листа составляет 1 048 576 строки и 16 384 столбца).

Таким образом, пользователь может получить статистические данные и проанализировать большое число бумаг. При этом данная версия программы ограничивает размерность формируемого портфеля цифрой 8 (это ограничение не является существенным, программа может быть легко модифицирована под бóльшую размерность). Выбор такой размерности связан с тем, что некоторые профессиональные участники фондового рынка, исходя из практических соображений, считают наиболее эффективным наличие в портфеле не более восьми разных активов (видов ценных бумаг). Дальнейшее увеличение их количества, как правило, не обеспечивает значительного снижения портфельного риска. В то же время оно может вызвать эффект чрезмерной диверсификации, отрицательные следствия которого проявляются, например, в отсутствии качественного управления портфелем, высоких расходах на поиск ценных бумаг (расходах на предыдущий анализ и т. п.), при покупке недостаточно качественных ценных бумаг (низкий уровень надежности, прибыльности и ликвидности ценных бумаг) и т. п.

В качестве источника статистических данных был выбран сайт www.finam.ru, т. к. холдинг «ФИНАМ» является одним из крупнейших брокеров в России и осуществляет брокерские услуги на основных мировых биржах. За годы работы (основан в 1994 г.) холдинг неоднократно становился лауреатом многих премий и наград. В данной работе использованы статистические данные цен акций компаний «Аэрофлот», МТС и «МегаФон» за период с января 2013 г. по январь 2014 г.[10] (рис. 1–3).

Рисунок 1

Динамика стоимости акций компании «Аэрофлот», руб.

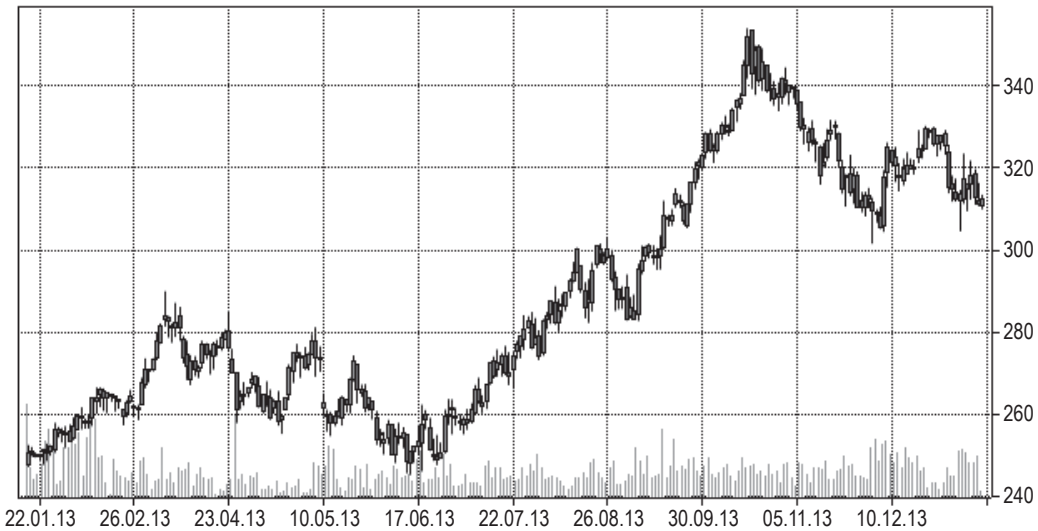


Источник: данные котировок с Московской межбанковской валютной биржи.

[10] *Данные котировок с Московской межбанковской валютной биржи (http://www.finam.ru/analysis/profile00008/default.asp).*

Рисунок 2

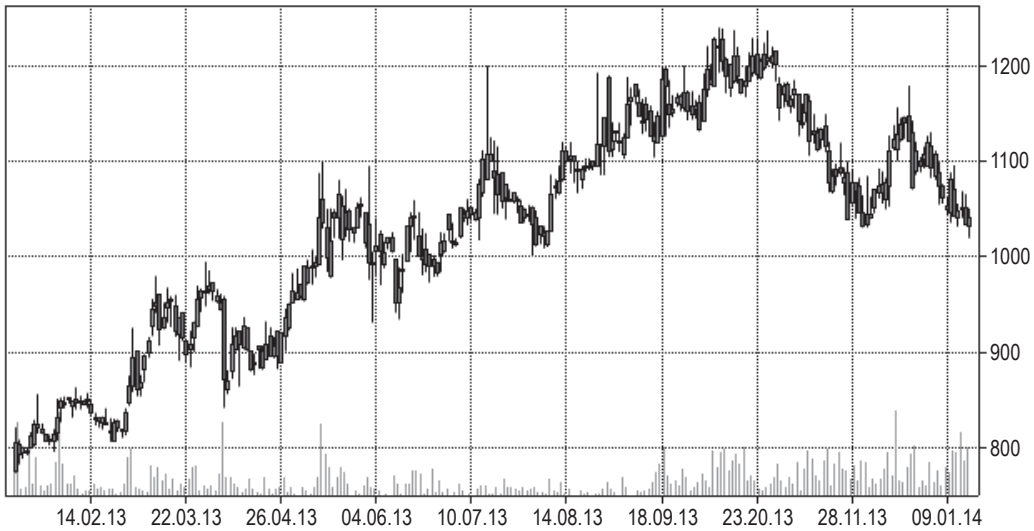
Динамика стоимости акций компании МТС, руб.



Источник: данные котировок с Московской межбанковской валютной биржи.

Рисунок 3

Динамика стоимостей акций компании «МегаФон», руб.



Источник: данные котировок с Московской межбанковской валютной биржи.

Доходности акций этих компаний определялись с использованием ежедневных цен закрытия торговых сессий. Во фрейме (GroupBox) «Обработка статистической информации» фрагмента работы программы отображаются математические ожидания доходностей ценных бумаг за каждый рабочий день, СКО и ковариации всех восьми ценных бумаг. Для акций компаний «Аэрофлот», МТС и «МегаФон» имеем вектор математических ожиданий доходностей акций $\bar{r}$ = (0,967; 0,189; 0,327), ковариационная матрица

$$K = \begin{pmatrix} 0{,}65 & 0{,}466 & -0{,}18 \\ 0{,}466 & 1{,}678 & -0{,}189 \\ -0{,}18 & -0{,}189 & 0{,}379 \end{pmatrix}.$$

Пусть в задаче (1) $\varepsilon = 0{,}2$. Тогда $1 - 2\varepsilon = 0{,}6$, и по таблице значений функции Лапласа имеем $\Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon) = 0{,}85$, а $d = (\Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon))^{-1} = 1{,}176$. Решая задачу (7), эквивалентную (1) согласно утверждению 1, при $d = 1{,}176$ получаем оптимальный состав портфеля $x^0 = (13{,}85, -7{,}518, -5{,}332)$. Коэффициент риска α в задаче (8), найденный из решения уравнения (9) при $d = 1{,}176$, есть $\alpha = 0{,}036$. Тогда по формуле (10) состав портфеля $x^0 = (13{,}042, -7{,}064, -4{,}978)$. Приблизительное совпадение решений задач (1) и (8) можно объяснить тем, что решение задачи (7) с нелинейными ограничениями с использованием прикладного программного обеспечения Mathcad получается весьма неточным. Отметим, что второй корень квадратного уравнения (9) есть $\alpha = 0{,}792$, которому согласно (10) соответствует портфель (0,923, −0,263, 0,34), не совпадающий с решением задачи (7). Заметим, что высокая волатильность (акции компании МТС имеют дисперсию 167,8 %) приводит к тому, что при более малых ε ограничения задачи (7) могут не выполняться. Пусть в задаче (1) $\varepsilon = 0{,}001$. Тогда $1 - 2\varepsilon = 0{,}998$, и по таблице значений функции Лапласа имеем $\Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon) = 3{,}09$, а $d = (\Phi^{-1}(1 - 2\varepsilon))^{-1} = 0{,}324$. Задача (7) при $d = 0{,}324$ решения не имеет.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Нами рассмотрена задача нахождения оптимального портфеля ценных бумаг с использованием вероятностной функции риска портфеля в ограничениях для гипотезы о нормальном законе распределения случайных величин доходностей. Найдено значение коэффициента риска в модели «математическое ожидание — дисперсия», при котором задача максимизации математического ожидания доходности с вероятностной функцией риска в ограничениях эквивалентна задаче максимизации линейной свертки критериев «математическое ожидание — дисперсия».

Таким образом, если для нахождения оптимального портфеля использовать модель с вероятностной функцией риска, то результаты проведенного исследования дают возможность определять эквивалентное отношение инвестора к риску (коэффициент риска). При этом задача выпуклого программирования (7), к которой сводится задача (1), в вычислительном плане является неудобной. Это связано с видом нелинейных ограничений, которые затрудняют нахождение точного решения аналитическим путем, а численные методы дают приближенное решение с большими погрешностями. Задача (8) в вычислительном плане самая удобная и при нахождении точного решения сводится к системе линейных уравнений. Полученные в работе результаты позволяют вместо задачи (1) решать задачу (8) при определенных значениях параметров этих задач.

На основе полученных теоретических результатов найден оптимальный портфель акций российских компаний «Аэрофлот», МТС и «МегаФон». Использование инструментальных средств позволяет автоматизировать процесс обработки статистических данных и нахождения оптимальных портфелей с использованием различных математических моделей принятия решений на фондовом рынке.

Библиография

1. Вентцель Е. С. Теория вероятностей. М.: КноРус, 2010.
2. Горелик В. А., Золотова Т. В. Задача выбора оптимального портфеля с вероятностной функцией риска // Современная математика и ее приложения. Тбилиси: Национальная академия наук Грузии. Том 95, 2015.
3. Горелик В. А., Золотова Т. В. Критерии оценки и оптимальности риска в сложных организационных системах. М.: ВЦ РАН, 2009.
4. Горелик В. А., Золотова Т. В. Оценка корреляции доходности инвестиционных портфелей и устойчивость фондового рынка // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. 2012. № 3.
5. Горелик В. А., Золотова Т. В. Об эквивалентности принципов оптимальности инвестиционного портфеля // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 2.
6. Горелик В. А., Золотова Т. В. О некоторых оценках устойчивости фондового рынка и влиянии на них информированности инвесторов // Проблемы управления. 2013. № 6.
7. Золотова Т. В., Прохорова М. С. Информационные аспекты и инструментальные средства оценки устойчивости на фондовом рынке // Ученые записки КнАГТУ. 2014. № II–1 (18).
8. Прохорова М. С. Исследование связи решений задач на максимум линейной свертки «математическое ожидание — дисперсия» и на минимум дисперсии при ограничении по доходности // Экономика, Статистика и Информатика. Вестник УМО. 2014. № 3.
9. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2004. Т. XII.
10. Fulga C. Portfolio optimization under loss aversion // European Journal of Operational Research. 2016. V. 251. № 1.
11. Kibzun A. I., Ignatov A. N. The two-step problem of investment portfolio selection from two risk assets via the probability criterion // Automation and Remote Control. 2015. T. 76. № 7.
12. Zhao Pan, Xiao Qingxian. Portfolio selection problem with Value-at-Risk constraints under non-extensive statistical mechanics // Journal of Computational and Applied Mathematics. 2016. V. 298.
13. Данные котировок с Московской межбанковской валютной биржи [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.finam.ru/analysis/profile00008/default.asp.

УДК 336.76

***Ключевые слова**:*
рынок «зеленых» облигаций,
государственные финансы,
направления и меры
государственной поддержки,
международные стандарты
«зеленых» облигаций,
барьеры на пути развития рынка

***О. В. Богачева**, к. э. н.,*
руководитель Центра бюджетной политики
Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: bogacheva@nifi.ru)

***О. В. Смородинов**, к. э. н.,*
ст. науч. сотр. Центра бюджетной политики
Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: osmorodinov@nifi.ru)

Государственные меры по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций

«Зеленые» облигации с начала их выпуска позиционировались не просто как новый тип облигаций, а как один из наиболее эффективных инструментов финансирования перехода глобальной и национальных экономик на низкоуглеродный, устойчивый к изменению климата путь развития. Это — долгосрочная цель, и определение направлений и способов ее решения, безусловно, является делом государства как в странах с высоким уровнем развития экономики, так и в странах с развивающейся и переходной экономикой. Соответственно, определение инструментов для достижения данной цели тоже не может осуществляться без участия государства.

Для государства прежде всего важно обеспечить «запуск» рынка «зеленых» облигаций, создав благоприятные условия для всех стейкхолдеров и участников рынка и сбалансировав их экономические интересы. Но в стратегическом плане государству еще более важно скоординировать развитие этого рынка с решением макроэкономических задач, связанных со стабилизацией финансовой системы и «зеленым» ростом.

Этап формирования рынка «зеленых» облигаций имеет исключительное значение для всех стейкхолдеров, поскольку именно на этом этапе совместными усилиями задается вектор развития рынка и механизм его взаимодействия с теми секторами и отраслями экономики, которые в первую очередь будут зависеть от «зеленых» инвестиций, в т. ч. и от «зеленых» бондов.

На этапе развития «зеленого» рынка государство активно поддерживает его рост, в частности, в связи с тем, что многие проекты «зеленого» инвестирования осуществляются на принципах государственно-частного партнерства (ГЧП). Нередко государство выступает инициатором крупных эмиссий либо гарантом по «зеленым» бондам.

Для развития рынка «зеленых» облигаций как в национальном, так и глобальном масштабе исключительно важную роль играет международное сотрудничество, прежде всего

в целях выработки международных стандартов, которые были бы признаны участниками национальных рынков «зеленых» облигаций.

Для эмитентов «зеленых» бондов наличие общепринятых стандартов означает снижение затрат на подготовку выпуска и размещение бондов, в частности, на подтверждение их «зеленого» характера. Кроме того, соответствие общепринятым стандартам позволяет эмитентам рассчитывать на более высокие кредитные рейтинги облигаций и удешевление заимствования.

Для инвесторов соответствие «зеленых» облигаций международным стандартам существенно снижает риски неплатежей. Примечательно, что именно институциональные инвесторы (крупные страховые и пенсионные фонды, разнообразные инвестиционные компании) проявили наибольшую активность в формировании международных рабочих органов по разработке стандартов «зеленых» бондов.

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ПОДДЕРЖКИ РЫНКА «ЗЕЛЕНЫХ» ОБЛИГАЦИЙ

В недавнем исследовании «Развитие финансовой системы с учетом устойчивого развития», проведенном специалистами Программы ООН по окружающей среде, делается вывод, что во многих странах продолжается «тихая революция», выражающаяся в том, что финансовые лидеры и регулирующие органы предпринимают шаги по интеграции внедрения модели устойчивого развития в современные финансовые системы, соответствующие реалиям XXI века[1]. При этом государственные меры по содействию организации и развитию рынка «зеленых» облигаций, наряду с государственным регулированием и поддержкой банковской системы, системы страхования, рынка акций, институциональных инвестиций, являются одним из главных рычагов, обеспечивающих устойчивость финансовой системы и переход к «зеленому» росту.

Учитывая, что на различных этапах роль государства проявляется по-разному, в данной статье сначала рассматриваются меры, принимаемые государством в процессе становления этого рынка, а затем — в его развитии.

Государственные меры по организации рынка «зеленых» облигаций

В странах, прежде всего развивающихся, первым важным шагом в организации рынка «зеленых» облигаций выступает формирование институциональных и организационных предпосылок.

Эти меры, в частности, включают разработку отраслевой политики «зеленой» экономики (на транспорте, в энергетике, использовании водных ресурсов и других направлениях) и четкое определение полномочий органов власти по организации рынка «зеленых» облигаций. Формируются общие условия финансирования проектов ГЧП за счет выпуска «зеленых» облигаций, разрабатываются стандарты и нормативная правовая база в части эмиссии и обращения этих облигаций.

Особо следует подчеркнуть необходимость разработки национальных стандартов и руководств, а также показателей результатов проектов на основе «зеленого» финансирования. В этом заинтересованы как органы государственной власти, в полномочия которых входят вопросы организации и развития рынка «зеленых» облигаций, так и инвесторы, стремящиеся не допускать «отмывания» средств, предназначенных для «зеленых» проектов — *greenwashing*. Под этим термином понимается намеренное введение

---

[1] *The Financial System We Need. Aligning the Financial System with Sustainable Development / The UNEP Inquiry Report. October, 2015.*

в заблуждение инвесторов и государственных органов относительно направлений использования финансовых средств, полученных в результате эмиссии «зеленых» облигаций.

Государственные правила, стандарты «зеленых» облигаций, стандарты бухгалтерского учета и отчетности позволяют значительно сократить транзакционные издержки для инвесторов по проверке облигационного выпуска на *greenwashing*.

Одновременно в структуре регуляторов банковской деятельности и рынка ценных бумаг формируются подразделения по развитию рынка «зеленых» облигаций. Также создаются объединения (платформы) разных участников рынка (банки развития, финансовые органы, корпорации, инвестиционные фонды) для согласования и координации действий в сфере «зеленого» финансирования.

На этапе формирования рынка «зеленых» облигаций важным моментом является осуществление национальными (муниципальными) органами власти так называемых стратегических выпусков «зеленых» облигаций, демонстрирующих привлекательность этого механизма финансирования как для инвесторов, так и для эмитентов и обеспечивающих толчок в развитии этого рынка. Сводный перечень государственных мер по организации рынка «зеленых» облигаций представлен в табл. 1.

Таблица 1

Государственные меры по организации рынка «зеленых» облигаций

Перечень основных мер	Описание	Примеры
Разработка концепций отраслевых стратегий и планов действий органов власти по «зеленому» финансированию	Содержат цели, перечень «зеленых» секторов, основные механизмы «зеленого» финансирования, в т. ч. на основе выпуска «зеленых» бондов	В 2013–2015 гг. в Китае в рамках проекта «Озеленение финансовой системы» подготовлен ряд докладов, содержащих рекомендации и «дорожную карту» по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций
Формирование комитетов по развитию рынка «зеленых» облигаций	В функции комитетов входит анализ действующей практики, разработка рекомендаций и межведомственная координация	Комитеты по развитию рынков «зеленых» облигаций созданы в Китае, Мексике, Бразилии, Турции, Индии, Канаде, на субнациональном уровне — в Калифорнии (США)
Разработка национальных руководств и стандартов по «зеленым» облигациям и «зеленым» проектам, стандартов отчетности, бухгалтерского учета при использовании механизмов «зеленого» финансирования	Разрабатываются на основе международных стандартов и Принципов «зеленых» облигаций	Руководство по «зеленым» облигациям принято в Китае. Аналогичное руководство разрабатывается Управлением по ценным бумагам и валюте в Индии
Разработка перечня стратегических проектов	Соответствует принятым стратегическим целям «зеленого» финансирования	Перечни стратегических проектов «зеленого» финансирования приняты в Кении и Китае
Обеспечение доступа к информации о «зеленом» финансировании	Содержит полезную для эмитентов и инвесторов информацию о потоке проектов, условиях выпуска и обращения бондов, образцы стандартных контрактов и др.	В целях расширения допуска к информации и максимизации участия инвесторов в финансировании проектов Европейская комиссия создала специальный сайт, связанный с европейскими структурными и инвестиционными фондами
Создание коалиций (платформ) участников рынка «зеленых» облигаций	Координируют действия и обеспечивают согласование интересов ключевых стейкхолдеров и участников рынка, в т. ч. по вопросам интеграции инструментов «зеленого» финансирования в национальные финансовые системы с целью обеспечения устойчивого развития	В 2015 г. сформирована Коалиция инвестиций в «зеленую» инфраструктуру (*Green Infrastructure Investment Coalition*). Статус организаторов Коалиции получили *Climate Bond Initiative, PRI*, UNEP Inquiry**, ICMIF****. В коалицию входят органы государственной власти, институциональные инвесторы, банки развития

Перечень основных мер	Описание	Примеры
Осуществление так называемых стратегических выпусков облигаций (национальных, муниципальных, банков развития)	Способствует формированию потока проектов на новом рынке, повышает заинтересованность инвесторов, создает благоприятный инвестиционный климат для развития рынка	Опыт стратегических выпусков городских и муниципальных «зеленых» облигаций имеют США, страны Западной Европы и ЮАР. В ЮАР первые городские «зеленые» облигации были выпущены Йоханнесбургом в 2014 г. в объеме 1,5 млрд ранд ($139 млн) на десять лет, рейтинг *BBB* муниципалитета. Подписка в 1,5 раза превысила объем выпуска
Создание государственной службы сертификации «зеленых» облигаций	Организует и осуществляет сертификацию, подтверждение аутентичности предполагаемых к выпуску «зеленых» облигаций и контроль за деятельностью независимых инспекций по оценке эмиссии «зеленых» облигаций	Китай, Индия, Бразилия
Формирование сети независимых инспекций, выступающих в качестве «третьей стороны» по оценке эмиссии «зеленых» облигаций	Предоставление экспертных заключений о соответствии выпускаемых облигаций международным и национальным стандартам	Китай, Индия, Бразилия

*Примечания: * PRI (Principles for Responsible Investments) — международная организация, объединяющая инвестиционные компании, в управлении которых находятся активы на сумму $60 трлн; ** Онлайновый инструмент Программы ООН по окружающей среде. Используется для координации усилий регуляторов, центральных банков, государственных органов и институциональных инвесторов в области интеграции страновых и региональных финансовых систем с целями устойчивого развития; *** ICMIF (The International Cooperative and Mutual Insurance Federation) — международная федерация, объединяющая крупные страховые компании, в управлении которых находятся активы на сумму $9 трлн.*
Источник: подготовлено авторами по Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015 / Climate Bonds Initiative.

Одна из наиболее сложных проблем, с которой сталкиваются страны на этапе организации рынка «зеленых» облигаций, — согласование национальных стандартов «зеленого» финансирования с международными стандартами «климатических» облигаций и Принципами «зеленых» облигаций.

Это связано с тем, что в ряде стран, прежде всего развивающихся, при разработке национальных «зеленых» стандартов делается попытка расширительной трактовки сферы «зеленой» экономики: включение направлений финансирования (проекты атомной энергетики, «чистых» технологий в добыче и переработке минерального топлива и др.), которые в международных стандартах не рассматриваются в качестве «зеленых». В Китае, например, выпускаются «зеленые» бонды для финансирования проектов «чистой» угледобычи. В Бразилии на основе эмиссии «зеленых» облигаций Всемирного банка реализуются проекты по захоронению отходов, которые находятся в «серой» зоне между «зелеными» и «грязными» технологиями, хотя в целом эти проекты приводят к снижению загрязняющих выбросов в атмосферу[2].

Таким образом, на этапе формирования рынка государство выступает и катализатором, и координатором его создания, обеспечивая необходимые и выгодные для всех участников условия для целевого использования генерируемых денежных потоков. В этом смысле деятельность государства ни в коей мере не следует рассматривать как создание альтернативных рыночным механизмов и источников «зеленого» финансирования.

---

[2] *Huang Ch. From green bonds to green boom: What China's new green bond rules mean for sustainable investment / Trucost (http://www.trucost.com/blog/150/China/green-bonds/guidelines).*

Государственные меры по развитию рынка «зеленых» облигаций

Развитие рынка «зеленых» облигаций, как и процесс его становления, требует активного государственного участия, которое направлено на снятие барьеров, сдерживающих рост инвестиций в «зеленые» облигации.

Такими барьерами выступают, в частности, новизна рынка «зеленых» облигаций, недостаточное понимание инвесторами и эмитентами характеристик риска (например, неполный учет экологических рисков) и доходности этих облигаций, отсутствие длинных статистических рядов и показателей результатов инвестирования в «зеленые» проекты, что приводит к их низким кредитным рейтингам и незаинтересованности инвесторов в их финансировании.

Нередко проявляется нежелание инвесторов вкладывать средства на стадии строительства объектов «зеленой» инфраструктуры, что связано с высокими рисками неопределенности реализации проекта, возникновения у исполнителя проекта непредусмотренных на момент эмиссии затрат и дополнительных расходов, связанных с резервированием средств от эмиссии.

Еще одна проблема «зеленого» финансирования — это относительно небольшие размеры многих «зеленых» проектов, что делает экономически неэффективным выпуск и вложение средств в облигации[3] и обусловливает необходимость проведения агрегирования залоговых активов отдельных проектов и секьюритизации. При этом на практике поддержание высокого кредитного рейтинга секьюритизированных «зеленых» облигаций может быть более сложной задачей, чем обычных облигаций.

Кроме того, для покупателей некоторых видов структурированных «зеленых» облигаций существуют дополнительные риски, связанные с тем, что выплаты по таким облигациям напрямую зависят от результатов выполнения проектов, которые финансируются за счет их эмиссии. Обеспечение стабильности выплат по облигационному долгу нередко требует государственного вмешательства.

Государственные меры по развитию рынка «зеленых» облигаций можно условно разделить на меры стимулирования предложения капитала (инвесторов) и меры стимулирования спроса на капитал (эмитентов).

К мерам стимулирования предложения капитала относятся:

— разработка инструментов агрегирования «зеленых» залоговых активов и структурирования рисков выплат по облигационному долгу (стандартизация залоговых контрактов, секьюритизация и создание специальных финансовых организаций — *Special Purpose Vehicle, SPV*);

— применение механизмов повышения кредитного качества «зеленых» облигаций;

— налоговые льготы и стимулы для инвестирования в «зеленые» облигации;

— специальные меры стимулирования институциональных инвесторов, иностранных инвесторов в «зеленые» облигации;

— разработка правил и рекомендаций по проведению рейтинговой оценки «зеленых» проектов и облигаций.

Переход от более простых («зеленые» облигации с общим обеспечением, проектные облигации) к более сложным секьюритизированным облигациям ставит задачу разработки стандартов «зеленых» залоговых контрактов (денежные требования, кредиты, лизинг, ипотека).

---

[3] *Обычные объемы эмиссии облигаций составляют в настоящее время в среднем от $200 млн, в развитых странах — от $1 млрд. В то же время стоимость типичных проектов солнечных батарей для жилых домов составляет около $27,5 тыс., коммерческих зданий — $3,52 млн, промышленных проектов по внедрению энергосберегательного оборудования — от $1 млн до $11 млн.*

Следующим важным шагом является формирование специальных организаций (*SPV*), обеспечивающих хранение, агрегирование стандартизированных контрактов, а также эмиссию «зеленых» облигаций.

Государство может способствовать стандартизации контрактов, осуществляя кредитование «зеленых» залоговых контрактов по пониженным ставкам. Так, муниципальный банк Норвегии с 2010 г. предлагает более низкие ставки кредита по сделкам со стандартизированными контрактами, связанными с реализацией «зеленых» проектов.

Для повышения кредитного качества «зеленых» облигаций могут применяться такие широко распространенные инструменты, как частичные гарантии, субординированный долг и страхование (см. табл. 2).

Таблица 2

Инструменты повышения кредитного качества «зеленых» облигаций

Инструменты	Описание	Примеры
Частичные гарантии	Предоставляются на стадии выпуска «зеленых» облигаций. Могут быть предоставлены: собственные кредитного рейтинга, частичные гарантии по выплате задолженности и др.	Корпорация частных зарубежных инвестиций (США)* с 2014 г. предоставляет гарантии в виде сертификатов участия в целях стимулирования вложений в «зеленые» облигации
Субординированный долг (принятие государственными органами позиции второй очереди по выплатам долга)	Государственная организация может инвестировать в проект, принимая на себя риски первых потерь от неплатежей. В результате институциональные инвесторы не несут эти риски. Задолженность им погашается в первую очередь, что способствует повышению кредитного качества «зеленых» облигаций	Европейский инвестиционный банк (ЕИБ) в рамках Инициативы по проектным бондам** принимает на себя риски первых потерь от неплатежей по облигациям, выпущенным для финансирования крупных инвестиционных проектов, в т. ч. в «зеленых» отраслях
Специальное страхование	Обеспечивает выплату процента и основной суммы долга в случае дефолта	Инструмент находится в стадии разработки в рамках Инициативы финансирования устойчивого роста***
Страхование политических рисков	При выпуске облигаций органы власти могут обещать оказывать поддержку реализации «зеленого» проекта. Данный вид страхования снижает риск невыполнения обещаний, данных на этапе эмиссии	Корпорация частных зарубежных инвестиций (США) осуществляет страхование риска прекращения государственной поддержки тарифов на возобновляемую энергию

*Примечания: * Overseas Private Investment Corporation, OPIC — агентство при правительстве США, цель которого — содействие американскому бизнесу в осуществлении зарубежных инвестиций путем предоставления гарантий и кредитов; ** The Europe 2020 Project Bond Initiative — совместная программа ЕС и ЕИБ, направленная на повышение роли рынков капитала в финансировании крупных европейских инфраструктурных проектов в сфере энергетики, транспорта и информационных технологий. Начала реализовываться в 2012 г.; *** Finance for Resilience — международная некоммерческая организация, основанная в 2013 г. с целью оказания содействия компаниям частного сектора в переводе бизнеса на низкоуглеродный, устойчивый к изменению климата путь развития (http://www.financeforresilience.com).*
Источник: подготовлено авторами по Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015.

Государство может способствовать повышению кредитного рейтинга, абсорбируя часть кредитного риска путем субсидирования процентной ставки по кредитам, используемым для формирования залоговых контрактов. Как отмечают специалисты, эти меры могут быть более эффективными, чем прямые субсидии на реализацию «зеленых» инфраструктурных проектов, т. к. затраты государства частично возмещаются исполнителем «зеленого» проекта за счет поступления доходов от его реализации.

При выработке государственных мер поддержки кредитного рейтинга важно иметь в виду, что снижение риска неизбежно ведет к снижению доходности облигаций. Поэтому такие государственные меры должны носить дозированный характер, сохраняя баланс между риском и доходностью вложений в «зеленые» облигации.

Задача повышения доходности облигаций обычно решается с помощью налоговых льгот и стимулов, которые предоставляются инвесторам в ценные бумаги, в т. ч. на рынке «зеленых» бондов. Кроме того, расширяется практика применения специальных налоговых льгот и стимулов для инвесторов в «зеленые» облигации. Примеры налоговых льгот для инвесторов в «зеленые» облигации приведены в табл. 3.

Таблица 3

Примеры налоговых льгот для инвесторов в ценные бумаги, в том числе «зеленые» облигации

Страна	Вид облигаций	Степень освобождения от налогообложения	Получатель льготы	Описание
Чили	Все виды	Полное	Иностранные институциональные инвесторы	Доходы по бондам иностранных институциональных инвесторов не облагаются налогом на доходы
Индия	Муниципальные бонды и отдельные виды корпоративных бондов госпредприятий	Полное	Инвесторы	Доходы по муниципальным бондам, а также бондам государственных корпораций не облагаются налогом на доходы
США	Муниципальные бонды	Полное	Инвесторы	Более 80 % муниципальных бондов не облагается налогом на доходы
США	Муниципальные бонды, выпущенные для финансирования проектов по энергосбережению и генерации возобновляемой энергии	Частичное	Инвесторы	Средства от выпуска облигаций, которые используются для финансирования проектов по энергосбережению и генерации возобновляемой энергии, пользуются специальной налоговой льготой по налогу на доходы
Бразилия	Инфраструктурные бонды	Полное	Инвесторы	Налоговые льготы имеют бонды, выпущенные для финансирования крупных инфраструктурных проектов и проектов в ветровой энергетике

Источник: подготовлено авторами по Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015.

В США помимо налоговых стимулов, которыми охвачены муниципальные бонды (80 %) общей стоимостью $3,7 трлн, с 2009 г. используется дополнительное налоговое стимулирование бондов, выпущенных в рамках федеральных программ, поступления от которых направляются на финансирование энергосбережения в «зеленые» здания и возобновляемые источники энергии, а также общественный транспорт.

В Китае в 2015 г. специально для «зеленых» бондов разработаны налоговые льготы сроком на три-пять лет в форме налоговых освобождений институциональных инвесторов, которые смогут трактовать их как казначейские инвестиции. По оценкам экспертов, это может сократить затраты инвесторов на 20 %[4].

Государство может способствовать росту инвестиций в «зеленые» облигации, стимулируя их приобретение национальными резервными фондами, пенсионными и страховыми фондами, национальными банками развития, а также создавая специальные инвестиционные фонды «зеленой» инфраструктуры. Так, в Танзании с 2012 г. пенсионным фондам разрешено до 25 % стоимости портфеля инвестировать в инфраструктурные инструменты, в т. ч. «зеленые» облигации. В Норвегии государственный Пенсионный фонд *Global*,

[4] *Scaling up Bond Markets for Sustainable Development. A Strategic Guide for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds / Consultation Paper. Climate Bonds Initiative. P. 24.*

аккумулирующий доходы от добычи нефти и газа, официально заявил, что он инвестирует в «зеленые» облигации, что послужило сигналом к приобретению «зеленых» облигаций частными инвесторами.

К мерам стимулирования спроса на капитал (эмитентов) относятся инструменты повышения привлекательности использования «зеленых» облигаций.

Такие меры включают, в частности:

— создание государственных фондов поддержки (гарантий) и инвестирования в «зеленые» облигации (высокий государственный спрос приводит к снижению стоимости привлечения заемного капитала);

— предоставление налоговых льгот и стимулов при осуществлении эмиссии облигаций и по доходам от реализации «зеленых» проектов;

— государственная поддержка тарифов и цен на услуги, производимые по «зеленым» проектам;

— меры по удешевлению банковского кредита, используемого при проведении операций с «зелеными» бондами (одновременно снижается доступность заемного капитала для проектов «грязных» технологий).

Сокращение затрат на привлечение капитала под «зеленые» проекты, особенно затрат, связанных с управлением долгом, критически важно для мобилизации «зеленых» инвестиций на цели «зеленого» роста. Один из механизмов, способствующих этому сокращению, — создание государственных фондов поддержки «зеленых» инвестиций (для прямых вложений и государственных гарантий). Государственная поддержка при этом может предоставляться на условиях выпуска «зеленых» облигаций на срок, связанный с продолжительностью реализации «зеленого» проекта. Такие фонды уже создаются в ряде стран (например, в Китае).

Снижению стоимости заемного капитала способствует также предоставление налоговых льгот и стимулов при осуществлении эмиссии облигаций и по доходам от реализации «зеленых» проектов. Например, в Малайзии применяются налоговые льготы для эмитентов секьюритизированных бондов: эмитент вычитает эмиссионные расходы из налогооблагаемой базы налога на доходы. А в Нидерландах компании, реализующие «зеленые» проекты, пользуются освобождением от налога на прирост капитала и сокращенным налогом на доходы[5].

В некоторых странах (например, в США) наряду с освобождением (частичным или полным) от налога процентов по бондам предусмотрен выпуск бондов с налоговым кредитом для инвесторов. Эта льгота дает возможность держателю облигации при расчете своего налога на доходы пользоваться налоговой скидкой в размере до 100 % предполагаемой величины процента по облигациям, что в некоторых случаях выгоднее, чем освобождение от налога процентного дохода. При этом эмитент получает возможность не выплачивать инвесторам проценты по своим облигациям, что приводит к удешевлению заимствования.

Предполагается, что эффективность налоговых стимулов, предоставляемых эмитентам, может быть существенно повышена, если ее размер будет привязан к показателям результатов реализации «зеленых» проектов.

К популярным мерам государственной поддержки инфраструктурных проектов относятся также меры по государственному регулированию тарифов и цен на услуги, оказываемых в рамках этих проектов. При этом на этапе эмиссии «зеленых» облигаций органы власти принимают на себя обязательства поддерживать определенный уровень тарифов и цен на услуги в период погашения обязательств по облигациям.

---

[5] *Scaling up Bond Markets for Sustainable Development. A Strategic Guide for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds. P. 19.*

Среди мер поддержки рынка «зеленых» облигаций важную роль играют меры по снижению стоимости банковского кредита, применяемого в операциях с «зелеными» облигациями. В ряде стран все шире используются экологические критерии в регулировании банковских резервов и требований к капиталу, способствующие удешевлению «зеленого» заимствования и одновременному сокращению доступа к кредиту «грязных» технологий.

Так, Центральный банк Китая не включает в расчет одного из показателей ликвидности банков (коэффициента, устанавливающего соотношение объемов кредитов и депозитов) кредиты, связанные с операциями по «зеленым» бондам. Кредиты на приобретение «зеленых» бондов имеют преференциальные веса при расчете достаточности собственного капитала[6].

В Бангладеш Центральный банк предоставляет льготное рефинансирование кредитов на выполнение проектов по возобновляемым источникам энергии. Этот банк стал первым, который в 2015 г. заявил о том, что часть своих резервов будет держать в «зеленых» облигациях, эмитентами которых выступают международные финансовые организации[7].

ОБОБЩЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНОГО ОПЫТА

Как показал анализ международной практики государственной поддержки рынка «зеленых» облигаций, в мире все более заметна тенденция перемещения потока частного капитала от «грязных» к «чистым» («зеленым») технологиям. Однако без вмешательства государства этот процесс не обеспечит в приемлемые сроки адекватный объем инвестиций для решения задач устойчивого роста. При этом государство должно сыграть роль катализатора, а не альтернативного источника зеленого финансирования.

Повестка дня государственных органов по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций, по мнению *Climate Bonds Initiative* (*CBI*), должна включать следующие десять пунктов:

1. осуществление стратегических выпусков «зеленых» облигаций государственными организациями. Эмиссия международными финансовыми организациями и банками развития уже дала толчок для формирования рынка «зеленых» бондов в ряде стран;

2. обеспечение прозрачного планирования и формирования портфеля «зеленых» проектов. Дает возможность органам власти, эмитентам и инвесторам своевременно осуществлять финансовое и бизнес-планирование, накапливать необходимый опыт в новых направлениях «зеленого» инвестирования;

3. применение механизмов повышения кредитного качества «зеленых» облигаций (частичные гарантии, субординированный долг и страхование), что обеспечивает улучшение профиля их рисков;

4. применение налоговых льгот и стимулов. Оно должно носить селективный характер, соответствовать кредитным потребностям институциональных инвесторов, быть привязанным к особенностям национальных или региональных рынков «зеленых» облигаций;

5. стимулирование спроса на «зеленые» облигации, в т. ч. государственных фондов;

6. использование возможностей центрального банка для стимулирования спроса на «зеленые» облигации (в т. ч. в рамках мер по смягчению денежно-кредитной политики, операций по повышению ликвидности и иных механизмов);

7. развитие стандартизации в сфере «зеленого» финансирования, включая выработку единых определений и стандартов, организацию процессов сертификации, проверки

---

[6] *Scaling up Bond Markets for Sustainable Development. A Strategic Guide for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds. P. 27.*

[7] *Там же, с. 26.*

и подтверждения аутентичности облигаций. Внедрение этих процессов на практике направлено на обеспечение целостности рынка «зеленых» облигаций;

8. формирование инструментов агрегирования и секьюритизации «зеленых» активов (в т. ч. разработка стандартных залоговых контрактов, формирование специальных финансовых организаций);

9. разработка и реализация мер финансового регулирования рынка «зеленых» облигаций. Преференциальные меры государственного финансового регулирования рынка «зеленых» бондов ни в коем случае не должны противоречить другим регуляторным мерам, направленным на повышение стабильности финансовой системы;

10. международное финансовое сотрудничество, в частности взаимное принятие различными странами стандартов в области «зеленого» финансирования, что способствует формированию и стабильному развитию глобального рынка «зеленых» облигаций[8].

В целом к настоящему времени в мире накоплен значительный арсенал инструментов государственной поддержки развития рынков «зеленых» облигаций, конкретный выбор которых определяется странами в зависимости от принятой политики по «озеленению» экономики и финансов. Государственные меры направлены прежде всего на снятие барьеров, препятствующих устойчивому развитию этих рынков. При этом государство стремится, с одной стороны, обеспечить безболезненную и эффективную интеграцию рынка «зеленых» бондов в финансовую систему, а с другой — увязать интересы участников рынка с макроэкономическими задачами по переходу экономики на путь низкоуглеродного и устойчивого к изменению климата развития.

ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОДДЕРЖКА «ЗЕЛЕНОГО» ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

«Зеленое» финансирование в России пока находится на стадии становления. Можно говорить о том, что к настоящему времени созданы только общие условия для формирования рынка «зеленых» облигаций. Принят и действует ряд стратегических документов, определяющих цели и задачи по переходу экономики на путь «зеленого» роста и роль финансового рынка в этом процессе. Внесены поправки в нормативные правовые акты в части регулирования рынка ценных бумаг, в частности в области секьюритизации и агрегирования активов, что важно для выпуска структурированных видов «зеленых» облигаций. Накоплен определенный опыт в разработке отраслевых стандартов в «зеленых» секторах экономики, что может помочь при разработке и внедрении стандартов «зеленых» бондов. Имеются институты (ВЭБ как банк развития), обладающие необходимым потенциалом для выпуска «зеленых» облигаций. Вместе с тем организация и развитие рынка «зеленых» облигаций предполагает выработку комплексного подхода и долгосрочной политики государственной поддержки этого рынка.

С 1 сентября 2013 г. в соответствии с указом Президента РФ[9] функции по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков выполняет Центральный банк РФ (ЦБ РФ). Отдельные функции в этой области распределены между департаментами ЦБ РФ. В его рамках в настоящий момент отсутствует структура, которая занималась бы вопросами организации и развития рынка «зеленых» облигаций. Полагаем, что данная функция может быть вменена Департаменту развития финансовых рынков ЦБ РФ в соответствии с его основными задачами.

---

[8] *So what's next? How to grow green bond markets around the world (http://www.climatebonds.net/files/files/10%20point%20policy%20guide.pdf).*

[9] *Указ Президента РФ от 25 июля 2013 г. № 645 «Об упразднении Федеральной службы по финансовым рынкам, изменении и признании утратившими силу некоторых актов Президента Российской Федерации».*

Как показывает зарубежная практика, формирование рынка «зеленых» облигаций (учитывая его особую роль в решении стратегических задач «зеленого» роста экономики) требует координации действий и соблюдения баланса интересов более широкого, чем на обычном рынке облигаций, круга стейкхолдеров. Успешное развитие рынка «зеленых» облигаций напрямую зависит от успеха проектов, которые осуществляются в «зеленых» отраслях и секторах экономики. Поэтому в число стейкхолдеров, равно как и в состав организаций, которые будут выполнять роль координатора развития рынка «зеленых» бондов в Российской Федерации, должны быть включены и органы, которые осуществляют управление этими «зелеными» отраслями (секторами), и представители компаний, работающих в данных отраслях (секторах).

В связи с этим с целью формирования и развития рынка «зеленых» облигаций было бы целесообразно создать также координационный орган (на уровне Правительства Российской Федерации) — Совет по развитию рынка «зеленых» облигаций, который бы разрабатывал предложения по созданию и развитию национального рынка «зеленых» облигаций и при этом обладал достаточными полномочиями для координации действий стейкхолдеров и стимулирования участников рынка.

Библиография

1. Федеральный закон от 21 декабря 2013 г. № 379 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».
2. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».
3. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
4. Указ Президента РФ от 25 июля 2013 г. № 645 «Об упразднении Федеральной службы по финансовым рынкам, изменении и признании утратившими силу некоторых актов Президента Российской Федерации».
5. «Финансовая двадцатка» ищет решения для роста мировой экономики // Финансы. 2016. № 3.
6. Bonds and Climate Change. The State of the Market in 2015 [Электронный ресурс] / Climate Bonds Initiative. July, 2015. Режим доступа: https://www.climatebonds.net/files/files/CBI-HSBC%20report%207July%20JG01.pdf.
7. The Financial System We Need. Aligning the Financial System with Sustainable Development / The UNEP Inquiry Report. October, 2015.
8. Green Bonds [Электронный ресурс] / ICMA. March 27, 2015. Режим доступа: http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/.
9. Green Growth and Developing Countries. Consultation Draft / OECD. June, 2012.
10. Huang Ch. From green bonds to green boom: What China's new green bond rules mean for sustainable investment [Электронный ресурс] / Trucost. Режим доступа: http://trucost.com/blog/150/China/green-bonds/guidelines.
11. Kidney S., Sonerud B., Oliver P. Growing a green bonds market in China. Key recommendations for policymakers in the context of China's changing financial landscape [Электронный ресурс] / Climate Bonds Initiative. Spring, 2015. Режим доступа: https://www.climatebonds.net.
12. Kidney S., Oliver P. Greening China's Financial Markets Growing a Green Bonds Market in China: Reducing costs and increasing capacity for green investment while promoting greater transparency and stability in financial markets [Электронный ресурс] / International Institute for Sustainable Development. February, 2014. Режим доступа: http://www.iisd.org/pdf/2014/growing_green_bonds_en.pdf.
13. Scaling up Bond Markets for Sustainable Development. A Strategic Guide for the Public Sector to Stimulate Private Sector Market Development for Green Bonds. [Электронный ресурс] / Consultation Paper. Climate Bonds Initiative. July, 2015. Режим доступа: http://www.climatebonds.net/files/files/GB-Public_Sector_Guide-Final-1A.pdf.
14. So what's next? How to grow green bond markets around the world [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.climatebonds.net/files/files/10%20point%20policy%20guide.pdf.

УДК 336.3; 336.5.02; 336.151

***Ключевые слова**:*
государственный долг, региональный долг, бюджетный кредит, коммерческие заимствования, бюджетный дефицит, сбалансированный бюджет, межбюджетные трансферты

***М. В. Мильчаков**, к. г. н.,*
регионалист-исследователь,
эксперт в сфере региональной политики и межбюджетных отношений
(e-mail: milchakovmv@mail.ru)

Региональные бюджеты: формирование государственного долга и финансирование расходов

Существенное увеличение регионального государственного долга за последние пять лет свидетельствует о том, что за отмеченный период устойчивость региональных бюджетов снизилась, возросла их зависимость от возможности привлечения и обслуживания заемных средств. При этом имеются межрегиональные различия по уровню долговой нагрузки и расчетной доле расходов, финансируемых за счет заимствований. В связи с этим особую актуальность приобретает задача по объективному анализу сложившейся ситуации и выработке дополнительных предложений по стабилизации регионального госдолга и поддержанию региональных бюджетов в сбалансированном состоянии.

Удвоение государственного долга субъектов Российской Федерации (далее — госдолг) за относительно небольшой период времени и его увеличение до 2,3 трлн руб. к началу 2016 г. сигнализирует о том, что регионы вошли в гораздо более жесткий режим формирования бюджетов, при котором налоговые и неналоговые доходы (далее — ННД), перечисляемые федеральные межбюджетные трансферты не позволяют покрывать существующие виды расходных обязательств. В связи с этим за последние несколько лет существенно повысилась роль долгового финансирования государственных расходов и привлекаемых субъектами Российской Федерации заимствований, за счет которых обеспечивается финансирование дефицитов региональных бюджетов.

Цель исследования состояла в оценке факторов существенного наращивания регионального госдолга с учетом региональных различий в бюджетно-финансовых возможностях и финансировании расходов, позволяющей сформулировать предложения по совершенствованию инструментов поддержки и решению долговой проблемы.

В связи с этим автором поставлены следующие исследовательские задачи:

— определить базовые причины увеличения регионального бюджетного дефицита и государственного долга;

— проанализировать региональные различия в формировании госдолга, определить регионы с наиболее кризисной ситуацией;

— рассмотреть направления использования заемных средств, в т. ч. для финансирования бюджетных расходов;

— рассмотреть федеральные механизмы поддержки регионов в условиях увеличения госдолга;

— сформулировать предложения по повышению устойчивости региональных бюджетов и снижению долговой нагрузки в сложившейся ситуации.

В статье проведен количественный анализ динамики госдолга и других параметров бюджетов субъектов Российской Федерации как для самостоятельного уровня бюджетной системы. Местные бюджеты целесообразно рассматривать отдельно, учитывая, что они формируют другой самостоятельный сложноорганизованный уровень в структуре бюджетной системы Российской Федерации. Такой подход позволяет сфокусировать внимание на проблемах сбалансированности именно региональных бюджетов, снизив риск возможных статистических искажений и двойного счета[1].

Первичный анализ показывает, что рост регионального госдолга существенно ускорился после 2011 г. В связи с этим в статье основной анализ изменений проводится за период с 2011 по 2015 г., а 2011 г. принимается за важный реперный рубеж.

Согласно ст. 95 Бюджетного кодекса Российской Федерации в источниках финансирования дефицита бюджета субъекта Российской Федерации учитываются, среди прочего, разница между средствами от размещения и погашения государственных ценных бумаг, разница между полученными и погашенными кредитами кредитных организаций, бюджетными кредитами, кредитами международных финансовых организаций, изменение остатков средств на счетах, а также иные источники (поступления от продажи акций и иных форм участия в капитале, объем средств на исполнение гарантий, разница между получением и возвратом бюджетных кредитов из регионального бюджета другим уровням бюджетной системы и пр.).

В рамках данной работы под терминами «заимствования», «заемные средства», «привлеченные средства» понимается сумма долговых обязательств субъектов Российской Федерации в виде обязательств по бюджетным кредитам и коммерческим заимствованиям. Под терминами «коммерческие заимствования», «рыночные заимствования», «рыночная задолженность» подразумевается сумма долговых обязательств регионов в виде обязательств по государственным ценным бумагам и кредитам, полученным субъектом Российской Федерации от кредитных организаций, иностранных банков и международных финансовых организаций.

Соответственно, в 2011–2015 гг. финансирование дефицита региональных бюджетов обеспечивалось преимущественно за счет заимствований, в 2013 г. регионы финансировали дефицит также за счет масштабного сокращения остатков средств на счетах по учету средств бюджета.

Расчеты и количественные оценки произведены на основе открытых официальных статистических данных Минфина России, Федерального казначейства и Росстата.

ДИНАМИКА РЕГИОНАЛЬНОГО ГОСДОЛГА И ОБЩИЕ ФАКТОРЫ ЕГО ФОРМИРОВАНИЯ В 2011–2015 ГГ.

Формирование госдолга и определение дефицита регионального бюджета осуществляется субъектами РФ с учетом ряда ограничений. Во-первых, Бюджетным кодексом РФ устанавливается предельный уровень госдолга и бюджетного дефицита для регионов в зависимости от доли дотаций в доходах. Для регионов, в бюджетах которых доля дотаций из федерального бюджета в течение двух из трех последних отчетных финансовых лет

[1] *При этом объем долга муниципальных образований за последние годы также демонстрировал тенденцию к увеличению и на начало 2016 г. составил 341,3 млрд руб.*

превышала 40 % объема собственных доходов консолидированного бюджета, дефицит и госдолг не должны превышать 10 и 50 % соответственно годового объема доходов без учета безвозмездных поступлений[2] (далее — БП), для остальных регионов дефицит и госдолг не должны превышать 15 и 100 % соответственно годового объема доходов без учета БП[3]. Кроме того, уровень расходов на обслуживание госдолга не должен превышать 15 % расходов (за вычетом субвенций). Применение указанных ограничений осуществляется с временным послаблением: объем госдолга и размер дефицита могут превысить отмеченные лимиты на сумму привлеченных бюджетных кредитов до 1 января 2018 г. и до 1 января 2017 г. соответственно.

Во-вторых, в случае если регионы используют механизм бюджетного кредитования, к ним предъявляются дополнительные требования. Так, Правила предоставления (использования, возврата) из федерального бюджета бюджетам субъектов Российской Федерации бюджетных кредитов на 2016 г. в качестве условий при предоставлении бюджетного кредита устанавливают необходимость неувеличения и сокращения общего объема госдолга, поэтапное снижение суммы коммерческих заимствований, а также удержание уровня дефицита в пределах 10 %[4].

Параметры дефицита и госдолга региональных бюджетов зависят преимущественно от степени сбалансированности расходной и доходной составляющих, состояния региональной экономики и затратной специфики территорий. Установленная система бюджетных ограничителей снижает риски нарушения устойчивости региональных бюджетов при сохранении возможности привлечения дополнительного финансового ресурса для финансирования приоритетных расходов. В российских условиях на региональном уровне не в полной мере реализован принцип, согласно которому текущие расходы покрываются за счет налогов, а капитальные — займами. Суть этого принципа состоит в том, что только перспектива получения выгод в периоды, следующие за периодом расходов, оправдывает перенос в будущее издержек по погашению и обслуживанию привлеченных заимствований[5].

За 2012–2015 гг. накопленный совокупный разрыв между доходами и расходами региональных бюджетов в текущих ценах составил 1,35 трлн руб. В 2015 г. по сравнению с 2011-м прирост расходов в номинальном выражении составил 25,3 % (без регионов Крымского федерального округа — 23,5 %). Опираясь на данные Федерального казначейства, можно предположить, что в 2015 г. регионы активно оптимизировали бюджетные траты. Так, за 2015 г. прирост расходов по сравнению с предыдущим годом составил лишь 1,3 %, что существенно ниже годовых показателей прироста предшествующих лет.

В 2011–2015 гг. опережающими темпами росли расходы на образование (прирост на 59,9 %), здравоохранение (40,1 %), обслуживание государственного долга (83,1 %). В совокупности по двум выделенным «социальным» направлениям расходы возросли примерно на 1 трлн руб. (65 % совокупного прироста расходов). Данные изменения в целом корреспондируют с Программой поэтапного совершенствования системы оплаты труда в государственных (муниципальных) учреждениях на 2012–2018 гг. Планировалось, что за счет средств консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации на 2013–2018 гг. потребуется 3671 млрд руб. для повышения оплаты труда отдельным категориям работников, определенным указами Президента Российской Федерации

---

[2] *Согласно приказу Минфина России от 29.10.2015 № 409 «Об утверждении перечней субъектов РФ в соответствии с положениями пункта 5 статьи 130 Бюджетного кодекса РФ» в данную группу на 2016 г. включены 8 субъектов РФ.*

[3] *Бюджетный кодекс Российской Федерации (ст. 92.1, 107 и 130).*

[4] *Постановление Правительства Российской Федерации от 27 января 2016 г. № 40 «Об утверждении Правил предоставления (использования, возврата) из федерального бюджета бюджетам субъектов Российской Федерации бюджетных кредитов на 2016 год».*

[5] *Алехин Б. И. Государственный долг: учебное пособие. М.: Юнити-Дана, 2007. С. 62–63.*

от 7 мая 2012 г. № 597 и от 1 июня 2012 г. № 761[6], в т. ч. в 2013 г. — 259,5 млрд руб., в 2014 г. — 348,6 млрд руб., в 2015-м — 484,4 млрд руб.[7]

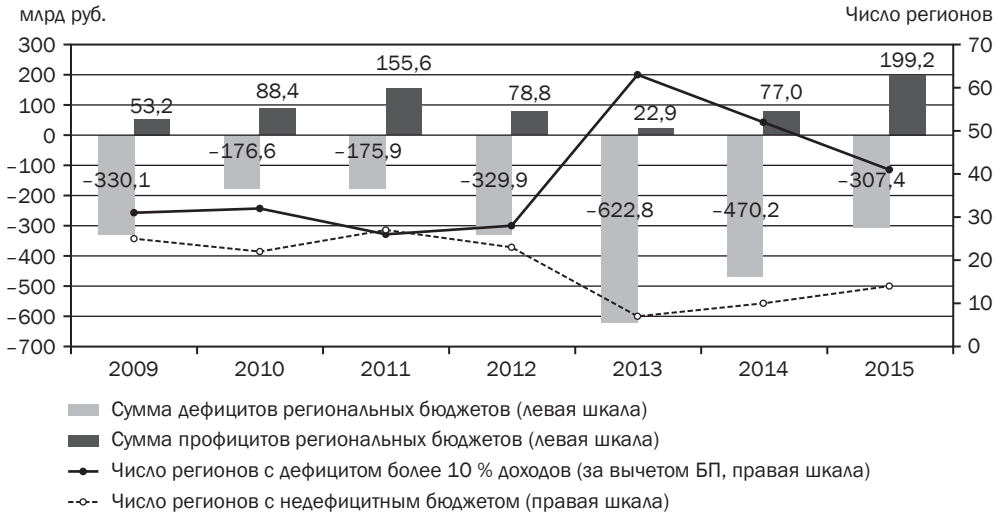
При этом объем инвестиций в основной капитал за счет бюджетов субъектов Российской Федерации в номинальном выражении в 2014 г. составил 867,7 млрд руб., что было ниже уровня 2011 г. (871,8 млрд руб.). Доля инвестиций из региональных бюджетов в общей сумме инвестиций в основной капитал сократилась с 7,9 % в 2011 г. до 6,4 % в 2014-м. Таким образом, в условиях наращивания региональных дефицитов происходило опережающее увеличение текущих «социальных» расходов при оптимизации региональных инвестиционных программ.

Прирост доходов бюджетов субъектов Российской Федерации за 2011–2015 гг. в текущих ценах составил 24 % (без регионов Крымского федерального округа — 22,3 %). ННД (без учета доходов Республики Крым и г. Севастополя) увеличились на 33,4 %, но 60 % этого прироста концентрировалось в 12 регионах. Объем БП за отмеченный период в номинальном выражении сократился на 4,4 %. При этом сумма нецелевой финансовой помощи в форме дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности и дотаций на сбалансированность за 2011–2015 гг. в текущих ценах увеличилась лишь на 16,1 %, а за вычетом Крымского федерального округа — на 2,1 %.

Опережающее увеличение региональных социальных расходов в сравнении с доходами, увеличение количества регионов — получателей значительной федеральной финансовой помощи в форме дотаций обусловили необходимость привлечения дополнительных заемных средств для финансирования дефицитов региональных бюджетов. Начальная фаза разбалансировки региональных бюджетов пришлась на 2012 г., когда их совокупный дефицит достиг уровня 2009 г. и составил около 330 млрд руб. (рис. 1).

Рисунок 1

Дефицит и профицит бюджетов субъектов Российской Федерации



Источник: составлено автором по данным Федерального казначейства.

---

[6] *Указы Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 г. № 597 «О мероприятиях по реализации государственной социальной политики», от 1 июня 2012 г. № 761 «О национальной стратегии действий в интересах детей на 2012–2017 годы».*

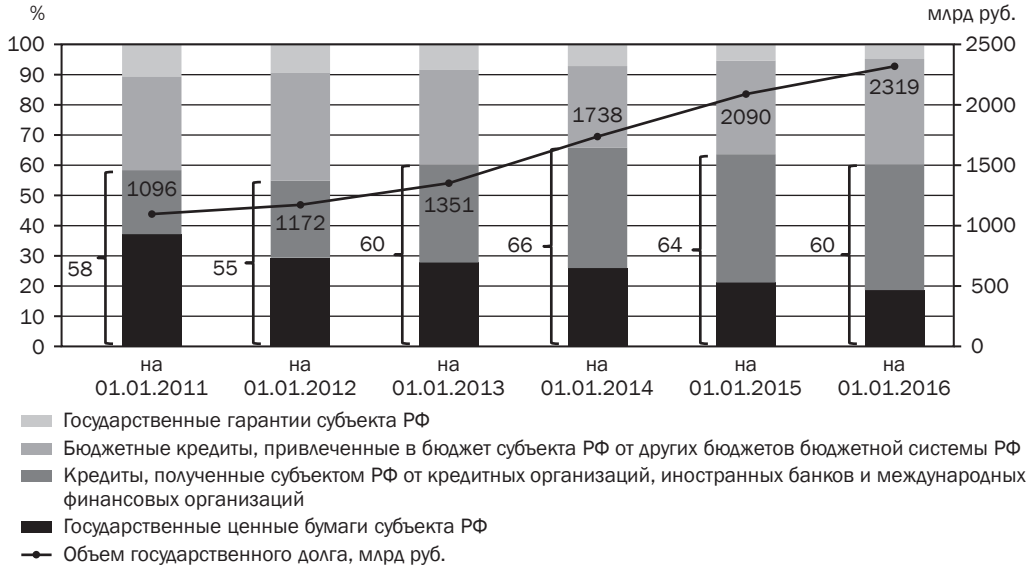
[7] *Распоряжение Правительства Российской Федерации от 26 ноября 2012 г. № 2190-р «Об утверждении Программы поэтапного совершенствования системы оплаты труда в государственных (муниципальных) учреждениях на 2012–2018 годы». Объемы финансирования определены по данным органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации.*

Пиковый уровень разбалансировки с максимальным суммарным региональным дефицитом был достигнут в 2013 г. В результате произошел скачкообразный рост количества регионов с дефицитом, превышающим 10 % доходов без учета БП (в 2013 г. — 63 региона); до 10–14 сократилось число недефицитных регионов. В 2012 г. объем регионального дефицита к ВВП составил 0,4 %, в 2013-м — 0,91 %, в 2014-м — 0,55 %. Для сравнения, в других государствах с федеративным устройством в 2013 г. данный показатель по субнациональным бюджетам (с учетом местных бюджетов) составлял: в Канаде — 2,9 %, в США — 1,4 %, в Австрии — 0,3 %; в Германии отмечался профицит субнациональных бюджетов на уровне 0,1 % ВВП[8].

В течение 2005–2008 гг. региональный долг увеличивался сравнительно небольшими темпами, прирост долга в основном обеспечивался увеличением задолженности по ценным бумагам[9]. Активное привлечение заимствований для финансирования регионального дефицита в последующий период обусловило аккумулирование госдолга субъектов Российской Федерации (рис. 2). За 2013 г. прирост госдолга составил около 1/3 к уровню предыдущего года, за 2014-й — 1/5, за 2015-й — около 10 %. В структуре госдолга возросла доля коммерческих заимствований, наибольшей величины она достигла по итогам 2013 г. — 66 %. В результате реализации мер по увеличению объема бюджетных кредитов из федерального бюджета и замещению ими коммерческих заимствований за 2014 и 2015 гг. доля рыночных заимствований в структуре госдолга снизилась. В объеме коммерческих заимствований усилилась роль кредитов от кредитных организаций при относительном снижении значимости государственных ценных бумаг.

Рисунок 2

Структура государственного долга субъектов Российской Федерации



Источник: составлено автором по данным Минфина России и Федерального казначейства.

Существенное увеличение госдолга помимо увеличения рисков для устойчивого исполнения бюджетов способно вызывать еще ряд негативных явлений. Среди них можно

---

[8] *Subnational Governments in OECD Countries: Key Data. 2015 edition / OECD.*

[9] *Мамедов А. А., Авксентьев Н. А. Региональный и муниципальный долг субъектов Российской Федерации: ретроспективный анализ и перспективы // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4. С. 68.*

выделить фискальное вытеснение, связанное с сокращением частных инвестиций и уменьшением производительного потенциала[10]. Кроме того, необходимость погашения долга и его обслуживания в дальнейшем может вызывать увеличение налогового бремени и снижение потребления за счет роста мертвого груза налогообложения[11].

Таким образом, к основным причинам наращивания регионального бюджетного дефицита и госдолга следует отнести опережающий рост расходов по сравнению с динамикой доходов, сокращение за последние годы общего объема безвозмездных поступлений и увеличение числа регионов — крупных получателей финансовой помощи. Повышенные риски для региональных финансов связаны с тем, что увеличение социальных расходов и их финансирование за счет дополнительных займов имеет не временный характер, а замедление финансирования региональной инфраструктуры консервирует проблему модернизации основных фондов. Как было показано выше, предпринятые в 2015 г. меры по оптимизации расходов бюджетов субъектов РФ позволили сократить дефицит и снизить темпы роста госдолга.

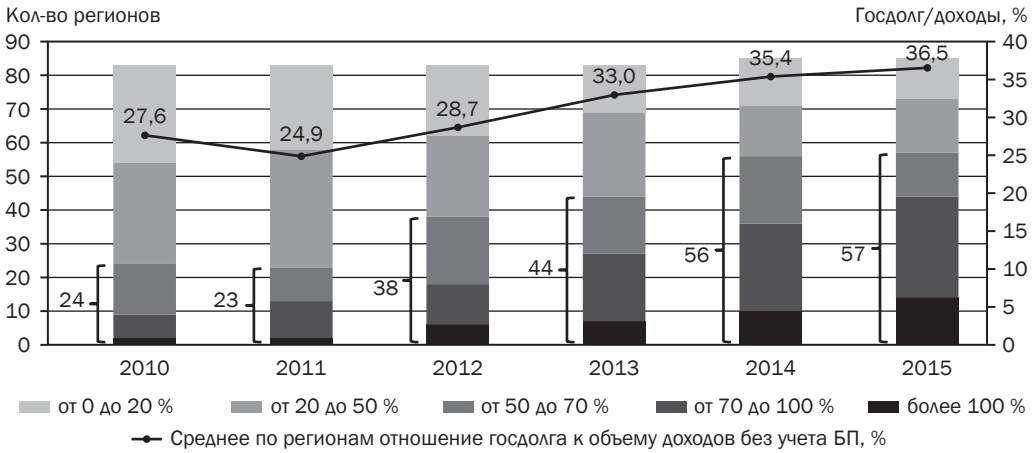
РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ В ФОРМИРОВАНИИ ГОСДОЛГА И ИСПОЛЬЗОВАНИИ ЗАЕМНЫХ СРЕДСТВ ДЛЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ РАСХОДОВ

Условия формирования региональных бюджетов, рассмотренные в первой части настоящей статьи, обусловили активное увеличение долговой нагрузки в 2012–2014 гг. Отношение госдолга к объему доходов региональных бюджетов (за вычетом БП) к 2016 г. по сравнению с началом 2012-го увеличилось на 11,7 процентного пункта (далее — п. п.) и составило 36,5 % (рис. 3). Если в 2011 г. примерно у трети регионов уровень госдолга превышал 50 % доходов (без учета БП), то в 2015-м таких регионов было уже более 2/3 от их общего числа.

Основной объем госдолга приходится на крупные развитые регионы. В 2015 г. 12 регионов концентрировали 43,8 % совокупного госдолга субъектов Российской Федерации, в т. ч. г. Москва — 7,7 %, Краснодарский край — 6,5 %, Московская область — 4,9 %.

Рисунок 3

Распределение регионов по уровню госдолга к доходам бюджета без учета БП от других уровней бюджетной системы



Примечание: данные за 2014–2015 гг. приведены с учетом Республики Крым и г. Севастополя.
Источник: составлено автором по данным Минфина России и Федерального казначейства.

[10] *Алехин Б. И. Государственный долг. С. 42.*
[11] *Там же. С. 58.*

В 2015 г. у 14 регионов объем госдолга превышал совокупный объем ННД. Эти регионы различаются по уровню социально-экономического развития, но имеют и ряд общих особенностей формирования госдолга (табл. 1).

Бюджетные расходы выделенных регионов на душу населения, за исключением Еврейской автономной области и Чукотского автономного округа, ниже аналогичного среднего показателя по субъектам Российской Федерации. У шести регионов из выделенной группы он составлял 50–70 % от среднероссийского значения. В связи этим у данной группы регионов ограничены возможности по поддержанию бюджетной сферы и финансированию бюджетных услуг, имеются повышенные риски нарушения сбалансированности бюджетов.

Вместе с тем большинство субъектов Российской Федерации с максимальным уровнем госдолга в 2015 г. объединял опережающий рост бюджетных расходов относительно доходов. К примеру, разрыв между приростом расходов и доходов в 2015 г. по сравнению с 2011-м в номинальном выражении по Республике Ингушетия составил 16,1 п. п., Смоленской области — 11,3 п. п., Республике Карелия — 10,5 п. п., Забайкальскому краю — 9,3 п. п., Псковской области — 8,8 п. п., Костромской области — 7,7 п. п. (средний по субъектам Российской Федерации показатель — 1,3 п. п.). Ускоренный рост расходов в отмеченных регионах имел особенности в отраслевом разрезе. Так, в Республике Ингушетия наблюдалась опережающая динамика расходов в сфере здравоохранения и социальной политики (прирост на 148,3 % и 53,1 % соответственно в текущих ценах в 2015 г. по сравнению с 2011-м), в Смоленской области — в сфере образования и поддержки муниципалитетов (75,1 % и 33,9 %), в Республике Карелия — в сфере жилищно-коммунального хозяйства (36,8 % при среднероссийском сокращении на 7,5 %), в Забайкальском крае — в сфере развития национальной экономики и жилищно-коммунального хозяйства (58,6 % и 63,1 % соответственно), в Костромской области — в сфере образования и здравоохранения (76,9 % и 68,1 % соответственно).

Половина регионов характеризовалась относительно высоким базовым уровнем госдолга к доходам (без учета БП). В частности, высокий показатель долговой нагрузки в 2011 г. имели республики Мордовия, Марий Эл и Северная Осетия — Алания, Костромская, Смоленская, Астраханская и Саратовская области (у большинства госдолг к доходам, за вычетом БП, составлял более 70 % при среднероссийском показателе 24,9 %). У трех регионов с максимальной долговой нагрузкой ситуация была осложнена заметным сокращением БП.

Таблица 1

Бюджетно-финансовое положение субъектов Российской Федерации с максимальным уровнем долговой нагрузки относительно доходов (без учета БП) по состоянию на 2015 г.

Наименование субъекта РФ	Госдолг к доходам без учета БП		Прирост госдолга за 2011–2015 гг., п. п.	Доля бюджетных кредитов в структуре госдолга, %		Изменение параметров бюджетов субъектов РФ за 2011–2015 гг., %			Объем бюджетных расходов на душу населения, тыс. руб. на чел.
	2011	2015		2011	2015	доходов	расходов	БП	
Республика Мордовия	175,2	182,50	7,31	54,4	52,5	12,3	4,0	-26,4	48,4
Костромская обл.	96,9	136,70	39,77	22,2	42,6	14,6	22,2	-13,3	34,6
Смоленская обл.	70,3	121,39	51,10	58,8	54,5	17,6	28,9	-32,2	40,5
Республика Карелия	43,8	119,58	75,77	22,9	42,4	3,0	13,5	13,1	49,5
Республика Северная Осетия — Алания	118,4	119,14	0,72	58,9	90,0	24,8	20,1	17,8	31,2
Республика Хакасия	38,3	116,77	78,42	21,0	19,9	53,6	57,3	80,0	53,5
Республика Ингушетия	2,6	113,34	110,77	91,3	100,0	37,1	53,2	39,2	54,8

Наименование субъекта РФ	Госдолг к доходам без учета БП		Прирост госдолга за 2011–2015 гг., п. п.	Доля бюджетных кредитов в структуре госдолга, %		Изменение параметров бюджетов субъектов РФ за 2011–2015 гг., %			Объем бюджетных расходов на душу населения, тыс. руб. на чел.
	2011	2015		2011	2015	доходов	расходов	БП	
Астраханская обл.	98,7	111,36	12,64	22,8	42,7	23,9	29,3	-25,3	33,7
Еврейская АО	31,7	109,48	77,83	91,0	44,1	33,7	37,7	17,6	60,6
Забайкальский край	30,6	107,21	76,61	34,3	39,4	16,9	26,2	13,8	46,6
Республика Марий Эл	69,2	106,07	36,88	32,2	26,5	27,3	31,8	11,8	37,7
Саратовская обл.	78,1	101,54	23,45	18,3	47,9	20,8	14,6	8,9	30,8
Чукотский АО	21,7	100,90	79,23	97,6	85,3	44,5	41,4	64,7	474,7
Псковская обл.	43,5	100,69	57,16	46,5	38,5	-2,5	6,3	-24,3	37,8
Среднее значение по субъектам РФ	24,9	36,5	11,67	31,0	34,9	24,0	25,3	-4,4	55,7

Источник: составлено автором по данным Минфина России и Федерального казначейства.

По данным табл. 1 также видно, что у части регионов максимальный вес в госдолге занимают бюджетные кредиты. У пяти регионов их доля в структуре госдолга в 2015 г. составляла более 50 %, в т. ч. у Республики Ингушетия — 100 %. Однако в республиках Марий Эл и Хакасия объем рыночных заимствований в госдолге в 2015 г. достигал 73 и 79,2 % соответственно, что выше среднего значения по регионам России (60,3 %). У регионов, имеющих значительную долговую нагрузку в форме коммерческих заимствований, выше и бремя расходов по обслуживанию заимствований (табл. 2).

Таблица 2

Отдельные параметры бюджетов субъектов Российской Федерации с максимальным уровнем долговой нагрузки в виде коммерческих заимствований относительно доходов (без учета БП) по состоянию на 2015 г.

Наименование субъекта РФ	Объем коммерческой задолженности относительно доходов (без учета БП), %		Прирост долговой нагрузки в виде коммерческих заимствований относительно доходов (без учета БП) за 2011–2015 гг., п. п.	Доля расходов по обслуживанию государственных заимствований в общем объеме расходов, %	
	2011	2015		2011	2015
Республика Хакасия	30,8	92,5	61,7	0,9	3,9
Ивановская область	39,4	85,9	46,5	0,8	3,4
Республика Мордовия	43,4	79,7	36,4	1,0	3,7
Костромская область	72,3	78,4	6,1	2,9	5,0
Республика Марий Эл	46,9	77,5	30,6	1,6	3,5
Омская область	39,2	71,2	32,0	1,2	3,4
Среднее значение по субъектам РФ	13,7	22,0	8,4	1,1	1,6

Источник: составлено автором по данным Минфина России и Федерального казначейства.

Зависимость финансирования региональных расходов за счет привлечения рыночных заимствований сохраняется на высоком уровне, хотя за 2015 г. на фоне увеличения суммы бюджетных кредитов, предоставляемых из федерального бюджета, объем привлеченных коммерческих заимствований снизился. В 2011 г. субъекты Российской Федерации привлекли 0,36 трлн руб. в виде коммерческих заимствований, в 2013 г. — 0,85 трлн руб., в 2014-м — 1,14 трлн руб., в 2015-м — 1,07 трлн руб.

Тем не менее количество регионов с максимальным объемом коммерческих заимствований по отношению к доходам (без учета безвозмездных поступлений) ежегодно

увеличивалось. В 2015 г. у 25 субъектов Российской Федерации этот показатель превысил 50 % (рис. 4), а у шести — 70 %. Причем по всем выделенным шести регионам в 2011 г. этот показатель был на относительно высоком уровне и превышал среднероссийское значение. Среди них наиболее активное наращивание долговой нагрузки в виде коммерческих заимствований отмечалось в Республике Хакасия, Ивановской области и Республике Мордовия.

Рисунок 4

Изменение долговой нагрузки в форме коммерческой задолженности по субъектам Российской Федерации

Источник: составлено автором по данным Минфина России и Федерального казначейства.

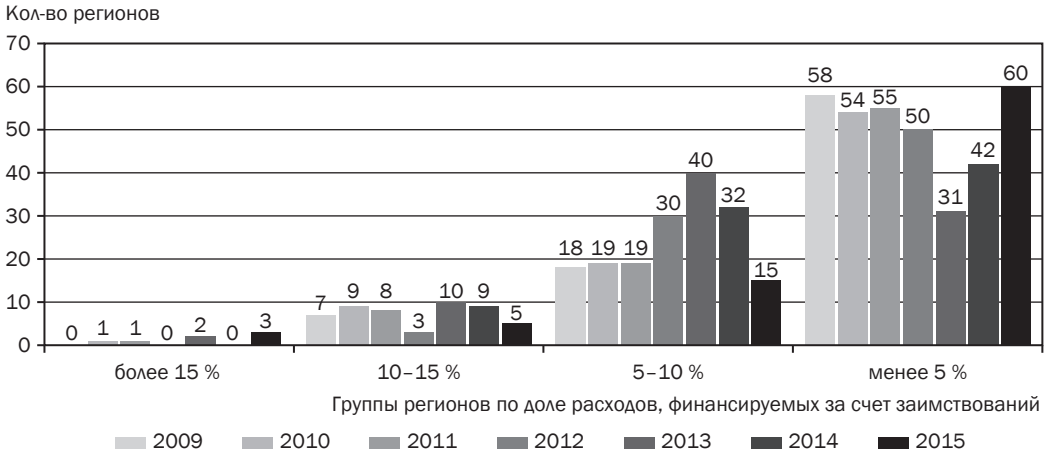
В результате наращивания коммерческих заимствований возросли затраты субъектов Российской Федерации на обслуживание долговых обязательств. По итогам 2013 г. регионы израсходовали по данному направлению около 79 млрд руб., в 2014-м — 107,2 млрд руб., в 2015-м — 128,5 млрд руб. В шести регионах доля расходов на обслуживание госдолга в общем объеме расходов составила 4 % и более, в т. ч. в Астраханской области указанный показатель составил 6,2 % (максимальный уровень).

В теории заемные средства, привлекаемые на финансирование регионального дефицита, могут использоваться по трем направлениям: на рефинансирование и погашение ранее взятых обязательств, на их обслуживание (к примеру, выплата процентов) и собственно на финансирование бюджетных расходов (не связанных с обслуживанием госдолга). Анализ использования привлекаемых заемных ресурсов показал, что на фоне ежегодного роста объема госдолга возможности финансирования расходов за счет привлечения заимствований снижаются. Если в 2013 г. доля заемных средств, которую возможно использовать для финансирования расходов (за вычетом расходов по обслуживанию госдолга), в среднем по регионам России составляла 29,4 %, то в 2014 г. — 12,7 %, в 2015-м — лишь 4,9 %. Соответственно, все большая доля привлеченных средств при сохраняющемся увеличении регионального госдолга расходуется на рефинансирование долговых обязательств и обслуживание госдолга. Отчасти это может быть следствием активизации мер по оптимизации региональных расходов и рефинансированию госдолга в 2015 г. В 2011 и 2013 гг. более 20 регионов имели возможность направлять свыше 60 % привлеченных средств для финансирования расходов, в 2015 г. таких регионов оказалось только два. Количество субъектов Российской Федерации с минимальными возможностями использования заемных средств для финансирования расходов увеличилось с 12 в 2013 г. до 54 в 2015-м.

При сохраняющейся высокой региональной долговой нагрузке отмечается сокращение суммы привлеченных заемных средств, которые могут быть направлены на финансирование региональных расходов, относительно общего объема этих расходов. Другими словами, при всей значимости заимствований сокращается их роль именно в части финансирования региональных расходов (не связанных с обслуживанием госдолга). Так, в 2013 г. расчетная фактическая доля расходов (за вычетом расходов на обслуживание госдолга), которую возможно финансировать за счет заемных средств, составляла 3,95 %, в 2014 г. — 3,05 %, а в 2015-м — лишь 1,39 %. Количество регионов, в которых эта доля составляет менее 5 %, увеличилось с 31 в 2013 г. до 60 в 2015-м (рис. 5). При этом в республиках Мордовия и Хакасия, а также в Магаданской области этот показатель составляет более 15 %.

Рисунок 5

Дифференциация регионов по доле расходов бюджетов (за вычетом расходов на обслуживание госдолга), которую возможно финансировать за счет привлеченных заемных средств



Источник: составлено автором по данным Минфина России и Федерального казначейства.

Общий расчетный объем средств, который привлекается субъектами РФ на долговом рынке и может использоваться для финансирования региональных расходов, по итогам 2012 г. составил 114,6 млрд руб., 2013 г. — 291,1 млрд руб., 2014-го — 242,0 млрд руб., 2015-го — 111,5 млрд руб. Значения этого показателя отражают динамику разбалансировки между региональными бюджетными доходами и расходами, покрываемую за счет заемных средств, под влиянием индуцированного опережающего роста региональных расходов и сокращения общего объема БП за последние несколько лет.

Таким образом, за 2012–2015 гг. долговая проблема затронула около 2/3 регионов, в структуре их госдолга увеличилась доля более дорогих коммерческих кредитов. Наиболее остро вопрос повышенной долговой нагрузки характерен для 14 регионов, в которых при опережающем росте расходов, частично компенсируемых федеральными межбюджетными трансфертами, в 2012–2013 гг. происходило активное привлечение заимствований. Бюджетные риски таких регионов связаны с ограничениями по оптимизации расходов ввиду относительно невысокого уровня их бюджетной обеспеченности.

Возможность использования привлекаемых средств непосредственно для финансирования расходов за 2013–2015 гг. снизилась в шесть раз — до расчетной доли 5 %. В 2015 г. примерно у трети регионов от 5 до 20 % расходов, не связанных с обслуживанием госдолга, финансировалось за счет использования возвратных средств.

В 2014–2015 гг. темпы увеличения регионального госдолга замедлились, сократились объемы привлекаемых коммерческих заимствований. Это было как следствием внедрения более консервативных подходов при планировании расходов, так и результатом усиления мер государственной поддержки на федеральном уровне.

ФЕДЕРАЛЬНЫЕ МЕРЫ ПОДДЕРЖКИ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО ПРИМЕНЕНИЮ ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПОМОЩИ РЕГИОНАМ

В условиях увеличения разбалансировки региональных бюджетов и удорожания заемных ресурсов на долговом рынке на федеральном уровне в 2014–2015 гг. был принят пакет мер по смягчению проблемы финансирования региональных дефицитов и погашения заимствований.

Во-первых, более чем в два раза увеличен объем предоставляемых из федерального бюджета бюджетных кредитов регионам, в августе 2015 г. смягчены условия их предоставления. Если в 2011–2012 гг. их объем составлял около 130,0 млрд руб., то в 2015–2016 гг. — уже 310,0 млрд руб. Из 310 млрд руб., предусмотренных на 2016 г., решениями трехсторонней комиссии по вопросам межбюджетных отношений в 2015 г. распределены лимиты на сумму 240 млрд руб.

При этом в 2014–2016 гг. введена возможность увеличения бюджетных ассигнований для предоставления бюджетных кредитов в течение финансового года за счет поступлений от возврата бюджетных кредитов, предоставленных региональным бюджетам ранее. За счет этого в 2014 г. объем бюджетных ассигнований увеличен на 20,0 млрд руб., в 2015 г. — на 32 млрд руб. Если в 2011–2013 гг. плата за пользование бюджетным кредитом на покрытие дефицита и временного кассового разрыва составляла 1/3–1/2 ставки рефинансирования Центрального банка РФ, то в 2014–2016 гг. — 0,1 % годовых. Это позволило уменьшить расходы регионов на обслуживание бюджетных кредитов.

Как было отмечено, во второй половине 2015 г. были установлены более щадящие условия предоставления бюджетных кредитов: появилась возможность привлечения новых бюджетных кредитов для рефинансирования ранее полученных бюджетных кредитов, установлены менее жесткие требования по поэтапному сокращению рыночной задолженности[12]. Согласно внесенным в Бюджетный кодекс РФ изменениям предельный срок предоставления бюджетных кредитов регионам был увеличен с трех до пяти лет[13].

По линии Федерального казначейства также осуществляется предоставление регионам «коротких» бюджетных кредитов для пополнения остатков средств на счетах бюджетов субъектов Российской Федерации, предельный срок погашения которых был увеличен в 2015 г. с 30 до 50 дней[14].

Во-вторых, Правительством Российской Федерации в 2015 г. принято решение о конвертации долгов ряда субъектов Российской Федерации перед федеральным бюджетом из иностранной валюты в валюту Российской Федерации по льготному курсу[15].

В-третьих, произведена реструктуризация бюджетных кредитов, предоставленных субъектам Российской Федерации в 2013–2014 гг. на подготовку к Олимпийским играм

---

[12] *Постановление Правительства Российской Федерации от 25 августа 2015 № 886 «О внесении изменений в некоторые акты Правительства Российской Федерации».*

[13] *Федеральный закон от 30 сентября 2015 г. № 273-ФЗ «Об особенностях составления и утверждения проектов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации на 2016 год, о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившей силу статьи 3 Федерального закона "О приостановлении действия отдельных положений Бюджетного кодекса Российской Федерации"».*

[14] *Федеральный закон от 14 декабря 2015 № 381-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации».*

[15] *Распоряжение Правительства Российской Федерации от 5 августа 2015 г. № 1506-р.*

2014 г., а также на строительство, ремонт и содержание автомобильных дорог общего пользования.

Вышеуказанный комплекс мер способствовал смягчению долговой проблемы. В частности, как уже было отмечено, в 2015 г. снизился общий объем привлекаемых коммерческих заимствований, их доля в общей структуре регионального госдолга по итогам 2014–2015 гг. уменьшилась. Отчасти это также результат того, что соглашения о предоставлении бюджетных кредитов накладывают на субъекты Российской Федерации обязательства по фиксации и (или) снижению регионального дефицита и госдолга, в т. ч. его коммерческой составляющей. Однако следует отметить, что при определенных обстоятельствах эти «дисциплинирующие» ограничения в случае их нарушения могли еще более усугубить положение отдельных регионов, поскольку субъекты Российской Федерации были вынуждены обеспечивать досрочный возврат суммы средств, использованных с нарушением условий предоставления бюджетного кредита. Соответственно, регион мог в дальнейшем воспользоваться бюджетным кредитованием только в случае выполнения данного требования.

Кроме того, по информации Минфина России, замещение рыночных заимствований бюджетными кредитами позволило регионам сэкономить на обслуживании долговых обязательств. В частности, согласно оценке Минфина России, экономия за 2015 г. составила около 50 млрд руб. относительно объемов, предусмотренных в утвержденных бюджетах[16].

С учетом проведенного в данной статье анализа можно определить, что создание условий для сокращения долговой нагрузки субъектов Российской Федерации возможно в случае решения вопроса об источниках финансирования (компенсации) региональных расходов в объеме около 100 млрд руб., которые в условиях 2015 г. покрывались исключительно за счет заимствований.

С учетом ограниченных возможностей по поддержанию сбалансированности региональных бюджетов за счет увеличения ННД и (или) существенного сокращения расходов, одно из решений может предусматривать реализацию следующих дополнительных мер:

— увеличение дотаций на поддержку мер по обеспечению сбалансированности субъектов Российской Федерации для оказания помощи наиболее нуждающимся регионам;

— адресное софинансирование региональных расходов за счет предоставления межбюджетных субсидий по наиболее «дефицитным» приоритетным направлениям;

— введение более жестких требований по оптимизации неэффективных расходов и мобилизации доходов регионами, получающими значительную федеральную финансовую помощь, а также оказание им соответствующей методической поддержки.

В отношении остатка непогашенной задолженности целесообразно продолжить последующее замещение коммерческих заимствований бюджетными кредитами, а затем рассмотреть вопрос об их льготной реструктуризации.

Также представляется целесообразным на основе инвентаризации региональных полномочий и расходных обязательств скорректировать подходы к определению минимального объема финансовой помощи, необходимой для поддержания бюджетов субъектов Российской Федерации в сбалансированном состоянии.

---

[16] *Ерошкина Л. А. Регионы поддержат кредитами // Бюджет. 2015. № 12.*

Библиография

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации.
2. Федеральный закон от 14 декабря 2015 г. № 381-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации».
3. Федеральный закон от 30 сентября 2015 г. № 273-ФЗ «Об особенностях составления и утверждения проектов бюджетов бюджетной системы Российской Федерации на 2016 год, о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившей силу статьи 3 Федерального закона "О приостановлении действия отдельных положений Бюджетного кодекса Российской Федерации"».
4. Указ Президента Российской Федерации от 7 мая 2012 г. № 597 «О мероприятиях по реализации государственной социальной политики».
5. Указ Президента Российской Федерации от 1 июня 2012 г. № 761 «О национальной стратегии действий в интересах детей на 2012–2017 годы».
6. Постановление Правительства Российской Федерации от 27 января 2016 г. № 40 «Об утверждении Правил предоставления (использования, возврата) из федерального бюджета бюджетам субъектов Российской Федерации бюджетных кредитов на 2016 год».
7. Постановление Правительства Российской Федерации от 25 августа 2015 г. № 886 «О внесении изменений в некоторые акты Правительства Российской Федерации».
8. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 5 августа 2015 г. № 1506-р.
9. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 26 ноября 2012 г. № 2190-р «Об утверждении Программы поэтапного совершенствования системы оплаты труда в государственных (муниципальных) учреждениях на 2012–2018 годы».
10. Приказ Минфина России от 29.10.2015 № 409 «Об утверждении перечней субъектов Российской Федерации в соответствии с положениями пункта 5 статьи 130 Бюджетного кодекса Российской Федерации».
11. Алехин Б. И. Государственный долг. Пособие для студентов Академии бюджета и казначейства. М.: Юнити-Дана, 2007.
12. Ерошкина Л. А. Регионы поддержат кредитами // Бюджет. 2015. № 12.
13. Мамедов А. А., Авксентьев Н. А. Региональный и муниципальный долг субъектов Российской Федерации: ретроспективный анализ и перспективы // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4.
14. Subnational Governments in OECD Countries: Key Data. 2015 edition / OECD.

УДК 336.717

***Ключевые слова**:*
евровалютный банкинг,
финансовое посредничество,
портфельная теория,
монетарная политика,
финансовая стабильность,
резервные требования

***Е. А. Богданюк**,*
науч. сотр. Центра изучения проблем центральных банков
Института прикладных экономических исследований РАНХиГС
(e-mail: bogdanyuk-ea@ranepa.ru)

***П. В. Трунин**, к. э. н.,*
вед. науч. сотр. Центра изучения проблем центральных банков
Института прикладных экономических исследований РАНХиГС
(e-mail: pt@ranepa.ru)

Развитие рынка евровалютного банкинга в мировой экономике

Стремительное развитие рынка евровалютного банкинга началось приблизительно со второй половины XX века при постепенной либерализации операций с капиталом в развитых и несколько позже в развивающихся странах. Под евровалютными операциями[1] понимаются операции финансового института, номинированные в валюте, отличной от валюты эмиссии страны его расположения (например, операции в долларах США банка, расположенного в Лондоне).

Темпы роста рынка евровалютного банковского посредничества на протяжении большей части периода 1960–1980 гг. значительно превышали темпы роста внутреннего посредничества[2] банков. Указанный факт стал причиной широких дискуссий экспертов академического и профессионального сообщества о факторах и последствиях такого опережающего развития[3]. Хотя тематика евровалютных банковских операций освещается в большом числе работ, большинство из них акцентируют внимание на отдельных коротких временных промежутках и определенных теоретических положениях. В данной статье делается попытка обобщения теоретических концепций, объясняющих в разные периоды времени природу развития рынка евровалютного банкинга. Проведенный анализ охватывает период начиная со второй половины XX в. и по 2014 г.

---

[1] *Евровалютные операции также называют операциями в офшорной валюте (см., напр., Krugman P. R., Obstfeld M., Melitz M. J. International Economics. Theory and Policy. Addison-Wesley, 2012), или просто офшорными операциями (офшорными депозитами, кредитами, инструментами); в статье оба термина будут использоваться взаимозаменяемо.*

[2] *Операции банков в валюте эмиссии страны их расположения.*

[3] *См., напр., Friedman M. The Euro-Dollar Market: Some First Principles / Morgan Guaranty Survey. October 1969; Klopstock F. H. The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues / Essays in International Finance № 65. March 1968; Johnston R. B. Theories of the Growth of the Euro-Currency Market: a Review of the Euro-Currency Deposit Multiplier / Bank for International Settlements. 1981.*

ЕВРОВАЛЮТНЫЙ БАНКИНГ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

Под евровалютным банкингом в статье понимается финансовое посредничество банков, номинированное в евровалютах. Финансовое посредничество представляет собой процесс перемещения средств финансовыми институтами от их первичных обладателей (держателей сбережений) к конечным пользователям (заемщикам), использующим эти средства для финансирования потребительских расходов, капитальных вложений и пр. Такое определение евровалютного банкинга соответствует концепции евровалюты (евродоллара), представленной в 34-м годовом отчете Банка международных расчетов (БМР). В отчете под евродолларом понимается «доллар, размещенный в банке вне США и использованный напрямую либо после конверсии в другую валюту для кредитования заемщика, не являющегося банком, в том числе после ряда кредитов между банками»[4]. В отчете подчеркивается, что под евровалютой понимаются не отдельные финансовые операции коммерческих банков (прием депозитов, выдача кредитов, выпуск депозитных сертификатов), а финансовое посредничество в целом.

Ключевая особенность евровалютного банкинга в сравнении с внутренним банковским посредничеством — иная среда регулирования. Банки, осуществляющие операции в офшорных валютах, находятся вне юрисдикции регулирующих органов страны эмиссии валюты; к ним не применяются требования обязательного резервирования, страхования вкладов, процентные и иные ограничения, установленные законодательством стран — эмитентов соответствующих валют. Регулирование деятельности евробанков[5] осуществляется в стране их расположения. На практике такое регулирование, в особенности регулирование операций с нерезидентами в развитых странах, в течение долгого времени оставалось существенно либеральнее внутреннего. Причина этого состояла не столько в невозможности государственных органов осуществлять регулирование, сколько в их нежелании. Так, в 1950-е годы, в период стремительного роста рынка евродолларов, в Лондоне британскими властями было принято решение не вводить ограничения по счетам в иностранной валюте ввиду опасений, что в этом случае значительная часть евровалютного финансового посредничества переместится в иной финансовый центр, где такие ограничения отсутствуют. Среда регулирования — не единственная особенность евровалютного банкинга, другие — иная практика формирования резервов, а также привлечения и размещения средств в сравнении с операциями банков в национальной валюте. Евробанки не имеют доступа к счетам в центральных банках, эмитирующих соответствующую валюту, и вынуждены держать средства в иностранной валюте на счетах в других банках, в первую очередь банках-корреспондентах, расположенных в стране эмиссии валюты.

Перейдем к рассмотрению динамики рынка евровалютного банкинга и факторов его опережающего роста.

ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ ЕВРОВАЛЮТНОГО БАНКИНГА

В табл. 2 представлена динамика евровалютного[6] и внутреннего рынка депозитов в период с 1966 по 2014 г.

---

[4] *Bank for International Settlements / Thirty-Fourth Annual Report. Basle, June 1964.*

[5] *В данной статье под евробанком понимается банк, осуществляющий евровалютное посредничество, под внутренним банком — банк, осуществляющий внутреннее посредничество. Это номинальные определения для проведения различия между двумя формами финансового посредничества. На практике коммерческие банки обычно осуществляют как внутренние, так и евровалютные операции.*

[6] *В данном разделе исследуются преимущественно факторы опережающего роста долларового евровалютного рынка (около 70 % всего рынка евровалютного посредничества) по сравнению с внутренним долларовым рынком США.*

Таблица 2

Динамика евровалютного* и внутреннего рынка депозитов в период с 1966 по 2014 г.**

Год	Темпы роста евро-валютного банкинга, %	Темпы роста внутреннего банкинга, %	Год	Темпы роста евро-валютного банкинга, %	Темпы роста внутреннего банкинга, %	Год	Темпы роста евро-валютного банкинга, %	Темпы роста внутреннего банкинга, %
1966	**136**	**108**	**1983**	**228*** **	**109**	**2000**	**127**	**109**
1967	**120**	**115**	1984	100	109	**2001**	**111**	**111**
1968	**139**	**111**	1985	97	106	2002	104	110
1969	**152**	**96**	**1986**	**110**	**105**	**2003**	**111**	**111**
1970	**155**	**119**	1987	101	105	2004	107	114
1971	**120**	**118**	**1988**	**109**	**106**	**2005**	**119**	**107**
1972	**121**	**116**	**1989**	**123**** **	**105**	**2006**	**122**	**114**
1973	**135**	**117**	**1990**	**108**	**101**	**2007**	**128**	**109**
1974	**143**	**116**	1991	95	101	2008	99	103
1975	**118**	**107**	1992	97	95	2009	91	104
1976	**125**	**108**	1993	97	97	**2010**	**119**	**101**
1977	**118**	**111**	**1994**	**111**	**100**	2011	96	105
1978	**125**	**111**	1995	107	107	2012	106	107
1979	**126**	**110**	1996	108	110	2013	100	106
1980	**128**	**115**	1997	107	111	2014	94	106
1981	**127**	**117**	**1998**	**118**	**108**			
1982	**113**	**113**	**1999**	**112**	**109**			

Примечания:
** до 1969 г. — объем срочных депозитов в иностранной валюте, номинированных в долларах США, по данным БМР; с 1969 по 1982 г. — нетто-объем еврорынка, скорректированный на недолларовую составляющую, по данным Morgan Guaranty Trust Co; с 1983 г. — нетто-объем (не включающий межбанковские операции) обязательств банков в 44 странах в иностранной валюте перед нерезидентами и резидентами, скорректированный на недолларовую составляющую (БМР).*
*** объем срочных и сберегательных депозитов в коммерческих банках, расположенных в США.*
**** добавлена статистика Карибских офшорных центров.*
***** изменена методология учета статистики в Швейцарии.*
Источник: составлено авторами по данным Федеральной резервной системы, БМР и Dufey G., Giddy I. H. Eurocurrency Deposit Risk // Journal of Banking and Finance. 1984. № 8. P. 567–589.

Среди причин опережающих темпов роста рынка евровалютного банкинга (выше соответствующих темпов роста рынка внутреннего банкинга, эти периоды выделены жирным шрифтом в табл. 2) обычно называют: (I) ограничения на использование фунта для целей торгового финансирования британскими властями в 1957 г. в разгар Суэцкого кризиса; (II) существующий в течение длительного времени значительный положительный спред между евровалютной и внутренней ставкой процента по депозитам; (III) регулирование Q, применяемое в США с 1933 по 1986 г.; (IV) ограничения в отношении прямых, портфельных и прочих инвестиций, применяемые в США в период с 1963 по 1974 г. для противодействия дефициту платежного баланса; (V) неравенство требований в отношении обязательных резервов и страховых отчислений, устанавливаемых для евробанков и банков, расположенных в США, примерно до середины 1990-х гг.

Как можно заметить, большая часть указанных выше причин отражает различия регулятивного характера между евровалютными и внутренними рынками. При этом особое внимание большинства авторов акцентировано именно на неравенстве резервных требований. Более высокие резервные требования являются в некотором смысле скрытым налогом, облагающим операции внутренних банков и снижающим их возможность привлекать сбережения/осуществлять кредитование. Дело в том, что для выполнения

требований обязательного резервирования внутренний банк вынужден держать часть активов на невознаграждаемых счетах в центральном банке либо в виде наличности, что уменьшает доходность (процентную маржу) осуществляемых им посреднических операций. При этом чем выше общий уровень рыночных процентных ставок, тем выше альтернативные издержки хранения средств на беспроцентных счетах. Таким образом, внутренние банки оказываются не в состоянии предложить ставки по депозитам/кредитам, эквивалентные евробанкам; возникает спред между ставками евровалютных и внутренних инструментов кредитования/заимствования.

Вместе с тем сказанное вовсе не означает, что несклонные к риску инвесторы будут держать средства на счетах в евробанках, т. к. разница в доходности офшорных и внутренних инструментов может полностью не покрывать требуемую ими рисковую премию. Кроме того, указанные выше различия в регулировании не могут объяснить продолжительный опережающий рост рынка евровалютного банкинга, поскольку статичны по своей природе и могут привести лишь к разовому изменению структуры (ребалансировке) портфеля инвесторами/заемщиками. Это свидетельствует о том, что выявление истинных причин опережающего роста рынка евровалютного банкинга требует существенно более глубокого анализа.

Проведенный обзор литературы позволяет выделить два ключевых теоретических подхода к анализу развития рынка евровалютного банкинга: подход эндогенного роста и портфельный подход. В основе подхода эндогенного роста[7] лежит использование денежных мультипликаторов. Согласно данному подходу объем рынка евровалютных депозитов задается некоторой функцией резервов евробанков на счетах в банках-корреспондентах в стране эмиссии валюты, нормы резервирования (в т. ч. в виде добровольно создаваемых резервов) и коэффициента утечек. Сторонники представленного выше подхода считали, что вследствие неприменения норм обязательного резервирования и некоторых других требований к евробанкам, а также низкого уровня создаваемых ими добровольных резервов мультипликатор на рынке евровалют мог достигать значительно больших размеров, чем на внутреннем рынке, что и объясняло опережающий рост первого. Роль эндогенного денежного расширения в высоких темпах роста офшорного посредничества подчеркивалась во многих работах[8]. Вместе с тем эмпирические оценки мультипликативного эффекта значительно расходились. Так, Дж. Макин оценил средний размер мультипликатора в период с III кв. 1964 г. по IV кв. 1970 г. в размере 18,45[9]. Приблизительно за тот же период времени (с I кв. 1963 г. по IV кв. 1969 г.) оценка среднего значения мультипликатора в работе Б. Ли составила 1,51[10]. В работе Ф. Клопстока показано, что утечки из евровалютной системы могли достигать существенных размеров, снижая вероятное значение мультипликатора до 0,5–0,9[11]; автор делает вывод о том, что быстрый рост рынка евровалютного банкинга следует объяснять не высоким мультипликативным эффектом, а постоянным притоком новых средств извне вследствие наличия некоего конкурентного преимущества евровалютного банковского посредничества перед его альтернативами.

Согласно второму (портфельному) подходу динамика роста различных сегментов финансового посредничества определяется предпочтениями инвесторов, заемщиков и финансовых посредников, зависящих от соотношений процентных ставок и рисков. Такой

---

[7] *В данном случае термин «эндогенный рост» подразумевает рост рынка евровалютного банкинга «внутри системы» за счет мультипликативного эффекта, но не за счет новых притоков средств в систему извне. Не следует путать такое использование термина с теориями эндогенных/экзогенных денег.*

[8] *См., напр., Bell G. L. Credit creation through Euro-dollars? // The Banker. 1964. Vol. 114. P. 494–502; Friedman M. The Euro-Dollar Market: Some First Principles.*

[9] *Makin J. H. Demand and Supply Functions for Stocks of Euro-dollar Deposits: An Emperical Study // The Review of Economics and Statistics. 1972. Vol. 54. № 4. P. 381–391.*

[10] *Lee B. E. The Euro-Dollar Multiplier // Journal of Finance. 1973. Vol. 28. P. 867–874.*

[11] *Klopstock F. H. The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues.*

подход соответствует так называемому «новому взгляду» (*new view*) в банковской теории, предложенному в работах Дж. Герли и Э. Шоу[12], а также Дж. Тобина[13]. В отличие от подхода эндогенного денежного расширения, где в качестве основной предпосылки выступает предположение о том, что кредиты, выданные евробанками, впоследствии увеличивают их обязательства, в портфельном подходе внимание акцентируется на выборе экономического агента, основанного на его предпочтениях. Портфельный подход к анализу рынка евровалютного банкинга используется в работах многих авторов[14]. Предпочтения инвесторов относительно офшорных/внутренних инструментов определяются главным образом двумя факторами: разницей (спредом) между ставками по офшорным и внутренним депозитам и относительной степенью риска. Первый фактор имеет скорее краткосрочный характер и не способен объяснить длительное опережающее развитие рынка евровалютного банкинга (если только спред не имеет устойчивые и длительные тенденции роста). Проведенный анализ показывает, что в течение большей части рассматриваемого периода значение спреда сохранялось на уровне различий в издержках офшорного и внутреннего регулирования (с учетом разницы в резервных требованиях и требованиях в отношении страхования вкладов в США и в офшорных центрах). Другими словами, спред изменялся либо вследствие пересмотра самих требований регулирования, либо вследствие изменения общего уровня процентных ставок (неявных издержек регулирования). Такие изменения, однако, не носили систематический и последовательный характер.

В то же время в 1960–1980-х гг. происходило систематическое и последовательное снижение воспринимаемого экономическими субъектами уровня риска, присущего офшорным инструментам[15]. При сохранении положительного спреда между офшорными и внутренними ставками, возникшего вследствие неравномерного регулирования, снижение требуемых рисковых премий способствовало перетоку средств на евровалютный рынок. В большей степени указанный рост был вызван изменением структуры портфелей инвесторами из США, доля инвестиций которых в общем объеме долларовых обязательств евробанков выросла к середине 1984 г. до 43 %. Отдельно отметим, что в кризисные периоды спред между офшорной и внутренней ставкой мог существенно возрастать вследствие роста рисковых премий, требуемых инвесторами; евробанки несли убытки. Дополнительный вклад в развитие рынка евровалютного банкинга в указанный период вносили: перераспределение доходов в мировой экономике, прежде всего в результате нефтяных шоков 1970-х годов, и активный процесс либерализации трансграничных финансовых операций многими странами. После отмены резервных требований в США в 1990 г. ключевым фактором, определяющим размер спреда, стало соотношение рисков (кредитных и суверенных) депозитов в банках, расположенных в различных финансовых центрах[16]. В такой ситуации возможности для опережающего роста офшорного/внутреннего долларового рынка значительно снизились.

Опережающие темпы роста рынка евровалютного банкинга, свойственные 1960–1980-м годам, стали вновь наблюдаться в период с конца 1990-х гг. и до мирового финансового кризиса, начавшегося в 2008 г. Одним из возможных фундаментальных факторов такого роста могло стать перераспределение средств между инвесторами, имеющими относительно низкую долю офшорных депозитов в структуре инвестиционного портфеля,

---

[12] *Gurley J. G., Shaw E. S. Money in a Theory of Finance / The Brookings Institution, 1960.*

[13] *Tobin J. Commercial Banks as Creators of Money / Cowles Foundation Discussion Papers. 1963. № 159.*

[14] *См., напр., Johnston R. B. Some Aspects of the Determination of Eurocurrency Interest Rates / Bank of England. 1979. P. 35–46; Giddy I. H. Why Eurodollars Grow? // Columbia Journal of World Business. 1979. P. 54–60; Dufey G., Giddy I. H. Eurocurrency Deposit Risk // Journal of Banking and Finance. 1984. № 8. P. 567–589; Galpin W., Resnick B. G., Shoesmith G. L. Eurocurrency Risk Premia // International Journal of Business. 2009. Vol. 14. № 3. P. 199–220.*

[15] *Dufey G., Giddy I. H. The International Money Market (Contemporary Issues in Finance). Prentice Hall, 1994.*

[16] *Galpin W., Resnick B. G., Shoesmith G. L. Eurocurrency Risk Premia. P. 199–220.*

к инвесторам с относительно высокой долей. Так, доля офшорных долларовых депозитов в портфеле инвесторов из США традиционно имеет меньшее значение, чем соответствующая доля в портфелях инвесторов из других стран[17]. В связи с этим снижение доли сбережений резидентов США в общем мировом объеме сбережений могло стать фактором опережающего роста рынка евровалютного банкинга. Такое явление имело место с конца 1990-х годов вплоть до кризиса 2008 года и подробно описано в литературе, посвященной «глобальному избытку сбережений»[18]. В указанный период особо высокими темпами росли долларовые сбережения стран — экспортеров сырья. Значительно возросшие риски евровалютных операций в кризисный период (см. далее) привели к ребалансировке портфелей инвесторами (в т. ч. американскими взаимными фондами денежного рынка, активно инвестировавшими средства в евровалютные обязательства европейских банков[19]) в пользу более надежных внутренних инструментов. В посткризисный период евровалютный рынок рос в целом медленнее внутреннего (не считая восстановительного роста в 2010 г.[20]). Ключевыми факторами, определяющими динамику рынков в указанный период, были кризисные события в ЕС (долговой кризис), незначительный в среднем рост цен на энергоносители в 2011–2013 гг. (падение в 2014 г.), постепенное восстановление экономики США (в том числе свертывание программ количественного смягчения) и усиление феномена «домашнего смещения» (*home bias*).

ПОСЛЕДСТВИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЕВРОВАЛЮТНОГО БАНКИНГА

В большинстве источников литературы, посвященной рынку евровалют[21], подчеркивается, что развитие евровалютного посредничества может иметь ряд негативных последствий как для стран расположения евробанков, так и для стран — эмитентов соответствующих валют. В целом такие последствия можно разделить на монетарные, т. е. оказывающие воздействие на эффективность проведения центральными банками денежно-кредитной политики, и последствия, связанные со стабильностью финансовой системы.

Развитие офшорных рынков может существенно осложнять контроль денежных агрегатов, оказывать влияние на процентные ставки и обменный курс в стране эмиссии валюты[22]. В 1970–1980-х гг. активно обсуждался вопрос снижения эффективности таргетирования денежных агрегатов с использованием требований обязательного резервирования ввиду отсутствия возможности их применения к евробанкам. В работе Р. Алибера[23] указывается, что коммерческие банки, имеющие дочерние организации и филиалы в иностранных юрисдикциях, использовали еврорынок для снижения эффективной ставки резервных требований. Так, значительная часть офшорных депозитов,

---

[17] *He D., McCauley R. N. Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues / BIS Working Paper. 2010. № 320.*

[18] *См., напр., Bernanke B. S. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / Federal Reserve Board, 2005; Bernanke B. S., Bertaut C., DeMarco L. P., Kamin S. International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003–2007 / Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Paper. 2011. № 1014.*

[19] *Baba N., McCauley R. N., Ramaswamy S. US dollar money market funds and non-US banks / BIS Quarterly Review. March 2009.*

[20] *Одним из важных факторов роста еврорынка в 2010 г. стал восстановительный рост цен на энергоносители (цена на нефть марки Brent выросла за этот год практически вдвое).*

[21] *Dufey G., Giddy I. H. The International Money Market (Contemporary Issues in Finance); He D., McCauley R. N. Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues; Aliber R. The Integration of the Offshore and Domestic Banking System / Journal of Monetary Economics. 1980. Vol. 6. Iss. 4. P. 509–526; Ishii S., Otker-Robe I., Cui L. Measures to Limit the Offshore Use of Currencies: Proc and Cons / IMF Working Paper. April 2001.*

[22] *He D., McCauley R. N. Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues.*

[23] *Aliber R. The Integration of the Offshore and Domestic Banking System.*

размещенных инвесторами из США преимущественно в иностранных отделениях американских коммерческих банков (в большинстве своем в Лондоне и на островах Карибского бассейна), использовалась для кредитования американских заемщиков. Как результат, происходило «замещение» внутренних депозитов трудно контролируемыми евровалютными эквивалентами. В то время одним из инструментов, препятствующих «занижению» эффективного размера резервных требований коммерческими банками, расположенными в США, с использованием еврорынка, стали резервные требования в отношении евровалютных обязательств (*eurocurrency liabilities reserve requirements*). Такие требования распространялись на обязательства американских коммерческих банков по отношению к своим иностранным отделениям, а также на кредиты, выданные такими отделениями физическим и юридическим лицам, расположенным в США.

Офшорный рынок может также снижать эффективность проведения центральным банком денежно-кредитной политики посредством таргетирования краткосрочной процентной ставки денежного рынка ввиду влияния процентных ставок на еврорынке на внутреннюю кривую доходности. В работе Д. Хе и Р. Маколи[24] рассматриваются страны двух типов: с наличием эффективных капитальных ограничений и с либерализованным капитальным счетом. Рассматривая страны, применяющие капитальный контроль, авторы отмечают существенные объемы торговли соответствующими офшорными валютами с использованием рынков беспоставочных[25] производных финансовых инструментов (форвардов, валютных и процентных свопов, соглашений о будущей процентной ставке) для большого числа валют развивающихся рынков (например, Китая, Бразилии, Индии). Рассчитываемые офшорные процентные кривые доходности с использованием вышеуказанных инструментов отличаются от внутренних ввиду недостаточного арбитражного воздействия в условиях применения капитальных ограничений. При наличии существенного положительного разрыва между офшорными и внутренними кривыми доходности возникают риски оттока капитала и девальвации национальной валюты.

При отсутствии ограничений на движение капитала возможны ситуации доминирования офшорных процентных ставок над внутренними. Для демонстрации вышесказанного в работе Д. Хе и Р. Маколи [26] рассматривается опыт Новой Зеландии. Проведение жесткой кредитно-денежной политики в 2005–2007 гг. в Новой Зеландии было значительно осложнено ввиду большого объема покупок офшорных новозеландских облигаций инвесторами из Японии, оказывающих давление на долгосрочные процентные ставки. Так, рост ставки «овернайт» на денежном рынке на 300 б. п. увеличил трехлетние доходности по процентным свопам приблизительно на 50 % указанного роста (150 б. п.), что привело к ситуации инвертированных кривых доходностей. В то же время следует отметить, что доля внутреннего рынка государственных и корпоративных облигаций, номинированных в новозеландских долларах, составляет всего лишь около четверти всего объема рынка новозеландских облигаций, т. е. значительная часть эмиссии осуществляется во внешних центрах. Такая ситуация в значительной мере объясняется сравнительно небольшими размерами государственного долга страны. Для больших экономик с емким и ликвидным внутренним рынком долговых инструментов такие эффекты значительно ниже.

Что касается влияния офшорных рынков на обменный курс, в вышеуказанной работе Д. Хе и Р. Маколи отмечается значительная роль асимметрии использования средств в соответствующей валюте иностранными инвесторами и заемщиками, то есть ситуации, при которой валюта используется в большинстве случаев для целей либо заимствования, либо инвестирования. Такое разделение впервые было описано в работе Ё. Сакакибары

---

[24] *He D., McCauley R. N. Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues.*

[25] *Беспоставочные (non-deliverable) деривативы — деривативы, по которым не производится обмен базовыми активами.*

[26] *He D., McCauley R. N. Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues.*

и А. Кондо[27]. Использование валюты преимущественно для целей заимствования на офшорном рынке может способствовать ее укреплению относительно других валют. Наличие емких рынков офшорных валют может существенно усиливать волатильность обменного курса ввиду высокой волатильности денежных потоков на еврорынках. При этом при наличии ограничений на операции с капиталом значимую роль могут играть рынки беспоставочных финансовых производных. Даже если учесть, что органы власти способны эффективно контролировать выполнение всех норм валютного законодательства, эффекты изменения обменного курса на офшорном рынке могут «переноситься» на внутренний рынок экономическими субъектами, действующими одновременно в стране эмиссии валюты и вне ее, например транснациональными корпорациями.

Осуществление коммерческими банками операций с офшорными валютами может существенно повышать риски дестабилизации финансовой системы страны их расположения. Волатильность денежных и капитальных потоков в офшорных валютах может быть значительно выше, чем в случае с внутренними операциями; сильная чувствительность офшорных депозитов к изменениям соотношений риска/доходности в различных мировых финансовых центрах создает в мировой экономике потоки так называемых «горячих денег». Вместе с тем способность центрального банка осуществлять функцию кредитора последней инстанции при возникновении кризиса нехватки ликвидности в офшорной валюте существенно ограничена. Особую актуальность проблема финансовой стабильности, вызванная кризисом ликвидности на еврорынках, приобрела в 2007–2009 гг. в период ипотечного кризиса в США и последующего глобального финансово-экономического кризиса. В указанный период произошло значительное обесценение офшорных активов европейских коммерческих банков, большая доля которых была инвестирована в американские ипотечные ценные бумаги. Существенная часть офшорных активов европейских коммерческих банков финансировалась за счет фондирования на денежном рынке США, включая обязательства перед фондами денежного рынка[28]. Понеся значительные потери по офшорным долларовым требованиям, европейские банки столкнулись с проблемой рефинансирования долларовой ликвидности на денежном рынке США, которая значительно обострилась после банкротства инвестиционного банка *Lehman Brothers* в сентябре 2008 г. Остановить кризис офшорной ликвидности и не допустить дестабилизации финансовой системы удалось во многом за счет операций валютных своповых линий, проводимых ФРС. В рамках указанных операций ФРС предоставляла долларовую ликвидность центральным банкам, оказывающим в свою очередь финансовую поддержку испытывающим проблемы институтам. В конце 2008 г. объем таких операций превысил $0,5 трлн.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный анализ показал, что ключевыми факторами опережающего роста евровалютного банкинга стали: (I) снижение рисков, присущих офшорным инструментам, при сохранении разницы (спреда) в доходности офшорных и внутренних инструментов ввиду неравномерного регулирования рынков (главным образом из-за отсутствия резервных требований и страховых отчислений на рынке евровалютного банкинга); (II) постепенная либерализация капитального счета развитыми, а несколько позже — развивающимися странами; (III) перераспределение богатства в мировой экономике в пользу стран с относительно высокими предпочтениями инвестирования в офшорные инструменты (нефтяные шоки 1970-х — начала 1980-х гг.; снижение доли сбережений резидентов США в общем мировом объеме сбережений с конца 1990-х гг.).

---

[27] *Sakakibara E., Kondoh A. Study on the internationalisation of Tokyo's money markets / Japan Center for International Finance Policy Study Series. 1984.*

[28] *См., напр., McGuire P., von Peter G. The US dollar shortage in global banking / BIS Working Paper. 2009. P. 47–63; Baba N., McCauley R.N., Ramaswamy S. US dollar money market funds and non-US banks.*

В качестве ключевых последствий развития рынка евровалютного банкинга можно выделить последствия монетарного характера и последствия, связанные со стабильностью финансовой системы. Монетарные последствия связаны в первую очередь со снижением эффективности проведения денежно-кредитной политики ввиду влияния офшорных рынков на внутренние денежные агрегаты, кривые процентных ставок, обменный курс. Хорошим примером является ситуация в 2005–2007 гг. в Новой Зеландии. Проблемы финансовой стабильности стран расположения евробанков являются следствием главным образом двух обстоятельств: сильной чувствительности евровалютных потоков к рыночной конъюнктуре в различных мировых финансовых центрах и отсутствия возможности эмиссии офшорных «денег». В таких условиях может возникнуть кризис нехватки иностранной ликвидности, сопровождающийся обесценением национальной валюты и высокими рисками дестабилизации финансовой системы.

В статье существенное внимание уделено вопросу обязательных резервных требований, неравномерное использование которых на офшорном и внутреннем рынках было одной из причин длительного разрыва между соответствующими депозитными ставками. В целом обязательные резервные требования используются при проведении как пруденциальной, так и монетарной политики. Роль резервных требований при проведении микропруденциальной политики, целью которой является защита кредиторов и вкладчиков отдельных банков, постепенно снижается; большинство стран использует стандарты по достаточности капитала и ликвидности, существенную роль играет система страхования вкладов.

Вместе с тем резервные требования достаточно активно применяются властями развивающихся стран в качестве инструмента макропруденциальной политики. Цель макропруденциальной политики — минимизация системного риска (риска дестабилизации финансовой системы с соответствующими негативными последствиями для реального сектора экономики). Изменяя норму обязательных резервных требований, регулятор может воздействовать на темпы роста кредитования банков, т. к. резервные требования являются скрытым налогом — банки несут издержки беспроцентного хранения резервов в центральном банке (если только центральный банк не платит вознаграждение по таким резервам). При этом, однако, возникает опасность перемещения финансового посредничества, осуществляемого банками, к другим (менее регулируемым и контролируемым) финансовым посредникам, в т. ч. на офшорные рынки (история развития рынка евровалют подтверждает такой факт). Устанавливая резервные требования в отношении определенного типа обязательств банков, регулятор может изменять их структуру. В некоторых странах резервные требования «привязываются» и к структуре активов. Аналогичным образом резервные требования могут использоваться для ограничения притока капитала (устанавливаются относительно высокие требования по обязательствам нерезидентов в сравнении с другими финансовыми центрами). Отметим, что ввиду преобладающей доли банков в структуре финансового посредничества в России Банк России в целом мог бы использовать резервные требования для вышеуказанных макропруденциальных целей. Данное утверждение, однако, требует отдельного анализа, выходящего за рамки данной статьи.

При проведении монетарной политики резервные требования также могут использоваться для ограничения темпов роста кредитования. Преимуществом такого подхода является разнонаправленное изменение ставок по депозитам и кредитам в отличие от ситуации с повышением процентной ставки. Как следствие, значительно уменьшается риск притока капитала, снижающего эффективность проведения монетарной политики (особенно в условиях фиксированного обменного курса). Вместе с тем, как указывалось выше, применение резервных требований представляется эффективным лишь в странах с доминирующей долей банков в структуре финансового посредничества. В настоящее время большая часть центральных банков проводит монетарную политику посредством управления краткосрочной процентной ставкой денежного рынка, в т. ч. Банк России. При таком подходе резервные требования могут стать важным инструментом сглаживания

волатильности, т. к. банки, при условии применения системы усреднения резервов, могут не выполнять требования на конец каждого операционного дня и использовать средства обязательных резервов для осуществления расчетов.

Отдельный вопрос — возможность изменения валютной структуры обязательств банковского сектора путем установления различных резервных требований. Указанный вопрос представляется актуальным и для России, в банковском секторе которой доля обязательств в иностранной валюте составляет около 40 %[29]. Высокая степень долларизации обязательств банковского сектора, как указывалось ранее, создает существенные риски финансовой дестабилизации. Повышенные требования резервирования в отношении валютных депозитов должны привести к относительному снижению ставок по валютным депозитам и одномоментному оттоку средств вкладчиков в национальную валюту (переформированию портфелей). Вместе с тем отток средств с валютных счетов и их размещение на счетах в национальной валюте будет сильно зависеть от рисковой премии, требуемой вкладчиками. Так, перемещение средств со счетов в иностранной валюте в рублевые депозиты возможно лишь в случае, если увеличившийся спред покрывает соответствующие риски, определяемые главным образом ожидаемым изменением обменного курса.

Библиография

1. Aliber R. The Integration of the Offshore and Domestic Banking System // Journal of Monetary Economics. № 6. 1980.
2. Bernanke B. S. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / Federal Reserve Board. 2005.
3. Bernanke B. S., Bertaut C., DeMarco L. P., Kamin S. International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003–2007 / International Finance Discussion Papers. Federal Reserve Board of Governors. 2011.
4. Baba N., McCauley R. N., Ramaswamy S. US dollar money market funds and non-US banks // BIS Quarterly Review. March 2009.
5. Bank for International Settlements / Thirty-Fourth Annual Report Basle. June 1964.
6. Bell G. L. Credit creation through Euro-dollars? The Banker. Vol. 114. 1964.
7. Dufey G., Giddy I. H. Eurocurrency Deposit Risk // Journal of Banking and Finance. 1984. № 8.
8. Dufey G., Giddy I. H. The International Money Market (Contemporary Issues in Finance). Prentice Hall, 1994.
9. Friedman M. The Euro-Dollar Market: Some First Principles / Morgan Guaranty Survey. October 1969.
10. Galpin W., Resnick B. G., and Shoesmith G. L. Eurocurrency Risk Premia // International Journal of Business. 2009. Vol. 14. № 3.
11. Gurley J. G., Shaw E. S. Money in a Theory of Finance / The Brookings Institution, 1960.
12. Giddy I. H. Why Eurodollars Grow? // Columbia Journal of World Business. 1979. Vol. XIV. № 3.
13. Giddy I. H. Eurocurrency Deposit Risk // Journal of Banking and Finance. 1984. № 8.
14. He D., McCauley R. N. Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues / Bank for International Settlements. Working Paper. 2010.
15. Ishii S., Otker-Robe I., Cui L. Measures to Limit the Offshore Use of Currencies: Proc and Cons / IMF Working Paper. 2001.
16. Johnston R. B. Theories of the Growth of the Euro-Currency Market: a Review of the Euro-Currency Deposit Multiplier / Bank for International Settlements. 1981.
17. Johnston R. B. Some Aspects of the Determination of Eurocurrency Interest Rates / Bank of England. 1979.
18. Krugman P. R., Obstfeld M., and Melitz M. J. International Economics. Theory and Policy. Addison-Wesley, 2012.
19. Klopstock F. H. The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues / Essays in International Finance No. 65. March 1968.
20. Lee B. E. The Euro-Dollar Multiplier // Journal of Finance. 1973. Vol. 28.
21. McGuire P., von Peter G. The US dollar shortage in global banking / BIS Working Paper. 2009.
22. Makin J. H. Demand and Supply Functions for Stocks of Euro-dollar Deposits: An Emperical Study // The Review of Economics and Statistics. 1972. Vol. 54. № 4.
23. Tobin J. Financial Markets and Economic Activity. John Wiley & Sons, 1967.
24. Tobin J. Commercial Banks as Creators of Money / Cowles Foundation Discussion Papers. 1963. № 159. Sakakibara E., Kondoh A. Study on the internationalisation of Tokyo's money markets / Japan Center for International Finance Policy Study Series. 1984.

[29] *Рассчитано авторами по данным Банка России.*

УДК 336.276.23

***Ключевые слова**:*
антикризисная политика,
управление государственным долгом,
облигации, векселя,
структура долгового портфеля

***С. Ю. Филина**, к. э. н.,*
ст. науч. сотр. Аналитического центра финансовых исследований
Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: safili43@hotmail.com)

Управление государственными заимствованиями: зарубежная практика

Значительная часть зарубежных исследований в области управления государственным долгом в основном рассматривает изменения в долговой политике в моменты кризиса (т. е. является предметом изучения в рамках теории экономических циклов). А по мнению экономистов МВФ и Всемирного банка, цель государственной долговой политики — обеспечение удовлетворения потребностей правительства в финансировании и выполнение его обязательств по платежам при наименьших затратах в средне- и долгосрочной перспективе при разумной степени риска[1].

В кризисных условиях достижение вышеназванной цели существенно усложняется, а наличие в долговом портфеле ценных бумаг со сроком погашения от 5 до 30 лет приводит к необходимости анализа и учета фактора цикличности подъемов и спадов в экономике.

Государство как субъект экономики выполняет две основные функции на рынке облигаций: а) выступает как эмитент; б) является регулятором деятельности и поддерживает равновесие на этом рынке.

Выполнение первой функции тесно связано со второй, т. к. эффективное размещение выпусков государственных займов зависит от текущей ситуации на рынке облигаций, на котором, в свою очередь, отражается общее состояние экономики. При этом органы государственной власти должны стремиться к обеспечению экономической приемлемости и обоснованности уровня и темпов роста государственного долга и возможности его обслуживания при самых разных обстоятельствах, не отступая от целевых установок в отношении стоимости и степени риска. Чрезмерные уровни долга ведут к повышению процентных ставок и могут негативно сказаться на реальных объемах производства[2].

---

[1] *Guidelines for Public Debt Management. International Monetary Fund and the World Bank, 2001.*

[2] *Alesina A., de Broeck M., Prati A., Tabellini G. Default Risk on Government Debt in OECD Countries / Economic Policy: A European Forum. October 1992.*

ОСНОВНЫЕ РИСКИ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПАРАМЕТРЫ, ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДЛЯ ОЦЕНКИ СОСТОЯНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО ДОЛГА

Основными макроэкономическими параметрами, применяемыми для оценки приемлемости состояния государственного долга, являются:

— коэффициент обслуживания государственного долга (отношение платежей по обслуживанию долга страны к доходам от ее экспорта);
— отношение государственного долга к ВВП;
— отношение государственного долга к объему налоговых поступлений;
— средний срок погашения обязательств;
— доля государственного долга, выраженного в иностранной валюте;
— отношение внешнего долга к объему золотовалютных резервов.

Кроме этих параметров на эффективность размещения выпусков облигаций оказывает влияние текущий и ожидаемый уровни инфляции, согласованность монетарной и бюджетно-налоговой политики, зависимость от иностранного капитала[3], конъюнктура на мировых рынках.

Процесс управления государственным долгом сопряжен с рядом рисков.

Рыночный риск. Это риск изменения цен на товарных рынках, валютных курсов, процентных ставок, стоимости обслуживания долга. Изменение процентных ставок сказывается на стоимости обслуживания задолженности по новым выпускам при рефинансировании задолженности по фиксированной ставке и при пересмотре ставок по задолженности с плавающей ставкой. Поэтому задолженность с коротким сроком погашения (краткосрочная или по плавающей ставке) обычно считается более рискованной, чем долгосрочная задолженность по фиксированной ставке. Чрезмерная концентрация крайне долгосрочного долга и долга по фиксированной ставке также чревата риском ввиду неопределенности будущих потребностей в финансировании. Задолженность, выраженная в иностранных валютах или индексируемая по ним, также усиливает неустойчивость стоимости обслуживания долга, измеряемого в национальной валюте, в связи с колебаниями обменного курса. Облигации с встроенным опционом «пут» могут привести к усугублению рыночного риска и риска пролонгации.

Риск пролонгации. Это риск того, что задолженность не будет пролонгирована или цена пролонгации будет «необычно» высокой. Отчасти этот риск можно отнести к группе рыночных рисков, т. к. он является их следствием, к тому же имеет особенно большое значение для стран с развивающейся экономикой. Усиление долговой нагрузки может привести к усугублению кризиса.

Риск ликвидности. Существует два вида риска ликвидности. Один из них относится к издержкам или штрафным санкциям, которым повергаются инвесторы при попытке закрыть позицию в связи с резким уменьшением числа участников операций или отсутствием достаточной емкости на конкретном рынке. Этот риск чаще всего относится к случаям, когда рамки управления долгом охватывают также управление ликвидными активами или использование производных контрактов. Вторая форма риска ликвидности (для заемщика) может возникнуть в ситуации быстрого сокращения объема ликвидных активов в результате возникновения непредвиденных текущих денежных обязательств и/или потенциальных затруднений с быстрым привлечением наличных средств посредством заимствования.

---

[3] *Вопрос зависимости от иностранного капитала особенно актуален для стран с развивающейся экономикой, имеющих низкий уровень золотовалютных резервов, поскольку делает их фактически безоружными перед спекулятивными атаками иностранных хедж-фондов и сводит на нет их попытки разместить государственные бумаги на рынке.*

Кредитный риск. Это риск невыполнения обязательств заемщиками, он актуален при принятии заявок на аукционах ценных бумаг, эмитируемых правительством.

Расчетный риск — риск неосуществления платежей контрагентом по любой иной причине, кроме дефолта.

Операционный риск. Он включает в себя прочие риски, связанные с возникновением ошибок в расчетах, переводах, регистрациях сделок, а также форс-мажорные обстоятельства.

Согласно Положениям МВФ по управлению госдолгом[4] органы государственной власти должны стремиться к минимизации затрат на обслуживание долга и издержек, связанных с хранением ликвидных активов, в средне- и долгосрочной перспективе при приемлемом уровне риска. В странах с развитой рыночной экономикой, чьи рынки государственных ценных бумаг отличает большая емкость и высокая ликвидность, наибольшее внимание уделяется рыночному риску, для измерения которого используются стресс-тесты и портфельные модели. В странах с развивающейся экономикой более пристальное внимание должно уделяться риску пролонгации ввиду возможной сложности доступа иностранного капитала и неразвитости внутреннего рынка долговых ценных бумаг. В ряде случаев в число главных задач правительства должно войти содействие становлению внутреннего рынка долговых инструментов. Эта задача особенно актуальна для стран, в которых ограничения рынков таковы, что единственной реальной альтернативой монетарного финансирования[5] является краткосрочный долг с плавающей ставкой или в иностранной валюте.

МЕТОДЫ АНТИКРИЗИСНОГО УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ЗАИМСТВОВАНИЯМИ, ПРИМЕНЯЕМЫЕ В ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАНАХ

В условиях кризиса значимость эффективного управления государственным долговым портфелем существенно возрастает. Чаще всего это обусловлено необходимостью изыскивать средства для финансирования антикризисных программ. Меры, принимаемые управляющими долговым портфелем страны, различаются от одной страны к другой, что зависит от имеющегося в наличии инструментария, опыта сотрудников и внешних факторов. В целом антикризисные меры органов государственной власти могут быть разделены на три группы:

— снижение давления на долговой рынок путем изыскания средств финансирования дефицита бюджета из других (ранее не использованных) источников;

— внесение изменений в структуру срочности новых государственных заимствований, исходя из текущего спроса на государственные долговые бумаги;

— использование технических инструментов для управления ценами для стабилизации рынка[6].

Рассмотрим подробнее первую группу мер. Получение средств из нерыночных источников в целях снижения давления на долговой рынок предполагает три механизма:

— привлечение средств госсектора (в качестве примера можно привести действия центральных банков Египта, Индонезии, Мексики, Венгрии в 2000–2008 гг. как основных покупателей долгосрочных облигаций правительства, которые фактически поддерживали цену госбумаг от падения.);

---

[4] *Guidelines for Public Debt Management.*

[5] *Варьяш И. Ю. Циклические условия монетарной политики // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал, 2015. № 4. С. 57.*

[6] *Anderson Ph., Silva A., Velandia-Rubiano A. Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different? / World Bank. Policy Research Working Paper. 2010. № WPS5399.*

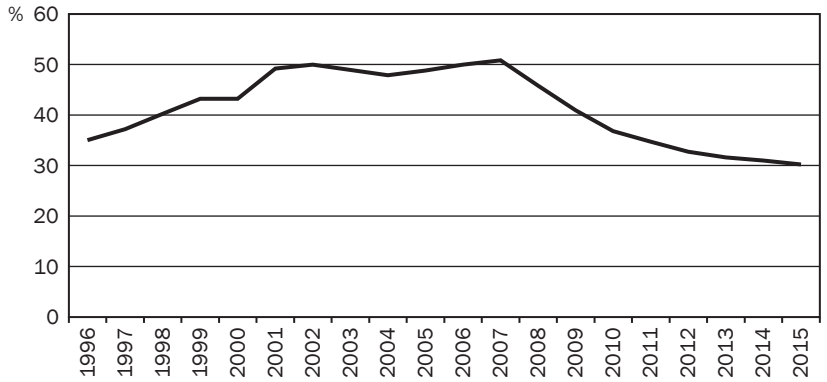
— привлечение ресурсов многосторонних организаций (в основном это займы МВФ и Всемирного банка);

— использование новых долговых инструментов и ранее не применявшихся каналов дистрибуции (в качестве примера можно указать на выпуски самурайских[7] облигаций в Индонезии, использование трехлетних облигаций с плавающей процентной ставкой, привязанной к индексу цен потребителей, т. е. фактически к инфляции, в Венгрии в 2008 г.).

В случае нестабильности цен на вторичном долговом рынке имеет смысл использовать инструменты, недоступные к обращению на нем, и ограничиться только первичным рынком. Примерами таких бумаг являются сберегательные облигации США (*United States Saving Bonds*), Казначейские облигации с нулевым купоном в США (*Zero-coupon Treasury Bonds*), ГСО в России. На рис. 1 представлена динамика доли государственного долга США, недоступного к обращению на вторичном рынке, за период с 1996 по 2015 г.

Рисунок 1

Доля государственных заимствований США, недоступных к обращению на вторичном рынке, с 1996 по 2015 г. (на декабрь каждого года)



Источник: Unites States Department of the Treasury.

Как следует из рис. 1, доля «нерыночного» долга США возрастает в годы кризиса доткомов 2002 г. и ипотечного кризиса 2008 г.

Рассмотрим подробнее вторую группу мер. В кризисных условиях падение спроса на государственные ценные бумаги вынуждает правительство изменить стратегию привлечения ресурсов. Поскольку существенный объем спроса со стороны иностранных инвесторов сходит на нет, а в отдельных случаях — и со стороны местных институциональных инвесторов и коммерческих банков, управляющие долговым портфелем в качестве ответных действий принимают решение о приостановке эмиссий на зарубежных рынках и смещают приоритеты в пользу краткосрочных займов и займов с плавающей процентной ставкой. Например, значительная часть стран с развивающимися рынками снизила до минимума заимствования на международных рынках в III и IV кв. 2008 г. и возобновила эмиссии в 2009 г. в ответ на активные антикризисные действия со стороны стран «Большой семерки».

В большинстве случаев в кризисных условиях наблюдается уменьшение объемов и доли среднесрочных займов с фиксированной процентной ставкой. Чаще всего это

[7] *Самурайские облигации — иностранные облигации, номинированные в японских иенах, публично эмитированные нерезидентом на внутреннем финансовом рынке Японии; могут приобретаться нерезидентами Японии. Большой экономический словарь. М.: Институт новой экономики, 1997.*

уменьшение компенсируется ростом краткосрочных дисконтных бумаг. На рис. 2 как пример показана динамика структуры государственного долга США, доступного к обращению на рынке, за период с 1986 по 2015 г.

Рисунок 2

Динамика структуры государственных заимствований США, доступных к обращению на рынке, за период с 1986 по 2015 г.

Источник: Unites States Department of the Treasury.

На рис. 2 видно, что доля краткосрочных векселей (*Bills*) была выше 24 % в периоды 1986 г., 1990 г., 2001–2004 гг. (с пиком в 2002 г.), 2008 г. (32 % — это максимальная доля за последние 30 лет). В 1986 г. наблюдался кризис в экономике США, вызванный падением цен на нефть и ревальвацией доллара, что негативно отразилось на экспорте страны. В 1990 г. краткосрочными займами финансировали возросшие расходы на оборону как следствие военной кампании ВС США в Ираке. В 2002 г. произошел кризис доткомов, спровоцировавший падение цен на акции интернет-компаний, а затем и всего высокотехнологичного сектора. Ипотечный кризис 2008 г. — самый яркий пример использования векселей для восполнения дефицита бюджета.

Следует отметить, что в результате смещения приоритетов в пользу краткосрочных облигаций происходит уменьшение величины дюрации долгового портфеля. Это означает повышение риска пролонгации, а следовательно, и величины стоимости последующих заимствований, если кризисный период будет затягиваться. Для стран, чей бюджет высокозависим от конъюнктуры на товарно-сырьевых рынках, этот вопрос особенно актуален[8].

Рассмотрим подробнее третью группу мер. Обычно в качестве технических инструментов используется обратный выкуп ценных бумаг с рынка в целях поддержания их текущей цены, а также как средство предоставления кредитным организациям дополнительной ликвидности. Выкупы проводились в Венгрии, Мексике, Индонезии в 2009 г. Это позволило правительствам указанных стран стабилизировать цены на текущие долговые бумаги в обращении и возобновить выпуски новых.

В случае если сильная волатильность наблюдается по одному типу обращающихся на рынке государственных долговых инструментов, имеет смысл производить обмен

[8] *Варьяш И. Ю., Швандар К. В., Бурова Т. Ф. Актуализация макроэкономических прогнозов в бюджетном процессе // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4. С. 118–128.*

этих бумаг на другие, например менее ликвидные на более ликвидные, как это было в Польше в 2008–2009 гг. Вариацией обратного выкупа можно назвать одновременное проведение аукционов на продажу и покупку долговых бумаг. Этот метод использовался в Бразилии в 2008–2009 гг.

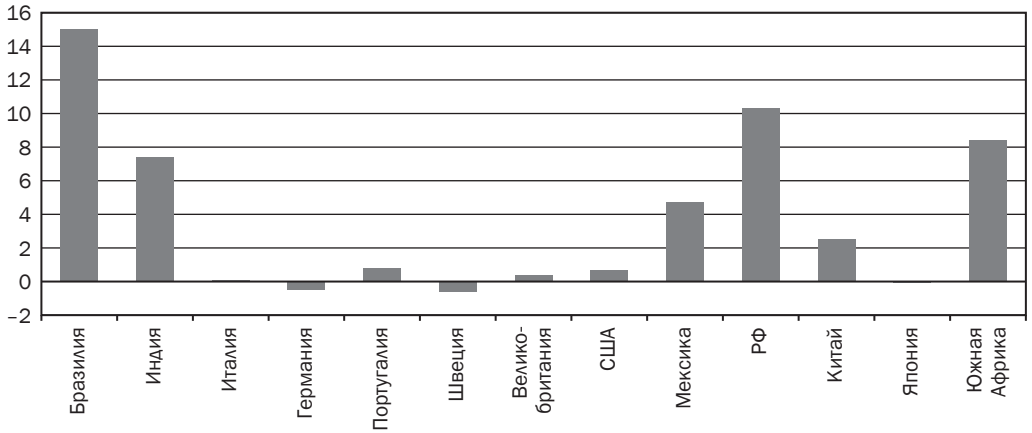
Наличие хороших макроэкономических параметров оценки госдолга в годы, предшествующие кризису, позволяет быстрее преодолеть периоды спада в экономике и перейти к ее восстановлению. Высокая зависимость от внешнего финансирования наблюдается в странах с недостаточной развитостью внутреннего долгового рынка, что делает их более уязвимыми во время коррекции. Поэтому развитие национального финансового рынка — важная задача правительства любой страны.

ОСОБЕННОСТИ АНТИКРИЗИСНОЙ ДОЛГОВОЙ ПОЛИТИКИ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН: США И БРАЗИЛИЯ

Изучение зарубежного опыта государственных заимствований проводится с целью поиска возможностей его применения в практике Российской Федерации[9]. Экономики разных стран находятся на разных стадиях развития, следовательно, долговая политика будет разниться от одной страны к другой. Например, актуальность применения облигаций с плавающей процентной ставкой, привязанной к инфляции, явно ниже в ряде стран Западной Европы (где на данный момент наблюдаются отрицательные процентные ставки на вторичном рынке, в частности в Германии и Швеции) по сравнению с развивающимися рынками Южной Америки. На рис. 3 в качестве примера представлено сравнение величины доходности двухлетних государственных облигаций ряда стран.

Рисунок 3

Доходность двухлетних государственных облигаций зарубежных стран, %



Источник: составлено автором по http://ru.investing.com, данные от 15 февраля 2016 г.

Антикризисная долговая политика США

Остановимся подробнее на особенностях антикризисной долговой политики в США. У Федерального казначейства США есть ряд преимуществ перед другими странами

[9] *Российский рынок государственных долговых инструментов активно развивается. С точки зрения анализа фактора цикличности применительно к гособлигациям РФ проследить четко выраженную привязку динамики структуры к цикличности экономики достаточно трудно. Например, за период с 1992 по 2015 г. структура госдолга разнообразна, что, по всей видимости, связано с тестированием используемых инструментов.*

в управлении государственным долгом, обусловленных высокой развитостью рынка заимствований. Фактически федеральные бумаги всегда размещаются на мировом рынке, а значит, любой предлагаемый правительством объем размещается по наиболее выгодной цене. Сведены к минимуму валютные риски (т. к. заимствования всегда осуществляются в долларах — национальной валюте), риск пролонгации частично переложен на кредитора (слишком большой объем бумаг уже находится в обращении, поэтому кредиторам выгоднее предоставить средства для нового займа, чем допустить дефолт заемщика), риск ликвидности также невысок (это крупнейший рынок).

Примерно 70 % госдолга США доступно к обращению на вторичном рынке и представлено следующими видами бумаг:

— казначейские векселя (*T-bills*) — это краткосрочные дисконтные долговые бумаги, их срок обращения не превышает один год;

— казначейские ноты (*T-notes*) — среднесрочные купонные облигации со сроком обращения от двух до десяти лет;

— казначейские бонды (*T-bonds*) — долгосрочные купонные облигации со сроком обращения более десяти лет;

— облигации с плавающей ставкой и ставкой, привязанной к инфляции (*Floating Rate Notes and Treasury Inflation-Protected Securities*);

— прочие, доля которых составляет от 1 до 3 % федеральных бумаг, доступных к обращению на вторичном рынке.

Ноты формируют основной объем задолженности — около 64 % в 2015 г. (см. рис. 2). Доля бондов немного выше доли векселей и составляла в 2015 г. 13 %. В последние 16 лет наметилась тенденция к росту доли облигаций со ставкой купона, привязанной к индексу цен потребителей (от 3 % в 2000 г. до 9 % в 2015-м).

Стратегия управления госдолгом США основывается на следующих принципах.

1. Поддержание статуса госбумаг США как безрисковых.
2. Последовательность и предсказуемость программ финансирования. С 1970 г. проводятся регулярные аукционы в соответствии с утвержденной программой, это позволяет повысить прозрачность действий правительства.
3. Унитарное (единое) привлечение средств для финансирования различных государственных программ.

Решения о долгосрочном финансировании принимаются на квартальной основе с учетом мнения частного сектора (через опросы участников рынка и группы консультантов из дилерских и брокерских домов).

Управление рисками основывается на поддержании определенной величины дюрации отдельно для кратко-, средне- и долгосрочных бумаг[10]. Программы заимствований разрабатываются на основе финансовых прогнозов, содержащихся в годовом бюджете, представленном конгрессу. Сами прогнозы пересматриваются каждые пять-шесть месяцев. На основе этих прогнозов Федеральное казначейство создает свой прогноз долгосрочных займов с использованием эконометрических моделей. Эти модели применяются для контроля над риском пролонгации и обеспечивают сглаженность структуры долга. Краткосрочная модель заимствований основывается на операционном прогнозе (прогнозе денежных потоков) правительства.

Федеральное казначейство обеспечивает высокий уровень ликвидности с помощью большой в объеме, регулярной и предсказуемой эмиссии. Система первичных дилеров для эмиссии займов, которая обеспечивает эффективное проведение аукционов, также способствует снижению вышеназванного риска.

---

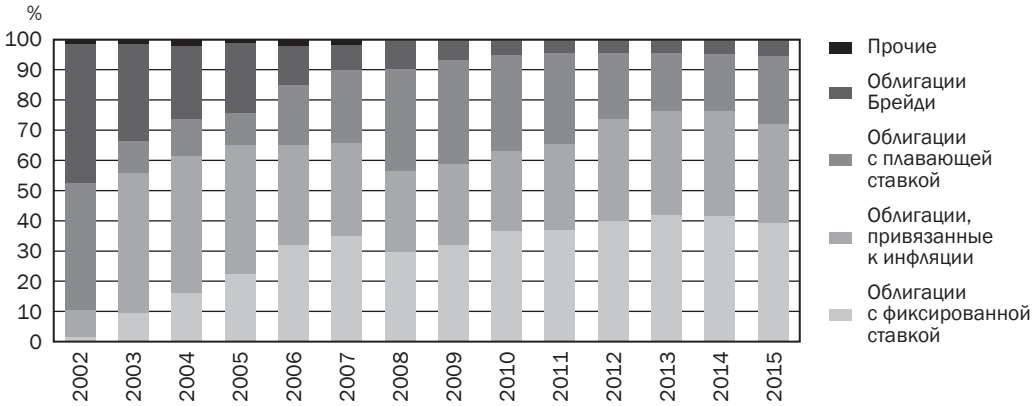
[10] *Средний срок до погашения в целом по госбумагам США составляет около пяти лет и десять месяцев, пять лет и шесть месяцев — на бумаги за вычетом обязательств с плавающей ставкой, привязанной к инфляции.*

Антикризисная долговая политика Бразилии

Казначейство Бразилии располагает широким диапазоном инструментов для управления госдолгом. Структура портфеля федеральных облигаций (внутренний долг) за последние четыре года представлена на рис. 4.

Рисунок 4

Структура портфеля федеральных облигаций Бразилии (внутренний долг) в 2012–2015 гг. (на декабрь каждого года)



Источник: Federal Public Debt / Tesouro Nacional (http://www.tesouro.fazenda.gov.br/).

Наибольшую долю в составе портфеля внутреннего долга занимают NTN-B. Это долгосрочные облигации со сроком жизни до 40 лет с плавающим купоном, привязанным к индексу IPCA (бразильский аналог индекса цен потребителей). Чуть меньшую долю составляют LTN — среднесрочные облигации со сроком обращения до четырех лет с фиксированным купоном. LFT представляют собой 5-летние бумаги со ставкой, привязанной к ставке Selic (вариант ставки Overnight). В целом на вышеуказанные бумаги приходится 95 % внутреннего рынка федеральных займов. Бразильский долговой портфель отличается от американского существенно большим количеством акцентов в пользу долгосрочных инструментов, имеющих привязку к инфляции[11]. Учитывая, что LTF имеют срок обращения более одного года и поэтому очень условно могут быть отнесены к краткосрочным инструментам, можно сделать вывод о приоритете средне- и долгосрочного заимствования. Факт высокой инфляции делает более сложным размещение долгосрочных бумаг с фиксированной ставкой купона, несмотря на стремление правительства постепенно вывести из оборота облигации с плавающим купоном.

Антикризисные действия в отношении управления долгом в Бразилии можно объединить в три группы:

— увеличение срока обращения облигаций в целях снижения риска пролонгации;

— усиленный мониторинг займов, чей срок до погашения составляет менее 12 месяцев;

— постепенное замещение облигаций с плавающим купоном на бумаги с фиксированной ставкой.

Программы займов строятся на основе прогнозов дефицита федерального бюджета и получают одобрение парламента. Федеральное казначейство ежегодно публикует подробный годовой план заимствований, согласованный Минфином. С мая 2012 г. Центральный

---

[11] *Годовая инфляция за 2015 г. в Бразилии составила 10,7 %. Источник: http://ru.investing.com.*

Минфин Бразилии очень внимательно относится к проблеме высокой инфляции. Следует отметить, что в национальной статистике страны существует около 13 различных индексов инфляции.

банк Бразилии больше не имеет права на эмиссию собственных облигаций. Теперь этим правом обладает только Казначейство, тогда как монетарные власти могут осуществлять операции только на вторичном рынке.

ВЫВОДЫ

Методы антикризисной политики государственных заимствований призваны нивелировать риски в управлении государственным долговым портфелем. Органы государственной власти располагают широким перечнем инструментов: снижение давления на долговой рынок путем изыскания средств финансирования дефицита бюджета из других (нерыночных) источников; внесение изменений в структуру срочности новых государственных заимствований исходя из текущего спроса на государственные долговые бумаги; использование технических инструментов для управления ценами для стабилизации рынка. Структура портфеля государственных долговых бумаг варьируется от одной страны к другой. США отдает предпочтение среднесрочным займам и увеличивает эмиссии краткосрочных займов во время кризисов. Великобритания, наоборот, больший акцент делает на долгосрочность. Бразилия, будучи одной из стран с развивающимся рынком, имеет в своем портфеле высокую долю облигаций со ставкой процента, привязанной к инфляции, стремясь со временем заместить их в обращении на бумаги с фиксированным доходом. Выбор той или иной структуры портфеля обусловлен рисками в его управлении, структура и величина которых индивидуальны для каждой страны.

В связи с этим опыт Бразилии как одной из стран БРИК в использовании облигаций со ставкой купона, привязанной к инфляции, представляется интересным для России, поскольку снижает риски пролонгации и позволяет снизить цену размещения. Рыночный риск в этом случае перекладывается на последующие годы. Это касается в т. ч. облигаций с плавающей ставкой купонного дохода, привязанной к инфляции (ОФЗ-ИН), которые были выпущены в РФ в 2015 г. В то же время применение краткосрочных инструментов весьма рискованно в управлении госдолгом РФ, в т. ч. из-за негативного опыта 1998 г. Поэтому опыт США, делающих акцент на высокой доле казначейских векселей, может иметь очень ограниченное использование в нашей стране.

Библиография

1. Большой экономический словарь. М.: Институт новой экономики, 1997.
2. Абель Э., Бернанке Б. Макроэкономика. СПб: Питер, 2010.
3. Варьяш И. Ю. Циклические условия монетарной политики // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 4.
4. Варьяш И. Ю., Швандар К. В., Бурова Т. Ф. Актуализация макроэкономических прогнозов в бюджетном процессе // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2014. № 4.
5. Alesina A., de Broeck M., Prati A., Tabellini G. Default Risk on Government Debt in OECD Countries / Economic Policy: A European Forum, 1992.
6. Anderson Ph., Silva A., Velandia-Rubiano A. Public Debt Management in Emerging Market Economies: Has This Time Been Different? / World Bank. Policy Research Working Paper. 2010. № WPS5399.
7. Barro R. On the Determination of the Public Debt / Journal of Political Economy. 1979. Vol. 87.
8. External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users / IMF, 2003.
9. Guidelines for Public Debt Management / World Bank and International Monetary Fund, 2001.
10. Lay K., Leipziger D., Caruana J. Strengthening Debt Management Practices: Lessons from Country Experiences and Issues Going Forward / World Bank and International Monetary Fund, 2007.

УДК 336.1

Ключевые слова:
эффективность,
государственная поддержка,
сельскохозяйственное машиностроение,
бюджет,
импортозамещение

***И. Н. Рыкова**, д. э. н.,*
руководитель Центра отраслевой экономики
Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: rykova@nifi.ru)

***Е. О. Метелькова**,*
референт государственной гражданской службы РФ 3 класса
(e-mail: Elena.Metelkova@minfin.ru)

Эффективность мер государственной поддержки в области сельскохозяйственного машиностроения

Актуальность исследования эффективности мер государственной поддержки в области сельскохозяйственного машиностроения обусловлена задачей оптимизации бюджетных расходов на развитие сельскохозяйственного машиностроения в Российской Федерации и выявлением достижения поставленных целей при реализации государственной политики в этой сфере. В рамках данной статьи проводится анализ антикризисных мер по стабилизации ситуации в отрасли сельскохозяйственного машиностроения по видам техники и оборудования с учетом импортозамещения.

Данное исследование базируется на ряде принятых нормативно-правовых документов и стратегических приоритетов, а также государственных программ, которые должны дать стимулы для развития отечественной промышленности. Систематизация документов, определяющих развитие отрасли сельскохозяйственного машиностроения, приведена в табл. 1.

Таблица 1

Перечень нормативно-правовых актов, определяющих развитие сельскохозяйственного машиностроения в Российской Федерации

Наименование	Ожидаемые результаты и индикаторы
Стратегия развития сельскохозяйственного машиностроения России на период до 2020 г.	Объем рынка — 349,98 млрд руб. Экспорт — 46,19 млрд руб. Объем продаж российских тракторов — 65 тыс. шт., зерно- и кормоуборочных комбайнов — более 9 тыс. шт. в год Рост производительности труда — 363 % при значении 3 992 256 руб./чел. Средняя заработная плата в отрасли — 56 000 руб. Налоговые поступления в бюджеты всех уровней — 181,8 млрд руб.

Наименование	Ожидаемые результаты и индикаторы
Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 г.	Объем инвестиций в сельскохозяйственное машиностроение увеличится в 1,9 раза Производительность труда в данном секторе машиностроения увеличится более чем в 2,2 раза Объем экспорта сельскохозяйственной техники увеличится в 5 раз (в стоимостном выражении) Ежегодный рост объемов производства в период до 2020 г. — в среднем на 5 % Объем производства в 2030 г. относительно уровня 2011 г. увеличится более чем в 2,5 раза
Государственная программа «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности»	Объем производства тракторов сельскохозяйственного назначения — около 10 тыс. шт. в год, зерно- и кормоуборочных комбайнов — около 7,1 тыс. шт.

Источники: Приказ Министерства промышленности и торговли Российской Федерации от 22.12.2011 № 1810 «Об утверждении Стратегии развития сельскохозяйственного машиностроения России на период до 2020 года»; Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года; Постановление Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 328 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации “Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности”».

В среднем после принятия Стратегии развития сельскохозяйственного машиностроения до 2020 года рост общего объема выпуска продукции составил около 3 млрд руб. в год, а налоговые поступления в бюджеты всех уровней — около 12 млрд руб. при установленном целевом показателе на 2020 г. 181,8 млрд руб. В 2011 г. суммарный рост производства сельскохозяйственных машин и оборудования превысил результаты 2010 г. почти в два раза. Однако впоследствии объем производства демонстрировал незначительное падение (в среднем с 2012 по 2014 г. — на 10 %). В целом наибольшее снижение было отмечено в 2013 г., когда более всего пострадало производство тракторов для сельского и лесного хозяйства и прочих, а также комбайнов силосоуборочных самоходных (почти в два раза). В то же время производство сеялок тракторных (без туковых), характеризующееся общим незначительным падением, в 2013 г. неожиданно подросло, хотя так же незначительно, а к 2014 г. почти на 50 % снизилось производство гусеничных тракторов (табл. 2).

Таблица 2

Основные показатели развития отрасли сельскохозяйственного машиностроения в Российской Федерации в 2013–2015 гг.

Виды техники и оборудования	Производство, тыс. шт.		Парк, тыс. шт.			Коэффициент обновления за счет отечественного производства, %			Импорт, тыс. шт.			Отношение импорта к производству, %	
	2013	2014	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014
Тракторы	7,6	6,7	259,7	247,3	233,6	2,93	2,71	-	27,95	35,1	33,25	367,76	523,88
Тракторы гусеничные	1,13	0,5	н/д	н/д	н/д	-	-	-	0,39	3,34	5,25	34,51	668,0
Плуги	3,37	3,1	71,4	67,8	64,1	4,72	4,57	-	20,72	19,8	10,83	614,84	638,71
Культиваторы	16,5	14,2	102,2	97,8	93,2	16,14	14,52	-	н/д	н/д	н/д	-	-
Сеялки	2,36	2,30	107,5	100,7	93,6	2,20	2,28	-	6,82	6,74	5,82	288,98	293,04
Комбайны зерноуборочные	5,85	5,68	67,9	64,6	61,4	8,62	8,79	-	2,81	2,12	0,79	48,03	37,32

Источник: данные Росстата и ФТС.

Объем импорта сельскохозяйственного машиностроения снизился в 2013–2015 гг. на $2,04 млрд и составил в 2015 г. $1,12 млрд, а объем экспорта — лишь $242,33 млн.

По данным Росстата, парк и производство сельскохозяйственных машин и оборудования в Российской Федерации снижается, при этом доля импорта техники растет (табл. 2). Только по комбайнам зерноуборочным наблюдается тенденция снижения импорта. Следует отметить, что в 2015 г. парк сельскохозяйственной техники значительно сократился по ряду позиций: тракторы (−13,7 тыс. шт.), сеялки (−7,1 тыс. шт.), культиваторы (−4,6 тыс. шт.), плуги (−3,7 тыс. шт.) и т. д.

Кроме того, Стратегия в качестве целевого индикатора содержит среднюю заработную плату по отрасли, которая к 2020 г. должна показать трехкратный рост. Проведенный анализ российских организаций показывает незначительные изменения в данном сегменте (табл. 3). Стабильным (хотя и незначительным) ростом по направлениям характеризуется только среднемесячная заработная плата работников, составившая в 2015 г. 23,9 тыс. руб. Это значит, что для достижения целевого показателя, заявленного в Стратегии, за период с 2016 по 2020 г. среднемесячная заработная плата работников должна возрасти более чем в два раза.

В 2013 г. наибольшую производительность труда продемонстрировали организации в сфере производства тракторов для сельского хозяйства. В период с 2013 по 2015 г. постоянную отрицательную тенденцию показывали организации, предоставляющие услуги по монтажу, ремонту и техническому обслуживанию машин для сельского хозяйства, включая колесные тракторы, и лесного хозяйства. С другой стороны, в период с 2014 по 2015 г. производительность росла в организациях по производству машин, используемых в растениеводстве. Таким образом, изменения в производительности организаций по производству прочих машин и оборудования для сельского и лесного хозяйства были взаимокомпенсируемыми и показали действительно незначительные колебания — небольшой рост в 2014 г. и слабое падение в 2015-м. В целом и производство, и основные финансово-экономические показатели указывают на общий спад в области сельскохозяйственного машиностроения.

Таблица 3

Основные финансово-экономические показатели организаций в сфере производства сельскохозяйственных машин и оборудования

Виды экономической деятельности	Оборот организаций, тыс. руб.			Средняя численность работников (без совместителей), чел.			Среднемесячная заработная плата работников, руб.		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
29.3. Производство машин и оборудования для сельского и лесного хозяйства	69 060 191	78 341 780	76 745 038	27 833		26 111	17 524	19 886	21 081
29.31. Производство тракторов для сельского хозяйства	21 161 294	22 635 494	20 647 516	3764	4092	4309	25 260	28 580	34 123
29.32. Производство прочих машин и оборудования для сельского и лесного хозяйства, в т. ч.:	47 898 898	55 702 527	56 097 522	24 069	21 795	21 802	16 749	19 035	20 293
29.32.1. Производство машин, используемых в растениеводстве	40 695 305	49 521 353	51 148 903	10 464	9444	10 206	19 717	21 077	23 957
29.32.9 Предоставление услуг по монтажу, ремонту и техническому обслуживанию машин для сельского хозяйства, включая колесные тракторы, и лесного хозяйства	2 749 711	2 554 458	2 409 981	10 580	9761	9145	13 920	15 839	18 045

Примечание: данные за 11 месяцев 2015 г.
Источник: составлено авторами по данным СПАРК.

Оснащенность сельскохозяйственных товаропроизводителей на данный момент не позволяет организовать производственный процесс в нормативные сроки, что может привести к снижению выпуска производимой продукции. В 2015 г. вводятся дополнительные меры поддержки, такие как гранты в форме субсидий из федерального бюджета на реализацию перспективных инновационных проектов[1] и соответствующий приказ Минсельхоза России[2]. В 2016 г. появляется Программа поддержки сельскохозяйственного машиностроения[3], но при этом в Государственной программе «Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности» подпрограмма поддержки сельхозмашиностроения исчезает.

Основным направлением сейчас является поддержка отраслей, которые подвержены рискам ограничения спроса, спада объемов производства, а также тех отраслей, которые имеют наибольший потенциал, чтобы выйти на новые рынки, увеличить объемы производства, повысить свою эффективность[4]. После предотвращения кризисного ухудшения ситуации, обеспеченного предыдущим Антикризисным планом, ставится задача по принятию структурных изменений, в том числе приоритизации мер государственной поддержки.

В 2016 г. утверждается новый Антикризисный план с дополнительным объемом финансирования 10 млрд руб. на п. 15 «Реализация программы поддержки сельскохозяйственного машиностроения, в том числе обновление парка сельскохозяйственных вузов»[5] для стимулирования спроса на российскую сельскохозяйственную технику, снижение нагрузки на российских сельскохозяйственных товаропроизводителей. Таким образом, планируется повысить технологический уровень сельскохозяйственной техники, предоставить возможность не только количественной, но и качественной замены зарубежной сельскохозяйственной техники на отечественную.

Минпромторгом России утвержден отраслевой План по импортозамещению в отраслях сельскохозяйственного и лесного машиностроения[6]. Доля фактического импорта сельскохозяйственных тракторов, машин для обработки почвы на момент формирования плана (2015 г.) составляла не менее 90 %, максимум снижения импорта, установленный на 2020 г., — от 50 до 75 %. Машины и оборудование для послеуборочной обработки и хранения урожая занимали не менее 90 %, и максимум снижения составляет 45 %. Фактический импорт машин для защиты растений — 99 %, предусмотрено его снижение до 19 %. Импорт машин для уборки зерновых и зернобобовых, а также для заготовки кормов составлял около 80 %, запланированное максимальное снижение — 50–55 %. Машины

---

[1] *Постановление Правительства Российской Федерации от 7 июля 2015 г. № 678 «Об утверждении Правил предоставления грантов в форме субсидий из федерального бюджета на реализацию перспективных инновационных проектов в агропромышленном комплексе в рамках подпрограммы “Техническая и технологическая модернизация, инновационное развитие” государственной программы РФ “Государственная программа развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013–2020 годы”».*

[2] *Приказ Министерства сельского хозяйства Российской Федерации от 21.09.2015 № 430 «Об утверждении документов, предусмотренных правилами предоставления грантов в форме субсидий из федерального бюджета на реализацию перспективных инновационных проектов в агропромышленном комплексе в рамках подпрограммы “Техническая и технологическая модернизация, инновационное развитие” государственной программы РФ “Государственная программа развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013–2020 годы”».*

[3] *Распоряжение Правительства РФ от 25 марта 2016 г. № 501-р «Об утверждении программы поддержки сельскохозяйственного машиностроения на 2016 год».*

[4] *Заседание Правительства 18 февраля 2016 г. / Официальный сайт Правительства Российской Федерации (http://government.ru/news/21842/).*

[5] *Об утверждении Плана действий Правительства России, направленных на обеспечение стабильного социально-экономического развития Российской Федерации в 2016 году (http://government.ru/news/22017/).*

[6] *Приказ Минпромторга России от 31.03.2015 № 659 «Об утверждении отраслевого плана по импортозамещению в отраслях сельскохозяйственного и лесного машиностроения Российской Федерации».*

для посева и уборки корнеклубнеплодов занимали 60–70 % импорта, предусмотрено снижение импорта до 20–30 %. Фактический импорт машин для внесения удобрений и полива составлял 45 %, в планах — снизить его на 25 %.

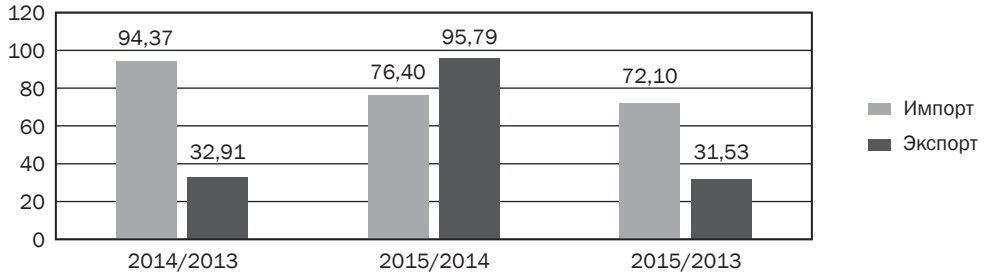
Стоит отметить, что рост минимального уровня импорта борон ножевых, игольчатых, ротационных, пружинных и шарнирных предусмотрен на 5 %, в то время как минимальный уровень импорта транспортеров для навоза, зубовых борон, дисковых и лемешных лущильников и катков установлен на 0 %, т. е. не предусматривается развитие данного вида оборудования. Импорт прочих машин для пахоты и глубокого рыхления (специального назначения) по-прежнему не планируется. При достижении запланированных минимумов по импорту субсидии удалось бы сократить менее чем на 70 млн руб.

В перечне комплексных инвестиционных проектов по развитию гражданской промышленности Минпромторга России отсутствуют проекты в области тракторостроения и сельскохозяйственного машиностроения[7]. Причиной тому стало в основном несвоевременное предоставление документов организациями. В то же время ряд сельхозпредприятий включен в Перечень организаций, оказывающих существенное влияние на отрасли промышленности и торговли. Такие организации должны соответствовать одному из критериев, указанных в п. 5. В данный Перечень включены пять предприятий: ООО «Комбайновый завод «Ростсельмаш» (Ростовская обл.), ЗАО «Петербургский тракторный завод», ОАО «Морозовсксельмаш», АО «Клевер» (Ростовская обл.) и ООО «Ростовский прессово-раскройный завод»[8]. А в отрасли таких предприятий — 92, и по мнению Минпромторга, большинство из них не оказывает влияния на развитие сельскохозяйственного машиностроения. В 2015 г. организациям выделялись субсидии на возмещение части затрат на уплату процентов по кредитам, полученным на пополнение оборотных средств и (или) финансирование текущей производственной деятельности, на основании кредитных договоров, сейчас субсидия становится доступной только для одного предприятия — ООО «Комбайновый завод «Ростсельмаш».

Для анализа данных Федеральной таможенной службы по динамике объема внешней торговли выбраны коды ТН ВЭД. Темпы роста физического и стоимостного объемов импорта и экспорта за рассмотренный период отличаются незначительно. Если рассматривать в более краткосрочных периодах: общие темпы роста импорта с 2013 по 2014 г. превышали экспорт почти в три раза, с 2014 по 2015 г. ситуация прямо противоположная. Именно эта взаимная компенсация и позволила сохранить баланс за весь период. Это позволяет говорить об изменении структуры внешней торговли в данном периоде.

Рисунок 1

Темпы роста физического объема внешней торговли сельскохозяйственной техники и оборудования, %



Источник: составлено авторами по данным ФТС.

---

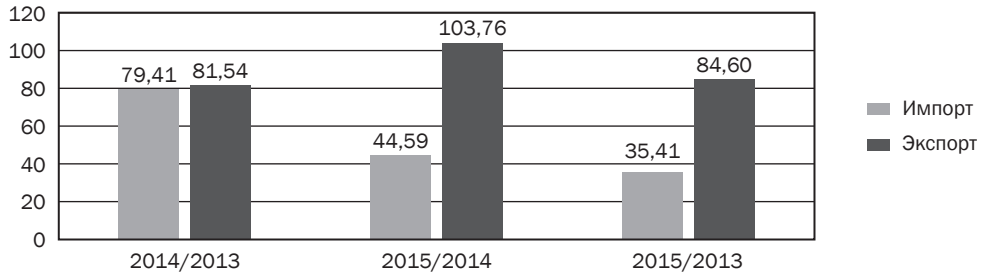
[7] *Перечень комплексных инвестиционных проектов по приоритетным направлениям гражданской промышленности (http://minpromtorg.gov.ru/common/upload/files/docs/2015.12.15_Perechen_KIP_po_PPRF_3.docx).*

[8] *Документы Минпромторга России (http://minpromtorg.gov.ru/docs/).*

В целом объемы и импорта, и экспорта с каждым годом сокращаются. Наибольшее снижение импорта отмечено в части колесных тракторов для полуприцепов и прочих борон, рыхлителей, культиваторов, полольников и мотыг. Снижение стоимостных объемов при росте физических объемов отмечено в части гусеничных и прочих тракторов, машин для защиты растений, для уборки зерновых и зернобобовых, доильных установок и аппаратов, инкубаторов и брудеров, и прочего оборудования для птицеводства. Оборудование для виноделия, производства сидра, фруктовых соков или аналогичных напитков характеризуется ростом как стоимостного, так и физического объемов.

Рисунок 2

Темпы роста стоимостного объема внешней торговли сельскохозяйственной техники и оборудования, %



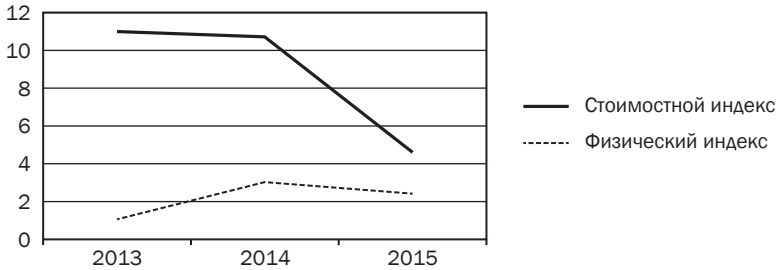
Источник: составлено авторами по данным ФТС.

Если говорить об экспорте, то наибольший рост отмечен в сфере колесных тракторов и полуприцепов, импорт которых отмечен наибольшим спадом. В остальных разделах наблюдается либо незначительный рост стоимостного и физического объемов одновременно, либо снижение стоимостного объема при росте физического. Однако рост в этих отраслях настолько невелик, что не компенсирует падения в остальных, и общие показатели демонстрируют снижение.

Таким образом, в настоящее время нельзя говорить об эффективности реализации государственной поддержки сельскохозяйственного машиностроения, направленной на рост экспорта и повышение конкурентоспособности отечественного сегмента промышленности на мировых рынках. Измерение индекса структурного обмена[9] позволит отслеживать тенденции на рынке внешней торговли сельскохозяйственного машиностроения в долгосрочной перспективе (рис. 3).

Рисунок 3

Индекс структурного обмена внешней торговли сельскохозяйственного машиностроения



Источник: составлено авторами.

[9] *Индекс структурного обмена представляет собой отношение импорта к экспорту.*

Падение стоимостных объемов внешней торговли в области сельскохозяйственного машиностроения обусловлено многими факторами, в т. ч. спадом производства, влиянием санкций, а также общим кризисным состоянием экономики. Таким образом, только на основании этого показателя нельзя в полной мере судить о необходимости дополнительной антикризисной поддержки сельскохозяйственного машиностроения в 2016 г. В то же время необходимо отметить низкое качество планирования значений целевых показателей в механизме стратегического планирования развития сельскохозяйственного машиностроения, что не в полной мере обеспечивает оценку эффективности, а также несовершенство системы мониторинга государственных программ, недостаточное отражение различных инструментов государственной политики, отсутствие увязки стратегического и бюджетного планирования.

Текущая ситуация позволяет сделать вывод о необходимости разработки более осознанного и объемлющего подхода к вопросу оказания государственной поддержки сельскохозяйственного машиностроения в России.

Предлагается решить ряд вопросов по разработке методического инструментария оценки эффективности мер государственной поддержки в области развития сельскохозяйственного машиностроения:

— выработать единые подходы к статистическому сбору информации об объемах производства по видам производимой техники и оборудования, парку техники, импорту и экспорту, то есть взаимоувязать различные коды, как это сделано по производству сельскохозяйственной продукции;

— разработать систему показателей оценки эффективности мер государственной поддержки с учетом вклада отрасли в развитие экономики, а также социальной эффективности (количество рабочих мест, заработная плата и т. д.).

Библиография

1. Подшивалова В. В. Актуальные аспекты государственного регулирования импорта сельскохозяйственной техники // Экономика и управление: анализ тенденций и перспектив развития. 2016. № 25.
2. Камалдинова О. С. Меры государственной поддержки развития сельскохозяйственного машиностроения // Современное развитие экономических и правовых отношений. Образование и образовательная деятельность. 2014. № 1.
3. Рыкова И. Н., Фокина Т. В. Совершенствование подходов к системе оценки эффективности государственных программ Российской Федерации // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Экономика и право. 2014. № 9–10.
4. Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года.
5. Постановление Правительства РФ от 15 апреля 2014 г. № 328 «Об утверждении государственной программы Российской Федерации “Развитие промышленности и повышение ее конкурентоспособности”».
6. Постановление Правительства Российской Федерации от 07 июля 2015 г. № 678 «Об утверждении Правил предоставления грантов в форме субсидий из федерального бюджета на реализацию перспективных инновационных проектов в агропромышленном комплексе в рамках подпрограммы “Техническая и технологическая модернизация, инновационное развитие” государственной программы РФ “Государственная программа развития сельского хозяйства и регулирования рынков сельскохозяйственной продукции, сырья и продовольствия на 2013–2020 годы”».
7. Распоряжение Правительства РФ от 25 марта 2016 г. № 501-р «Об утверждении программы поддержки сельскохозяйственного машиностроения на 2016 год».
8. Приказ Министерства промышленности и торговли Российской Федерации от 22.12.2011 № 1810 «Об утверждении Стратегии развития сельскохозяйственного машиностроения России на период до 2020 года».
9. Приказ Минпромторга России от 31.03.2015 № 659 «Об утверждении отраслевого плана по импортозамещению в отраслях сельскохозяйственного и лесного машиностроения Российской Федерации».

УДК 336.7

***Ключевые слова**:*
партисипаторное бюджетирование,
инициативное бюджетирование,
принципы, инструменты,
эффекты инициативного бюджетирования

***В. В. Вагин**, к. филос. н.,*
руководитель Центра инициативного бюджетирования
Научно-исследовательского финансового института
(e-mail: vagin@nifi.ru)

Теоретические аспекты развития инициативного бюджетирования в России

Вовлеченность граждан в бюджетный процесс — общемировой тренд, проявляющийся в открытости бюджетной информации, ее прозрачности и понятности, увеличении числа публичных слушаний с обсуждением содержания бюджетов различных уровней. Все большее распространение в мире начинает получать непосредственное участие граждан в бюджетном процессе — партисипаторное бюджетирование.

В Российской Федерации в 2007 г. начались пилотные проекты Программы поддержки местных инициатив (ППМИ) Всемирного банка[1] и партии «Единая Россия» в отдельных субъектах РФ по решению проблем местного значения на основании принятых гражданами решений в отношении расходования части бюджетных средств[2].

Существуют по меньшей мере пять критериев, выделяемых в зарубежных исследованиях и выступающих неотъемлемыми чертами проектов партисипаторного бюджетирования: акцент на обсуждение бюджетных вопросов, обязательность участия представителей власти, серийный, повторяющийся на протяжении ряда лет процесс реализации, публичное обсуждение с участием граждан, организация публичной отчетности[3].

Инициативным бюджетированием (ИБ) может быть назван первый этап развития партисипаторного бюджетирования в Российской Федерации в силу значительного числа его особенностей. К ним можно отнести: разнообразие практик, распределение бюджетных средств исключительно на основе инициатив граждан, встроенность в бюджетный процесс на региональном и местном уровнях, участие граждан в реализации проектов, привлечение софинансирования со стороны граждан и бизнеса. Таким образом, инициативное бюджетирование — это совокупность разнообразных, основанных на гражданской инициативе практик по решению вопросов местного значения при непосредственном

---

[1] *Шульга И., Сухова А., Хачатрян Г. Программа поддержки местных инициатив в России: итоги реализации и факторы успеха. М., 2015.*

[2] *Вагин В. В., Гаврилова Н. В., Шаповалова Н. А. Инициативное бюджетирование в России: лучшие практики и направления развития // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 4. С. 95.*

[3] *Аллегретти Д., Реке А., Сентоме И., Херцберг К. Партисипативный бюджет: разнообразие форм и моделей // Муниципалитет: экономика и управление. 2013. № 2.*

участии граждан в определении и выборе объектов расходования бюджетных средств, а также при последующем контроле за реализацией отобранных проектов.

Большинство инициатив граждан, выдвигающихся в ходе реализации практик ИБ, направлено на решение вопросов местного значения. Таким образом, далеко не все гражданские инициативы неполитического характера нашли свою реализацию в существующих практиках.

Практики ИБ основаны на нормах «демократии участия» и предполагают непосредственное участие граждан в процессе принятия решений о расходовании бюджетных средств. Несмотря на то что конечные решения вырабатываются совместно с представителями властей, учет мнения граждан на всех этапах обсуждения и принятия решений обязателен. «Демократия участия» видоизменяет бюджетный процесс, делая упор на изначальных процедурах согласования решений с участием максимально широкого круга граждан. Основные этапы бюджетного процесса традиционной демократической процедуры остаются без изменений, тем не менее широкое вовлечение граждан повышает качество обсуждаемых решений[4].

Один из безусловных эффектов инициативного бюджетирования в нашей стране — формирование новых, современных компетенций у организаторов и активистов из числа граждан, участвующих в проектах ИБ. В числе этих компетенций следует особо выделить умение работников органов власти организовать и развернуть процедуры подлинного участия граждан в реализации выдвинутых проектов и софинансирования инициатив населением.

Участие населения в инициировании, реализации и контроле обеспечивает выдвижение приоритетных для финансирования проектов, прозрачность бюджетных решений, экономию бюджетных средств, пристальный контроль за подрядчиками, бережную эксплуатацию созданных объектов, рост налоговых поступлений и т. д. Механизм софинансирования позволяет привлечь дополнительно существенный объем средств от населения, бизнеса и муниципалитетов к субсидиям, выделяемым из региональных бюджетов. Но самое главное, он возвращает сопричастность граждан к судьбам своих городов, поселений, способствует искоренению иждивенческих настроений и стремления жить на всем готовом, формирует ответственного гражданина своей страны.

Уже сегодня школу проектов инициативного бюджетирования в России прошли сотни тысяч граждан, выгодополучателями от реализации проектов стали от трех до пяти миллионов человек. По данным социологических исследований в регионах проведения проектов инициативного бюджетирования, отчетливо видна динамика увеличения численности людей, удовлетворенных качеством поселенческой инфраструктуры. Но едва ли не самое главное — граждане меняют свое отношение к власти, растет уровень доверия к тем руководителям, которые лично участвуют и поддерживают развитие инициативного бюджетирования в своих муниципальных образованиях и регионах.

Актуальность формирования теоретических основ развития и регулирования ИБ вызвана высоким потенциалом повышения эффективности общественных финансов в ходе реализации данных практик и рядом социальных эффектов, сопровождающих ИБ, в первую очередь установлением отношений конструктивного сотрудничества между представителями власти и гражданами. Все названные выше причины обусловливают необходимость гораздо более активного развития существующих практик ИБ и появление новых, основанных на участии граждан в бюджетных инициативах.

Масштабное развитие практик ИБ наталкивается на целый ряд проблем: недостаток информации и знаний об ИБ у представителей органов государственной власти,

---

[4] *Participatory Budgeting. Public Sector Governance and Accountability series / Shah A. (ed.) The World Bank, 2007.*

отсутствие навыков организации процедур участия граждан в обсуждениях; неразвитость институциональной инфраструктуры развертывания практики ИБ в регионах РФ и т. д. Теоретический фундамент изучения ИБ позволит перейти к разработке программ развития и регулирования инициативного бюджетирования в Российской Федерации и субъектах РФ.

ОСНОВНЫЕ ТРЕНДЫ РАЗВИТИЯ ИНИЦИАТИВНОГО БЮДЖЕТИРОВАНИЯ

Анализ российского и зарубежного опыта позволил выявить ряд актуальных трендов участия граждан в бюджетировании[5].

Первый тренд характеризуется существенным проникновением интернет- и цифровых технологий в процесс принятия решений гражданами.

В Тульской области в 2015 г. была запущена единая информационная система подачи и оценки заявок для участия в проектах «Народный бюджет»[6]. На данном ресурсе отображается информация о каждом проекте инициативного бюджетирования в области: полный пакет документов, включая протокол собрания жителей, заявка, сведения о руководителе инициативной группы, казначее, об ответственном за реализацию проекта в муниципалитете, о размерах софинансирования из всех источников и т. д.

К сожалению, широкое распространение голосования в интернете в пользу тех или иных проектов наталкивается на проблему верификации участников голосований. Процент фальсификаций при использования интернета как канала коммуникации слишком высок.

Второй тренд участия граждан в бюджетировании включает в себя вовлечение в практики партисипаторного бюджетирования разных социальных групп. Так, в Нью-Йорке действует специальная программа, рассчитанная на мигрантов — не граждан США. В Бостоне молодежный совет организует практику обсуждения и выбора молодыми гражданами проектов, направленных на решение их проблем. В Индии и Китае широкую известность получили проекты вовлечения женщин в решение местных вопросов.

Данный тренд актуален и в России, где в отдельных регионах участники инициативного бюджетирования — преимущественно женщины или мужчины. Ряд российских регионов рассматривает возможность участия молодежи в инициативном бюджетировании, что дает прекрасную возможность их обучения бюджетной грамотности на практике.

Третий тренд определяется широким вовлечением некоммерческих организаций в проекты с участием граждан. Организаторами программ партисипаторного бюджетирования в целом ряде стран являются НКО. Именно они взяли на себя непростой труд посредничества между органами власти и населением. Большинство из этих НКО по сути выполняет функции проектных центров в области практической реализации партисипаторного бюджетирования.

Четвертый тренд можно назвать интеграцией партисипаторного бюджетирования в политику бюджетной открытости. В большинстве стран мира проекты «Открытого бюджета» и «Открытого правительства» по-прежнему никак не связаны с партисипаторным бюджетированием. Однако руководство США, приступив в 2016 г. к реализации четвертого Плана действий открытости правительства, включило в него проекты, направленные на участие граждан в бюджетном процессе.

Пятый тренд проявился в распространении инновационных практик на базе классического партисипаторного бюджетирования. Эти практики учитывают территориальные

---

[5] *Гаврилова Н. В. Зарубежные тренды в сфере партисипаторного бюджетирования // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 2. С. 118–125.*

[6] *Правила участия в проекте «Народный бюджет-2016» / Открытый регион (https://or71.ru/primi_uchastie/narodniy_budjet/).*

и социально-экономические особенности мест реализации проектов и оказывают все большее влияние на проекты софинансирования гражданами развития общественной инфраструктуры.

ОСНОВНЫЕ ПРИНЦИПЫ РАЗВИТИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНИЦИАТИВНОГО БЮДЖЕТИРОВАНИЯ

Принципы развития и регулирования ИБ не тождественны ключевым принципам инициативного бюджетирования — принципам гражданского участия, открытости процедур, прозрачности и полноты бюджетной информации, сотрудничества участников и т. д., хотя, безусловно, между ними есть существенная связь. Основные принципы развития и регулирования ИБ:

1. Принцип равных прав на участие — каждый субъект РФ, муниципальное образование в составе субъектов имеют равные права на участие в основных мероприятиях развития ИБ в России.
2. Принцип последовательности действий — развитие и регулирование инициативного бюджетирования представляет собой не одномоментное действие, а развернутый во времени, в соответствии с внутренней логикой, процесс.
3. Принцип комплексности деятельности — учет разнонаправленности действий субъектов развития ИБ, особенностей применения универсальных инструментов и апробированных механизмов участия граждан в практиках ИБ.
4. Принцип разнообразия практик означает, что любая практика инициативного бюджетирования, основанная на механизме подлинного участия граждан в бюджетном процессе, вносит свой вклад в копилку общего опыта ИБ.
5. Принцип инициативности — участие субъектов РФ и муниципальных образований в мероприятиях развития ИБ носит инициативный, заявительный характер.
6. Принцип гибкого мотивирования к участию — вовлечение субъектов в процесс инициативного бюджетирования носит характер побуждения к участию через систему гибких стимулов: рейтинги, конкурсы и т. д.
7. Принцип соучастия — развитие инициативного бюджетирования опирается на сотрудничество государственных и муниципальных органов власти, проектных центров и инициативных групп граждан.
8. Принцип встроенности в систему государственного регулирования означает, что базовые основания процесса регулирования ИБ должны проистекать из основных правовых документов, регламентирующих сферу общественных финансов и местного самоуправления в РФ.
9. Принцип самоорганизации участников — основой регулирования процесса развития инициативного бюджетирования выступают преимущественно коллегиальные совместные решения.
10. Принцип информационной открытости означает, что представители органов власти, консультанты, эксперты, активисты и участники проектов получают свободный доступ к интересующей их информации об основных документах, определяющих развитие и регулирование ИБ, о бюджете, процедурах и т. д.

ЭФФЕКТЫ ИНИЦИАТИВНОГО БЮДЖЕТИРОВАНИЯ

Безусловно, проекты инициативного бюджетирования направлены на решение острых проблем, волнующих граждан. Это в основном инфраструктурные проблемы: водоснабжение, дороги и тротуары, ремонт домов культуры, строительство детских площадок, освещение улиц и др. Подавляющее большинство проектов ИБ, реализованных в Российской Федерации, направлено на решение вопросов местного значения. Однако в ходе

реализации проектов выявилась еще одна особенность, проявившаяся в наборе дополнительных эффектов. Эти эффекты не были изначальной целью проектов, но их потенциал заставляет обратить на них более пристальное внимание. Можно говорить о трех группах эффектов — социальных, управленческих и экономических.

В числе важнейших экономических эффектов, выявленных в ходе реализации проектов инициативного бюджетирования, следует назвать уменьшение контрактной цены реализуемых проектов. Очень часто проекты, направленные на решение значимых проблем, уже имеют проектно-сметную документацию, составленную муниципальными властями. Граждане вступают в обсуждение проектов и находят способы существенно уменьшить цену проектов для того, чтобы они уложились в нормативы региональных программ. В рамках ИБ граждане перестают относиться к таким процедурам формально, поскольку осознают, что эти средства будут направлены на решение вполне конкретной, известной гражданам проблемы.

После одобрения конкурсной комиссией собственных проектов граждане гораздо активнее участвуют в их реализации и контроле за ходом работ. Нередки случаи, когда граждане выступают самыми строгими контролерами сделанного — с линейкой промеряют ширину и толщину дорожного покрытия, считают каждую тонну завезенного асфальта и бетона. Представители органов власти в лице активистов проектов ИБ получают добросовестных помощников на общественных началах.

Обращает на себя внимание деятельность подрядчиков, выигравших на конкурсах муниципальные контракты на реализацию проектов ИБ. Многие из них, столкнувшись со столь пристальным общественным контролем, вынуждены многократно переделывать работу. Большинство из подрядчиков выполняют ее с минимальной доходностью. Имеет смысл рассматривать данное явление с позиций социального предпринимательства. В силу соседских взаимоотношений предприниматели, реализующие данные проекты, не рассматривают их в качестве источника существенного дохода.

Вовлечение граждан в реализацию проектов меняет иждивенческое отношение к проекту как «подарку», сделанному за государственный или муниципальный счет, на более ответственный подход. Мало кто из участников проекта инициативного бюджетирования пройдет мимо вандалов, которые разрушают сделанное совместными усилиями граждан. Увеличение срока службы, бережная эксплуатация — отличительные особенности проектов ИБ.

Однако едва ли не важнейший из экономических эффектов связан с софинансированием гражданами проектов инициативного бюджетирования. Безвозмездный денежный вклад, или самообложение, граждан — практика достаточно широко известная. Она получила свое отражение в ст. 56 Федерального закона № 131 «Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации». Ряд субъектов Федерации издали собственные законы о самообложении граждан. Однако софинансирование гражданами в рамках инициативного бюджетирования, в основе которого также лежат разовые платежи в форме безвозмездного вклада граждан, дает дополнительный эффект. При софинансировании граждане участвуют в реализации проектов, могут проследить, на что потрачены их деньги. Любой гражданин, внесший свой безвозмездный вклад, имеет гораздо большее право на участие в реализации проекта.

Любопытную особенность выявили немецкие ученые, изучавшие опыт партисипаторного бюджетирования в латиноамериканских странах. В городах, где реализуются проекты партисипаторного бюджетирования, возрастает налоговая дисциплина, особенно в части местных бюджетообразующих налогов[7].

---

[7] *Cabannes Y. Contribution of Participatory Budgeting to Provision and Management of Basic Services / IIED working paper, 2014.*

Заслуживает упоминания еще один экономический эффект инициативного бюджетирования. Как правило, граждан волнуют очень разные проблемы, острота которых разнится в различных населенных пунктах, и их сложно бюджетировать, т. е. собрать в одну программу. При небольшой стоимости решение проблемы, волнующей граждан, сопряжено с большим количеством управленческих задач. Зачастую бывает непонятно, за счет какой статьи бюджета можно профинансировать единичный объект. Именно на решение подобных проблем направлено инициативное бюджетирование на местном уровне.

Инновационные практики инициативного бюджетирования выходят за рамки решений вопросов местного значения. Зарубежный опыт демонстрирует нам участие граждан в разработке стратегий развития городов (Плоцк, Польша), относительно крупных объектов сельской инфраструктуры (Ченьду, Китай) и т. д. На повестку дня выходят проекты вовлечения граждан в развитие объектов общественной инфраструктуры и софинансирования подобных проектов.

Кроме того, становятся заметными эффекты роста качества управления у руководителей и сотрудников органов власти, принимающих участие в обсуждениях инициированных гражданами проектов. У них формируется новая компетенция по взаимодействию с гражданами и организациями общественного самоуправления. Совместная работа на собраниях граждан, в бюджетных комиссиях рождает взаимопонимание, позволяет гражданам увидеть непростой процесс управленческого решения изнутри, заметить «подводные камни» очевидных решений. Но и работники органов власти начинают более компетентно и профессионально относиться к работе с гражданами. Данные навыки позволяют существенно увеличить результативность их управленческих решений. Кроме того, в ходе реализации проектов ИБ у руководителей и сотрудников органов местного самоуправления формируются навыки проектной организации труда. Причем формирование этого навыка происходит не в ходе обучения теории, а на практике.

Важными производными инициативного бюджетирования выступают социальные эффекты. Доверие граждан к власти быстро теряется, но чрезвычайно долго завоевывается. Регулярное участие жителей в совместных с представителями власти мероприятиях в ходе реализации проектов — прекрасная возможность для них составить собственное мнение о деятельности власти. Именно здесь доверие упрочивается или разрушается окончательно. В случае успешной реализации проектов ИБ формируется гораздо более лояльное отношение к деятельности местной власти. Более того, постепенно повышается уровень доверия к власти в целом.

Еще один социальный эффект инициативного бюджетирования — выработка нового «языка публичного общения» населения и власти. Общение, опирающееся на «новый язык», позволяет прийти к взаимопониманию. И в нем нет мелочей, даже место для такого общения важно. А эффективный общественный контроль, прозрачность и понятность бюджетных решений создают условия для реализации «честных» проектов без коррупции и волюнтаризма.

Однако едва ли не важнейший социальный эффект ИБ — формирование соседских сообществ. Именно эти сообщества, практически исчезнувшие в российских городах и сельских поселениях, способны взять на себя ответственность за среду обитания, восстановить утраченный социальный контроль над территориями проживания.

ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА КОМПЛЕКСА ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО РАЗВИТИЮ И РЕГУЛИРОВАНИЮ ИНИЦИАТИВНОГО БЮДЖЕТИРОВАНИЯ

Комплекс деятельности по развитию и регулированию инициативного бюджетирования в регионах РФ охватывает взаимодействие следующих элементов: Министерство финансов РФ, отраслевые министерства, органы власти субъектов Федерации, муниципальные

образования, федеральный координационный центр, региональные проектные центры, инициативные группы граждан и организации общественного самоуправления.

Каждый из элементов комплекса оказывает разнонаправленное воздействие на другие элементы. При этом сами взаимодействия происходят одновременно, а цели участников не всегда совпадают. Именно поэтому так велико значение общих принципов развития и регулирования ИБ, которые позволяют реализовать идеологическое единство при реализации ИБ в России.

В то же время возрастает необходимость координирующих действий и появления организации, способной эту координирующую роль исполнять. В настоящее время де-факто роль такой организации играет Федеральный координационный центр (ФКЦ), созданный по инициативе Минфина России, ППМИ Всемирного банка, Комитета гражданских инициатив, Европейского университета в Санкт-Петербурге на базе Центра инициативного бюджетирования НИФИ. Это едва ли не все проектные центры инициативного бюджетирования, существующие сегодня в России.

В настоящее время во многих субъектах РФ идет активное создание региональных проектных центров. Именно они призваны взять на себя роль координаторов развития и разработчиков программ инициативного бюджетирования в регионах. Это ключевое звено накопления компетенций в сфере реализации инициативного бюджетирования.

Одна из особенностей ИБ в России — особая роль Министерства финансов РФ в его развитии и регулировании. Министерство не только включило инициативное бюджетирование в число лучших региональных практик «Бюджета для граждан», но и выступило заказчиком концепции и программы развития и регулирования инициативного бюджетирования в субъектах РФ. При этом следует помнить, что практики инициативного бюджетирования по-прежнему не интегрированы в «открытость бюджета». Несмотря на разделенность этих практик, между ними существует сильнейшее взаимовлияние. «Бюджет для граждан» заинтересован в широком вовлечении граждан в бюджетный процесс. Инициативное бюджетирование придерживается принципа «гибкого мотивирования» к участию, сложившегося при развитии «Бюджета для граждан» в субъектах РФ.

Каждый из субъектов РФ характеризуется уникальным набором факторов, возможностей и ограничений развития инициативного бюджетирования. В настоящее время до 30 субъектов РФ готовы к интенсификации процесса ИБ на своей территории. Лидеры инноваций в этой сфере — Кировская, Тверская, Тульская области — существенно расширили сферы применения практик ИБ, активно привлекая городское население. Таким образом, органы власти субъектов Федерации определяют параметры проектов ИБ, устанавливая размер субсидий, поддерживая создание проектных центров и мотивируя муниципальные образования к более активному участию в региональных программах.

На муниципальном уровне происходит реализация ключевой части ИБ — процедур участия граждан в бюджетировании (информирование граждан, инициирование проектов, обсуждение проектов, принятие решения, контроль за реализацией). Несмотря на похожесть набора процедур, в каждой практике есть собственные отличия в части дизайна программ. Обучение руководителей и сотрудников органов местной власти работе с населением это важнейшая задача организаторов инициативного бюджетирования — консультантов проектных центров.

Одновременно с этим консультанты помогают организовать взаимодействие граждан и представителей власти на общих собраниях и комиссиях, выступая модераторами такого общения. Публичный язык общения населения и власти пока несовершенен, что препятствует выработке совместных решений.

До конца не решенными остаются задачи по разработке эффективных процедур и механизмов участия граждан в крупных городах. Существенное подспорье для эффективных городских практик — территориальное общественное самоуправление. Одновременно

с этим требует своего внимательного изучения использование электронных площадок для обсуждения проектов ПБ и голосования.

ИНСТРУМЕНТЫ РАЗВИТИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ ИБ

Важнейшие инструменты развития и регулирования инициативного бюджетирования — библиотека лучших практик, база проектов, портал проектов инициативного бюджетирования. Все эти решения реализуются на основе интернета и позволяют каждому участнику процесса инициативного бюджетирования получить необходимую ему информацию. Информация об успешных проектах, размещенная на портале, — это еще и важный инструмент мотивации участников.

Одновременно систематизированный опыт, база проектов дают большие возможности для исследований развития ИБ и, в свою очередь, являются местом хранения полученных результатов.

Важный инструмент развития и регулирования ИБ — система гибкого мотивирования к участию через конкурсы и рейтинги. Так, одна из номинаций уже существующего конкурса региональных практик «Бюджета для граждан» посвящена лучшим проектам инициативного бюджетирования. Таким образом инициативные группы граждан имеют возможность получить оценку своего проекта. Рейтинг лучших программ и реализованных практик ИБ призван привлечь внимание субъектов Федерации к этой теме, мотивировать их к активному участию в реализации практик ИБ.

Еще одним инструментом управленческого воздействия на все элементы комплекса выступают программы развития и регулирования ИБ, призванные связать воедино разнородные действия участников процесса.

Нельзя недооценивать важность публичного экспертного обсуждения и обмена опытом как инструмента развития и регулирования ИБ. Уже сложилась достаточно разветвленная сеть семинаров, совещаний и конференций для обсуждения данной темы. Не следует забывать и о важности информационной кампании, рассчитанной на широкую аудиторию потенциальных участников проектов ИБ.

Возрастает значение такого инструмента, как юридическая поддержка разработки нормативно-правовой основы проектов и сопровождение практик реализации ИБ в субъектах РФ. Обучение консультантов региональных проектных центров существующим практикам, пониманию смысла механизмов и процедур с ориентацией на их совершенствование — еще один инструмент развития ИБ, от которого зависит успех масштабной общероссийской программы.

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ И РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНИЦИАТИВНОГО БЮДЖЕТИРОВАНИЯ В СУБЪЕКТАХ РФ

Развитие инициативного бюджетирования в России необходимо рассматривать по меньшей мере в двух плоскостях — содержательной и институциональной. Систематизация и типологизация практик, осуществляемые на протяжении двух последних лет, близятся к завершению. Сформирован свод параметров описания региональных программ и практики реализации проектов ИБ. В текущем году впервые будет осуществлен мониторинг практической реализации ИБ на основании предложенных параметров. Выявлены основные тренды развития инициативного бюджетирования за рубежом и в Российской Федерации. Анализ российской и зарубежной практик позволяет сделать ряд выводов о расширении сфер применения механизма участия граждан в бюджетировании.

Во-первых, участие граждан в принятии решений распространяется не только на государственный и местные бюджеты, но и на негосударственные фонды стратегического развития, проекты совершенствования общественной инфраструктуры и т. д.

Во-вторых, практики инициативного бюджетирования перемещаются в города, что меняет дизайн существующих программ и приводит к интеграции ИТ-технологий в проекты.

В-третьих, увеличивается заинтересованность урбанистов и девелоперов в механизме участия граждан в программах городского развития. Можно говорить о начале этапа значительного расширения круга участников и разработки новых практик, что не может быть осуществлено без кардинальных изменений в институциональной инфраструктуре ИБ.

На решение этих вопросов направлено Соглашение между Министерством финансов РФ и Всемирным банком с целью формирования условий для развития и широкого распространения практики инициативного бюджетирования и поддержки местных инициатив в российских регионах. В основе Соглашения лежит идея тиражирования лучших российских и международных практик в области ИБ, включая опыт российской Программы поддержки местных инициатив (ППМИ) Всемирного банка. Представители субъектов РФ, выразившие свое согласие на участие в мероприятиях в рамках Соглашения, получат методическую, обучающую и консультационную помощь. Соответствующая поддержка будет осуществляться в процессе практической реализации проектов ИБ в регионах и сопровождаться передачей Всемирным банком современных технологий вовлечения граждан в бюджетные решения Федеральному координационному центру (ФКЦ) и создаваемым проектным центрам (ПЦ).

Предполагается, что в рамках Соглашения непосредственная практическая поддержка будет оказана 30 региональным ПЦ (20 ПЦ на первом этапе и еще 10 — на втором). Более 600 региональных и муниципальных представителей субъектов РФ получат практические навыки в области ИБ/ППМИ, что позволит им реализовывать региональные проекты самостоятельно. Наряду с региональными проектными центрами следует ожидать появления федеральных проектных групп, бюро, центров по развитию отдельных, в т. ч. новых практик ИБ.

В ходе реализации Соглашения предстоит создать проект программы развития и регулирования ИБ в Российской Федерации. Бесспорно, проект программы станет действенным инструментом координации усилий всех участников развития и регулирования ИБ.

В числе важнейших направлений развития ИБ следует выделить его интеграцию с практиками «открытого бюджета»: «Бюджетом для граждан», единым порталом бюджетной системы, бюджетной грамотностью, конкурсами открытости бюджета и т. д.[8] Необходимо отражение лучших практик ИБ в составе документов, подготавливаемых Минфином России: в «Бюджете для граждан», докладах о лучших практиках в области федерального, региональных и местных бюджетов для граждан[9], докладах об основных направлениях повышения эффективности бюджетных расходов в субъектах Российской Федерации[10].

Требует своего осмысления место инициативного бюджетирования в ключевых документах, регулирующих сферу общественных финансов в стране: в Бюджетном кодексе РФ, в Программе повышения эффективности управления общественными (государственными и муниципальными) финансами на период до 2018 года, в Основных направлениях

---

[8] *Беленчук А. А., Лавров А. М. Формирование национальной системы оценки качества управления общественными финансами // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 2. С. 7–25.*

[9] *Доклад о лучших практиках в области федерального, региональных и местных бюджетов для граждан (http://minfin.ru/ru/document/?id_4=23645&area_id=4&page_id=2104&popup=Y).*

Доклад о лучшей практике развития «Бюджета для граждан» в субъектах Российской Федерации и муниципальных образованиях за 2015 год (http://minfin.ru/ru/document/?id_4=93505&area_id=4&page_id=2104&popup=Y).

[10] *См. Доклад об основных направлениях повышения эффективности бюджетных расходов в субъектах Российской Федерации. Расширенная коллегия Министерства финансов Российской Федерации. М., 2016 (http://minfin.ru/ru/document/?id_4=113905&area_id=4&page_id=2104&popup=Y).*

бюджетной политики. Отдельного упоминания заслуживает работа с отраслевыми министерствами по включению механизмов участия граждан в состав государственных программ в части развития поселенческой и городской инфраструктуры, жилья.

Сами практики инициативного бюджетирования должны стать темой слушаний в обеих палатах Федерального собрания РФ. Кроме того, значительную роль должно сыграть развитие международных контактов с экспертами и консультантами, правительственными агентствами, международными партнерствами по линии Всемирного банка, стран БРИКС, ПРО ООН с целью изучения и использования опыта разных стран, а также обсуждения российского опыта развития инициативного бюджетирования.

Библиография

1. Аллегретти Д., Реке А., Сентоме И., Херцберг К. Партисипативный бюджет: разнообразие форм и моделей // Муниципалитет: экономика и управление. 2013. № 2.
2. Беленчук А. А., Лавров А. М. Формирование национальной системы оценки качества управления общественными финансами // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 2.
3. Вагин В. В., Гаврилова Н. В., Шаповалова Н. А. Инициативное бюджетирование в России: лучшие практики и направления развития // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 4.
4. Гаврилова Н. В. Зарубежные тренды в сфере партисипаторного бюджетирования // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 2.
5. Шульга И., Сухова А., Хачатрян Г. Программа поддержки местных инициатив в России: итоги реализации и факторы успеха. М., 2015.
6. Доклад об основных направлениях повышения эффективности бюджетных расходов в субъектах Российской Федерации. Расширенная коллегия Министерства финансов Российской Федерации [Электронный ресурс] / Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации. Режим доступа: http://minfin.ru/ru/document/?id_4=113905&area_id=4&page_id=2104&popup=Y.
7. Доклад о лучшей практике развития «Бюджета для граждан» в субъектах Российской Федерации и муниципальных образованиях за 2015 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации. Режим доступа: http://minfin.ru/ru/document/?id_4=93505&area_id=4&page_id=2104&popup=Y.
8. Доклад о лучших практиках в области федерального, региональных и местных бюджетов для граждан [Электронный ресурс] / Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации. Режим доступа: http://minfin.ru/ru/document/?id_4=23645&area_id=4&page_id=2104&popup=Y.
9. Правила участия в проекте «Народный бюджет-2016» [Электронный ресурс] / Портал управления Тульской обл. «Открытый регион». Режим доступа: https://or71.ru/primi_uchastie/narodniy_budjet/.
10. Cabannes, Y. Contribution of Participatory Budgeting to Provision and Management of Basic Services. IIED working paper, London. 2014.
11. Participatory Budgeting, Public Sector Governance and Accountability series / Shah A. (ed.). Washington, D.C.: World Bank Publications, 2007.

УДК 369.5

Ключевые слова:
негосударственные пенсионные фонды, пенсионные накопления, пенсионная реформа, инвестиционный портфель негосударственных пенсионных фондов

Е. С. Лавренова,
магистрант экономического факультета
Национального исследовательского Томского государственного университета
(e-mail: lavcathrine@yandex.ru)

***О. С. Беломытцева**, к. э. н., доц.,*
доц. кафедры финансов и учета
Национального исследовательского Томского государственного университета
(e-mail: olbel2001@mail.ru)

Эффективность управления пенсионными накоплениями в негосударственных пенсионных фондах

В 2004 г. негосударственные пенсионные фонды (далее — НПФ) в России получили право участвовать в системе обязательного пенсионного страхования. Концепция-2020[1], принятая Правительством РФ в 2008–2009 гг., также в качестве одного из направлений содержала развитие пенсионных накоплений, повышение их роли, самостоятельности, эффективности их инвестирования. Однако процесс реформирования, начавшийся в 2013 г., существенно меняет представление о складывающейся сегодня в России модели пенсионного обеспечения.

В настоящий момент времени можно констатировать, что политика государства не направлена на развитие накопительного компонента, а преследует лишь краткосрочные цели в рамках покрытия огромного дефицита Пенсионного фонда России (далее — ПФР). Вместе с тем в долгосрочной перспективе это может оказать негативное влияние на деятельность НПФ, т. к. именно пенсионные накопления представляют большую часть пенсионных активов и способствуют их развитию и расширению деятельности отечественных НПФ.

ОСНОВНЫЕ ИТОГИ ПЕНСИОННОЙ РЕФОРМЫ

Необходимо отметить, что проводимая в России в настоящее время пенсионная реформа не завершена. Она стартовала в 2013 г., и некоторые фундаментально важные вопросы не разрешены в настоящий момент времени.

---

[1] *Распоряжение Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. № 1662-р «О Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года» (в ред. от 08.08.2009).*

Прежде всего реформа предусматривала изменения в пенсионном законодательстве. Так, с 1 января 2015 г. вступили в силу два новых закона: № 400-ФЗ «О страховых пенсиях» и № 424-ФЗ «О накопительной пенсии», заменившие действующий ранее закон «О трудовых пенсиях». Вступивший в действие с 1 января 2014 г. закон № 422-ФЗ «О гарантировании прав застрахованных лиц в системе обязательного пенсионного страхования Российской Федерации...» предусматривает дополнительные гарантии по выплатам средств пенсионных накоплений в случае банкротства или ликвидации НПФ.

Пенсионная реформа устанавливает новый порядок расчета пенсии. Расчет страховой пенсии, который по новым правилам осуществляется не в рублях, а в баллах, содержит в себе коэффициенты, стимулирующие граждан формировать страховую пенсию в полном объеме (22 % страховых взносов), а также выходить на пенсию после достижения пенсионного возраста.

Пенсионная реформа предусматривала ограничения в возможности выбора населением варианта пенсионного обеспечения. Так называемые «молчуны» должны были сделать выбор в пользу определенной модели формирования будущей пенсии и отчисления страховых взносов до 31 декабря 2015 г. Однако следует заметить, что Минфин России и Национальная ассоциация пенсионных фондов (далее — НАПФ) активно отстаивали идеи о продлении срока и возможности осуществления выбора населением НПФ, по крайней мере на 2016 г. Соответствующий законопроект был внесен на рассмотрение в Государственную думу, однако принят не был. В настоящее время дискуссия по данному вопросу продолжается. Мнения относительно накопительного компонента разделились. Одни считают его бесполезным в условиях финансового кризиса, другие предлагают перевести его из статуса обязательного в добровольный, что, по сути, приравнивает пенсионные накопления к пенсионным резервам. Ряд источников утверждает, что Правительство России готовит разработку новой модели накопительной пенсии. В любом случае пока данный вопрос остается открытым.

Официального увеличения пенсионного возраста в рамках пенсионной реформы не предусматривалось. Он по-прежнему составляет 55 лет для женщин и 60 — для мужчин. Однако следует учитывать «скрытое увеличение пенсионного возраста», заложенное в формулу расчета страховой пенсии. На наш взгляд, следуя логике стран ОЭСР, а также учитывая существующие сегодня диспропорции между доходами ПФР и необходимой величиной расходов, пенсионный возраст в России будет повышен. Согласно последним данным, вопрос о повышении пенсионного возраста в России для мужчин и для женщин пока отложен на несколько лет.

Акционирование НПФ, сопровождающееся заморозкой пенсионных накоплений, также является результатом реформы. Заморозке подверглись пенсионные накопления за 2013–2014 гг., в 2015 г. они были возвращены НПФ, что привело к значительному увеличению пенсионных активов фондов (рис. 1), однако уже сегодня вновь принято решение о новой заморозке накоплений в 2016 г. Становится очевидно, что причина не в НПФ и в их реформировании, а в проблемах самого государства, которому попросту нечем платить пенсии. Огромный дефицит федерального бюджета РФ на 2016 г., сверстанного из расчета цены на нефть $50 за баррель, может оказаться значительно больше, с учетом падения цен на нефть. Кроме того, на настоящий момент обсуждается вопрос о продлении заморозки пенсионных накоплений в 2017–2018 гг. Таким образом, государство осуществляет крайне непоследовательную политику в отношении пенсионных накоплений и НПФ. Тем не менее в целом процедура акционирования совместно с созданием системы гарантирования пенсионных накоплений является положительным шагом, повышающим прозрачность и надежность НПФ.

Рисунок 1

Соотношение пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ и государственной УК ВЭБ по состоянию на конец 2015 г., млрд руб.

Источник: составлено авторами на основе данных Банка России.

НОРМАТИВНОЕ ОПРЕДЕЛЕНИЕ СУЩНОСТИ ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ

Термин «пенсионные накопления» расшифровывается в нескольких нормативных актах. В их числе: Федеральный закон от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (далее — Закон об НПФ), Федеральный закон от 24 июля 2002 г. № 111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной пенсии в Российской Федерации», Федеральный закон от 30 ноября 2011 г. № 360-ФЗ «О порядке финансирования выплат за счет средств пенсионных накоплений» и другие. Как правило, определение средств пенсионных накоплений дается путем приведения различных перечней источников формирования этих средств и их учета на счете того или иного субъекта. Представляется, что перечни средств, являющихся средствами пенсионных накоплений, приведены в Законе об НПФ[2], согласно которому пенсионные накопления формируются за счет:

1. средств, переданных из ПФР в НПФ по заявлению застрахованного лица и еще не переданных управляющей компании;
2. средств, переданных НПФ в доверительное управление управляющей компании (включая чистый финансовый результат от реализации активов, изменение рыночной стоимости инвестиционного портфеля за счет переоценки);
3. средств, поступивших в НПФ от управляющих компаний для выплаты застрахованным лицам и еще не направленных на выплату накопительной пенсии;
4. средств, переданных в фонд предыдущим НПФ;
5. средств, поступивших в НПФ от управляющих компаний для передачи в ПФР или другие НПФ;
6. средств гарантийного возмещения[3].

Пенсионные накопления НПФ образует для обеспечения платежеспособности по обязательствам перед застрахованными лицами. Пенсионное законодательство предусматривает ограничения по возможности формирования инвестиционного портфеля НПФ. Требования представлены в табл. 1.

---

[2] *Коньков К. А. Субъекты права на средства пенсионных накоплений // Бизнес, менеджмент и право. 2015. № 1. С. 154.*

[3] *Федеральный закон от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах».*

Таблица 1

Изменения требований к структуре инвестиционного портфеля НПФ

Наименование актива в структуре инвестиционного портфеля	Доля актива в структуре, %	Изменения в Положении № 451-П от 24.06.2015
Облигации российских эмитентов, кроме государственных ценных бумаг	Не более 80	Ограничение исключено
Депозиты и денежные средства на счетах в банках в российской и иностранной валюте	Не более 80	
Акции российских открытых акционерных обществ	Не более 65	
Ипотечные ценные бумаги (в соответствии с законодательством об ипотечных ценных бумагах)	Не более 40	
Средства, размещенные в ценные бумаги международных финансовых организаций	Не более 20	Исключены
Государственные ценные бумаги одного выпуска	Не более 35	Не более 40
Государственные ценные бумаги, выпущенные субъектами РФ и муниципальными образованиями	Не более 40	
Облигации, выпущенные концессионером по российскому концессионному соглашению, концедентом по которому является Российская Федерация		Не более 25
Депозиты и облигации юридических лиц, входящих в один банковский холдинг, со сроком более трех месяцев		Не более 40 (60 — с 1 января 2016 г.)
Активы группы связанных эмитентов сроком более трех месяцев (облигации, депозиты, акции)		Не более 15

Источник: Постановление Правительства РФ от 30 июня 2003 г. № 379, Положение Банка России от 25.12.2014 № 451-П.

Таким образом, можно наблюдать, что законодатель способствует дальнейшему повышению консервативности инвестиционных портфелей НПФ и тем самым снижению их средней доходности. Государственная политика, в т. ч. и в части ужесточения требований к управляющим компаниям, НПФ и брокерам, направлена на повышение прозрачности и надежности НПФ, однако не ставит целью развитие такой важной характеристики, как доходность (эффективность). В связи с этим считаем, что допустимая структура инвестиционного портфеля НПФ должна быть кардинально пересмотрена на законодательном уровне в сторону расширения диверсификации и повышения гибкости.

СОСТАВ И СТРУКТУРА ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ, АККУМУЛИРУЕМЫХ НЕГОСУДАРСТВЕННЫМИ ПЕНСИОННЫМИ ФОНДАМИ В РОССИИ

Сегодня рынок НПФ в России однозначно можно назвать растущим. Значительное увеличение величины пенсионных активов российских НПФ происходит в большой степени благодаря возврату замороженных накоплений, а приток граждан, желающих перевести накопления в НПФ, обусловлен ограничительными сроками выбора и неопределенностью. Роль НПФ как страховщика по обязательному страхованию увеличивается. В 2010–2013 гг. население активно переводило средства пенсионных накоплений в НПФ, в 2010–2011 гг. пенсионные накопления из ПФР в НПФ перевели более 3,4 млн человек на сумму 39 млрд руб., а в 2013 г. — уже более 5 млн человек на сумму 150–200 млрд руб.[4]

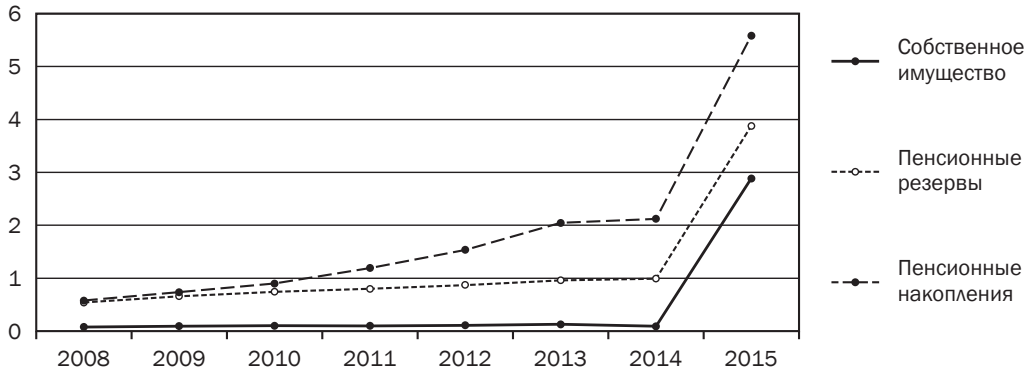
[4] *Пудовкин А. В. Анализ и перспективы развития рынка НПФ в России // Вестник МГИМО-Университета. 2014. № 3. С. 84.*

По данным ПФР, за первое полугодие 2015 г. в него поступило 477,6 тыс. заявлений о переходе из ПФР в НПФ и 407 тыс. заявлений о смене одного НПФ на другой.

На рис. 2 представлена активно растущая динамика пенсионных активов.

Рисунок 2

Динамика показателей «собственное имущество», «пенсионные резервы», «пенсионные накопления» в 2008–2015 гг., млрд руб.



Источник: составлено авторами на основе данных Банка России.

Динамика суммы пенсионных накоплений, находящихся под управлением НПФ, является положительной, а доля пенсионных накоплений под управлением Внешэкономбанка снижается. Если в 2009 г. на долю НПФ приходилось 17 % от всех средств пенсионных накоплений, то в 2013 г. этот показатель вырос до 37 %[5]. По итогам 2014 г. в управлении НПФ находилось 1129 млрд руб. пенсионных накоплений, тогда как в государственной УК ВЭБ — 1892 млрд руб. По итогам 2015 г. эти цифры составили 1707,2 и 2017,2 млрд руб. соответственно. То есть доля пенсионных накоплений в управлении НПФ составила 47 % против 53 % в управлении ПФР.

Инвестиционный портфель российских НПФ достаточно консервативный. По данным Министерства финансов РФ, в 2013 г. в совокупном инвестиционном портфеле НПФ произошли следующие изменения: уменьшилась доля депозитов в кредитных организациях и государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации, увеличилась доля средств на счетах в кредитных организациях и доля государственных ценных бумаг Российской Федерации, увеличилась доля облигаций российских эмитентов, облигаций с ипотечным покрытием и акций российских эмитентов[6]. По итогам 2014 г. около 40 % портфеля составляли депозиты и средства на счетах в кредитных организациях, около 36 % – облигации российских эмитентов. По состоянию на 31.12.2015 приобщающую долю портфеля представляют облигации российских эмитентов (46,7 %, или 816,4 млрд руб.) и денежные средства на банковских депозитах (19,2 %, или 335,6 млрд руб.). Заметно увеличилась доля акций (с 6,4 % в 2014 г. до 12,8 % в 2015 г.), сумма которых в структуре портфеля составила 224,2 млрд руб. Доля ценных бумаг международных финансовых организаций составила 0,1 % (1,6 млрд руб.). Структура инвестиционного портфеля российских НПФ по итогам 2015 г. представлена на рис. 3.

---

[5] *Пудовкин А. В. Анализ и перспективы развития рынка НПФ в России. С. 83.*

[6] *Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2013 году (http://minfin.ru/common/upload/library/2014/12/main/Obzor_2013.pdf).*

Рисунок 3

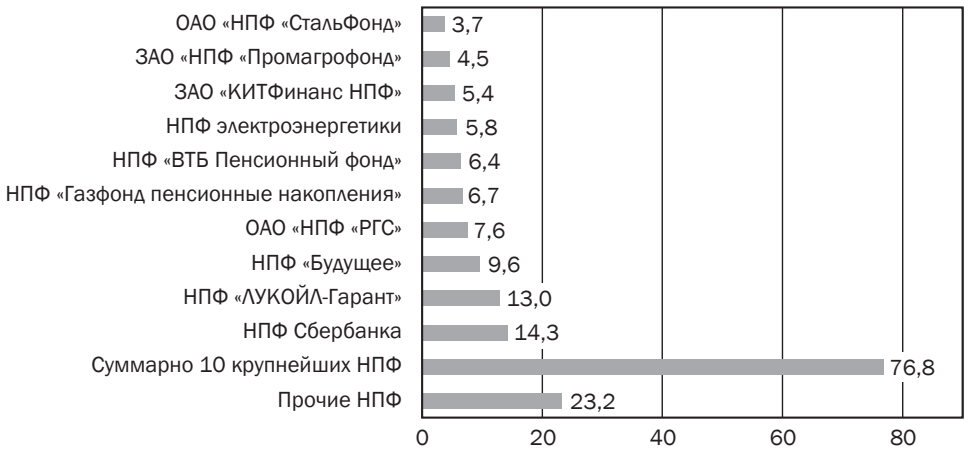
Структура совокупного инвестиционного портфеля НПФ по состоянию на конец 2015 г., %

Источник: составлено авторами на основе данных Банка России.

Российский рынок НПФ фактически олигополизирован. Преобладающая доля пенсионных активов, участников и застрахованных лиц приходится на десятку крупнейших НПФ (см. рис. 4). Согласно данным Банка России, 76,8 % пенсионных накоплений среди всей совокупности НПФ России приходится на десять крупнейших фондов. На рис. 4 представлено соотношение доли пенсионных накоплений среди десяти крупных и прочих НПФ.

Рисунок 4

Соотношение доли аккумулируемых НПФ пенсионных накоплений по итогам первого полугодия 2015 г., %



Источник: составлено авторами на основе данных Банка России.

УПРАВЛЕНИЕ ПЕНСИОННЫМИ НАКОПЛЕНИЯМИ

Пенсионные накопления — часть собственных средств фонда, предназначенных для исполнения обязательств по договорам обязательного пенсионного страхования. Управление пенсионными накоплениями — совокупность действий НПФ по инвестированию средств пенсионных накоплений клиентов на основании договора обязательного пенсионного страхования в различные разрешенные законодательством активы. Оно осуществляется исключительно управляющими компаниями в рамках договора доверительного управления с НПФ и направлено на преумножение стоимости инвестиционного

портфеля и выплату пенсии по обязательному пенсионному страхованию застрахованным лицам согласно условиям договора. Процедура передачи средств пенсионных накоплений в доверительное управление не влечет за собой передачу прав собственности на пенсионные накопления. Управляющая компания должна соответствовать требованиям, установленным Банком России.

Внутреннее правовое регулирование деятельности НПФ в отношении обязательного пенсионного страхования осуществляется на основании следующих документов:

1. страховых правил (определяют порядок исполнения НПФ обязательств по договорам обязательного пенсионного страхования);
2. договора об обязательном пенсионном страховании;
3. договора на оказание услуг со специализированным депозитарием;
4. договора доверительного управления с управляющей компанией (управляющими компаниями).

Договор об обязательном пенсионном страховании должен содержать в т. ч. номер страхового свидетельства обязательного пенсионного страхования застрахованного лица, порядок и условия установления и выплаты накопительной пенсии, или срочной пенсионной выплаты, или единовременной выплаты, а также выплат правопреемникам. Договор заключается между НПФ и застрахованным лицом.

НПФ ведет бухгалтерский учет и представляет бухгалтерскую отчетность в соответствии с законодательством Российской Федерации. Следует отметить, что еще в 2013 г. Минфином России разрабатывался законопроект о переходе НПФ, управляющих компаний на МСФО. С января 2015 г. НПФ и их управляющие компании обязаны представлять финансовую отчетность по стандартам МСФО. Кроме того, в 2015 г. Банк России разработал проект по переходу некредитных финансовых организаций на электронный формат представления отчетных данных XBRL, который включает проект «Единый план счетов» и проект «Единый набор показателей надзорной и статистической отчетности», что предполагает гармонизацию отраслевых стандартов и бухгалтерской отчетности, а также надзорных требований с МСФО. В целом переход на МСФО подразумевает переход к оценке стоимости финансовых активов с учетом ожидаемых потерь и оценки финансовых рисков. Следует также ожидать требования осуществлять анализ стоимости активов с учетом ликвидности инвестиций, а также раскрытия основных операционных рисков в годовой отчетности. Переход российских НПФ на МСФО обязывает их руководствоваться требованиями Международного стандарта финансовой отчетности (IFRS) 7 «Финансовые инструменты: раскрытие информации». В целом управление рисками в НПФ должно опираться на модель LDI (*Liability Driven Investment*, инвестиции с учетом обязательств)[7], применяемую в работе пенсионных фондов в некоторых зарубежных странах. Этот подход качественно отличается от требований Базельского комитета к банкам и больше адаптирован к карте рисков пенсионной индустрии[8].

Учитывая отсутствие регуляторных документов по управлению рисками НПФ, включая границы ответственности риск-менеджмента, а также дублирование функций по управлению рисками между управляющими компаниями и НПФ, с 1 января 2016 г. в силу вступают стандарты НАПФ по организации риск-менеджмента в НПФ. Они включают требования

---

[7] *Инвестиции с учетом обязательств — это форма инвестирования, в которой основная цель состоит в получении достаточных активов, чтобы покрыть все обязательства, как текущие, так и будущие. Модель учитывает соотношение денежных потоков по притоку средств, а также доходность от управления к будущим обязательствам. Такая форма инвестирования наиболее часто применяется к пенсионным планам с установленными выплатами, обязательства по которым достигают значительных сумм.*

[8] *Баранов А. О применении положений МСФО и возможностях использования рекомендаций BASEL для оценки рыночного риска российских НПФ // Рынок ценных бумаг. 2015. № 10. С. 31.*

по целесообразности инвестирования в каждый актив, требования к НПФ по стратегии инвестирования, перечень основных рисков, требования к стресс-тестированию. Следует отметить, что саморегулирование на рынке пенсионных услуг, существующее в России с 2000 г., является несомненным плюсом с точки зрения защиты интересов участников и застрахованных лиц, а также повышения качества предоставляемых НПФ услуг. Однако не стоит забывать, что членами НАПФ являются не все фонды, а лишь крупнейшие (61 НПФ по состоянию на 17.12.2015), т. к. зачастую более мелкие НПФ не могут нести затраты по вступительным, членским и компенсационным взносам. Таким образом, стандарты НАПФ действуют не на весь рынок НПФ. Система саморегулирования в общем является дополнительным фактором к укрупнению пенсионного рынка.

Таким образом, в соответствии с указанными выше положениями НПФ, осуществляя управление пенсионными накоплениями при определении инвестиционной стратегии, должен опираться на существующие законодательные ограничения по структуре инвестиционного портфеля, тщательно подходить к выбору управляющих компаний, обеспечивать приемлемое соотношение риск-доходность при формировании структуры портфеля для обеспечения надежности НПФ в рамках ответственности перед своими клиентами. Соблюдение НПФ новых требований по переходу на МСФО, а также требований к риск-менеджменту существенно повышает прозрачность их деятельности. Система риск-менеджмента, предложенная НАФП в соответствующих стандартах, с учетом обязательности исполнения, является серьезным шагом на пути к повышению надежности НПФ.

Однако следует отметить, что, несмотря на обязательность стандартов НАПФ, в самом положении многие предложения по контролю за рисками носят рекомендательный характер и, кроме того, не всегда содержат четкого руководства по расчету и оценке. Ответственность по разработке нормативов оценки рисков ложится на НПФ.

Считаем, что прежде всего стоит законодательно определить расчет различных рисков и установить конкретные нормативы их значений (в первую очередь нормативы кредитных рисков, рисков ликвидности и платежеспособности). Также отдельное внимание законодателя следует обратить на фондовый, валютный и процентный риски.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ ПЕНСИОННЫМИ НАКОПЛЕНИЯМИ

Эффективность управления пенсионными накоплениями как способность управляющих компаний совместно с НПФ обеспечивать реальную доходность при допустимом уровне риска определяется множеством факторов. Поэтому среди ученых существуют различные мнения относительно оценки эффективности деятельности НПФ.

Большое количество исследований посвящено «теории декомпозиции доходности» — изучению роли факторов, влияющих на доходность и риски пенсионных портфелей, включая распределение активов и стратегию управления. Дж. Бринсон с соавторами в 1986 г. показали, что 90 % волатильности общей доходности пенсионных фондов обусловлено распределением инвестиционных активов в их портфелях. Аналогичные результаты представлены в исследованиях У. Шарпа (1992), Р. Ибботсона и П. Каплана (2000).

Согласно позиции некоторых исследователей, доходность НПФ зависит от волатильности рынка. Так, К. Хенсел обосновал, что 70 % волатильности портфелей можно объяснить рыночными колебаниями, а не усилиями управляющих компаний.

Однако, несмотря на различные оценки влияния рынка на доходность НПФ, преобладающее число исследователей считает, что большее значение для достижения высокой доходности имеет распределение активов в структуре инвестиционного портфеля, нежели стратегия управления. На примере портфелей пенсионных накоплений НПФ в России в исследовании А. Абрамова показано, что только примерно 25 % доходности НПФ

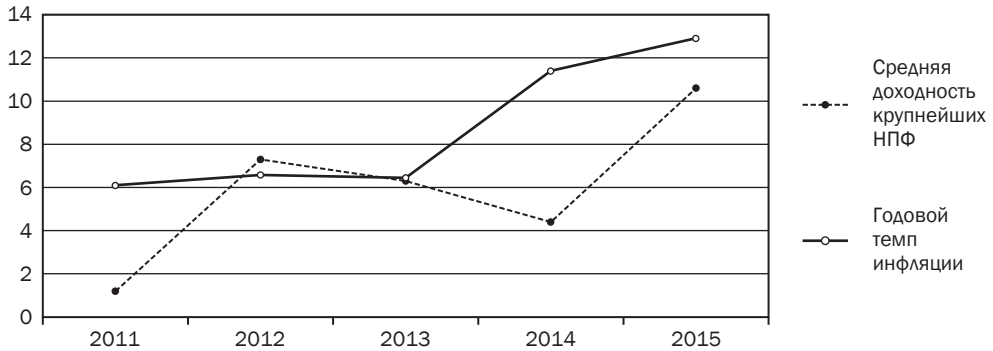
определяется стратегиями активного управления, остальное зависит от распределения активов[9].

В связи с этим жесткие законодательные ограничения в структуре инвестиционного портфеля НПФ, а также дополнительные ограничения способствуют снижению гибкости управления пенсионными накоплениями, что представляется отрицательным фактором, влияющим на эффективность деятельности фондов.

Согласно методике оценки эффективности деятельности НПФ А. А. Талыковой[10], необходимо производить расчет коэффициента рискованности инвестиционного портфеля и коэффициента инвестиционной доходности для отдельно взятого НПФ. Традиционно зависимость указанных коэффициентов является обратной. С учетом консервативности и значительных ограничений инвестиционных портфелей российских НПФ доходность от инвестирования пенсионных накоплений невысока. В целом реальная доходность десяти крупнейших по величине активов НПФ (наиболее надежных НПФ) является отрицательной (рис. 5)[11]. В то же время по итогам 2015 г. средняя доходность от инвестирования средств пенсионных накоплений десяти НПФ с наибольшей зафиксированной доходностью составила 16,21 % при темпе инфляции 12,91 %. Среди таких НПФ максимальную доходность по итогам 2015 г. продемонстрировали, например, НПФ «Башкортостан» и НПФ «Образование и наука» (17,8 %), также высокую доходность показали «Негосударственный сберегательный пенсионный фонд» (16,99 %), «Наследие» (16,93 %), «Промагрофонд» (16,34 %) и другие.

Рисунок 5

Соотношение доходности десяти крупнейших по величине пенсионных активов НПФ с темпом инфляции, %



Источник: составлено авторами на основе данных Банка России.

Низкая реальная доходность НПФ, таким образом, на наш взгляд, — следствие проводимой государством политики по ужесточению требований к НПФ и повышению консервативности инвестиционного портфеля, а также низкого уровня развития и стабильности российского финансового рынка. Также низкая реальная доходность обусловлена высоким темпом инфляции.

---

[9] *Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Акшенцева К. Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ // Вопросы экономики. 2015. № 7. С. 27.*

[10] *Беломытцева О., Лавренова Е. Оценка эффективности деятельности негосударственных пенсионных фондов в Российской Федерации // Сибирская финансовая школа. 2015. № 6. С. 68.*

[11] *По итогам 2015 г. к десятке крупнейших НПФ по величине пенсионных накоплений относятся НПФ Сбербанка, НПФ «ЛУКОЙЛ-Гарант», НПФ «Будущее», НПФ «РГС», НПФ «Газфонд пенсионные накопления», НПФ «ВТБ пенсионный фонд», НПФ электроэнергетики, НПФ «КитФинанс», НПФ «Промагрофонд», НПФ «СтальФонд».*

Таким образом, пенсионные накопления играют значительную роль в развитии национальной экономики: прежде всего это источник длинных денег и инвестиций в экономику, к тому же пенсионные накопления можно рассматривать в качестве дополнительной гарантии для будущих пенсионеров и источника страхования части рисков государства по выплате страховой пенсии. Стоит отметить, что Россия не готова к переводу накопительной пенсии на добровольную основу в связи с устоявшейся пенсионной культурой и низким уровнем жизни населения.

Считаем целесообразным расширить законодательные ограничения структуры инвестиционного портфеля возможностью инвестировать в иностранные ценные бумаги, производные финансовые инструменты, а также повысить допустимую долю акций. Кроме того, считаем возможным установить законодательные ограничения для разных категорий НПФ (аналогично паевым инвестиционным фондам): консервативный, умеренный, рисковый. Возможна дифференциация требований к портфелям НПФ относительно выбранных пенсионных схем. Такой подход позволил бы НПФ значительно повысить доходность по определенным портфелям.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, резюмируя вышесказанное, следует отметить:

1. Управление пенсионными накоплениями — механизм инвестирования НПФ переданных на основе договора страховых взносов клиентов в рамках разрешенной структуры активов для наращивания их стоимости и выплаты пенсии в будущем.
2. Пенсионная реформа и изменения законодательства оказывают двоякое воздействие на деятельность НПФ: с одной стороны, происходит повышение прозрачности и надежности НПФ, с другой — это приводит к снижению их роли на пенсионном рынке.
3. Консервативность законодательных требований в структуре инвестиционного портфеля не позволяет российским НПФ демонстрировать высокую доходность.
4. Развитие рынка НПФ по итогам 2015 года в целом характеризуется значительным ростом пенсионных накоплений и положительной реальной доходностью ряда фондов.

На наш взгляд, в сложившихся условиях должна быть разработана новая, наиболее эффективная модель накопительной пенсии. Новая заморозка пенсионных накоплений, а также исключение возможности выбора модели формирования страховых взносов нам представляется решениями, ограничивающими свободу граждан. Инвестиционный портфель НПФ должен быть изменен в сторону большей гибкости и дифференциации портфелей по рискам и/или относительно пенсионных схем. НПФ следовало бы снизить долю консервативных активов (депозитов и облигаций) и увеличить долю потенциально более доходных (акций, деривативов, в т. ч. иностранных эмитентов). При таком развитии событий у НПФ в России есть возможность в будущем привлекать новые активы и наращивать эффективность деятельности.

Библиография

1. Федеральный закон от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (в ред. от 30.12.2015).
2. Постановление Правительства РФ от 30 июня 2003 г. № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона “Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации”» (в ред. от 11.04.2015).

3. Распоряжение Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. № 1662-р «О Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года» (в ред. от 08.08.2009).
4. Положение Банка России от 25.12.2014 № 451-П «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование...» (в ред. от 24.06.2015).
5. Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Акшенцева К. Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ // Вопросы экономики. 2015. № 7.
6. Баранов А. О применении положений МСФО и возможностях использования рекомендаций BASEL для оценки рыночного риска российских НПФов // Рынок ценных бумаг. 2015. № 10.
7. Беломытцева О., Лавренова Е. Оценка эффективности деятельности негосударственных пенсионных фондов в Российской Федерации // Сибирская финансовая школа. 2015. № 6.
8. Коньков К. А. Субъекты права на средства пенсионных накоплений // Бизнес, менеджмент и право. 2015. № 1.
9. Лавренова Е. С. Инфляция как фактор риска в деятельности негосударственных пенсионных фондов России // Juvenis scientia. 2015. № 1.
10. Лавренова Е. С., Беломытцева О. С. Обзор рынка негосударственных пенсионных фондов Российской Федерации // Проблемы финансов и учета. 2015. № 2.
11. Пудовкин А. В. Анализ и перспективы развития рынка НПФ в России // Вестник МГИМО-университета. 2014. № 3.
12. Обзор инвестирования средств пенсионных накоплений в 2013 году [Электронный ресурс] / Министерство финансов РФ. Режим доступа: http://minfin.ru/common/upload/library/2014/12/main/Obzor_2013.pdf.
13. Статистические данные [Электронный ресурс] / ПФР. Режим доступа: http://www.pfrf.ru/. Дата обращения: 09.01.2016.
14. Субъекты рынка коллективных инвестиций [Электронный ресурс] / Центральный Банк РФ. Режим доступа: http://www.cbr.ru/finmarkets/?PrtId=sv_coll_invest. Дата обращения: 21.05.2016.
15. Brinson G. P., Hood L. R., Beebower G. L. Determinants of Portfolio Performance // Financial Analysts Journal. 1986. № 42.
16. Ibbotson R. G., Kaplan P. D. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? // Financial Analysts Journal. 2000. № 56.
17. Sharpe W. F. Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement // Journal of Portfolio Management. 1992. № 18.

А. С. Кизимов, Н. А. Кузьмина, М. Р. Пинская

Налоговый контроль трансфертного ценообразования применительно к нематериальным активам

Статья посвящена методологии налогового контроля трансфертного ценообразования в отношении сделок с нематериальными активами. На основе анализа норм российского законодательства и судебной практики их применения выявлены источники налоговых рисков государства и налогоплательщиков, связанные как с природой нематериального актива (уникальность, отсутствие взаимозаменяемости), так и с различиями в толковании нематериальных активов в разных нормативных документах. Проведена сравнительная типологизация сопоставимости сделок с нематериальными активами с учетом положений налогового законодательства и рекомендаций ОЭСР.

Ключевые слова: трансфертное ценообразование, взаимозависимые лица, нематериальные активы, сопоставимость сделок, налоговый контроль

A. Kizimov, N. Kuzmina, M. Pinskaya

Tax Control of Transfer Pricing on Intangible Assets

The article is focused on methodology of tax control on transfer pricing in respect of transactions involving intangible assets. Authors analyzed Russian legislation and court cases and revealed the sources of tax risks of taxpayers and government. These risks are related to the nature of intangible assets (uniqueness, lack of interchangeability), as well as to the differences in interpreting of intangible assets in different sources of legislation. The authors made an analysis of comparability of transactions with intangibles comparing Russian tax legislation and OECD recommendations.

Key words: transfer pricing, affiliated persons, intangible assets, comparability of transaction, tax control

---

А. В. Тихонова, С. О. Наумчик

Налоговое поле АПК России и Республики Беларусь: сравнительная характеристика

Статья подготовлена при финансовой поддержке РГНФ (грант № 15-22-01004) и БРФФИ (грант № Г15Р-015), совместный проект на тему: «Совершенствование налоговых и бюджетных инструментов государственной финансовой поддержки агропромышленного комплекса в целях обеспечения экономической и продовольственной безопасности».

В статье проведена сравнительная характеристика налоговых условий ведения аграрного бизнеса в России и Беларуси в рамках основной системы налогообложения и льготного режима в виде единого сельскохозяйственного налога. На основе сопоставления налогового поля двух государств предложены направления совершенствования механизмов налогообложения в аграрном секторе экономики.

Ключевые слова: агропромышленный комплекс, общая система налогообложения, единый налог в сельском хозяйстве, налоговые льготы, сравнение налогообложения

A. Tihonova, S. Naumchik

Tax Field in the AIC of Russia and Belarus: Comparative Characteristics

The article presents the results of research carried out by an international team of scientists in the framework of the grant entitled “Improving the fiscal and budgetary instruments of state financial support for agriculture in order to ensure economic and food security” (RGNF № 15-22-01004, BRFFR № G 15 P-015). The authors carried out the comparative characteristics of the tax conditions for conducting agricultural business in Russia and Belarus in the framework of the basic system of taxation and preferential agricultural tax. Based on

a comparison of tax fields between the two states the authors propose directions of improving the agricultural tax arrangements.
Key words: agricultural complex the total taxation system, a single tax in agriculture, tax incentives, of taxation the comparison

---

А. Е. Абрамов, А. Д. Радыгин, М. И. Чернова

Акции против облигаций в стратегиях долгосрочных инвесторов

Статья посвящена сравнительному анализу инвестиционной привлекательности акций и облигаций для долгосрочных инвесторов. Она представляет собой продолжение исследования А. Абрамова, А. Радыгина и М. Черновой (2015) о влиянии различных инвестиционных горизонтов на доходность и риски вложений в акции и облигации. В новой статье подробнее рассматривается вопрос о соотношении акций и облигаций в портфелях пенсионных фондов. В исследовании использован метод анализа портфелей с одинаковым началом периода инвестирования для тестирования исходной гипотезы, в рамках которой предполагается, что удлинение временного горизонта не оказывает существенного влияния на рост привлекательности вложений в акции по сравнению с корпоративными облигациями по критерию «доходность/риск». Данная гипотеза была подтверждена на основании данных о долгосрочной доходности вложений в акции и облигации как на американском, так и на российском фондовом рынке. Это позволяет объяснить, почему в большинстве стран OECD склонность портфельных управляющих пенсионными фондами к предпочтительности инвестирования в облигации по сравнению с акциями имеет вполне разумные основания.
Ключевые слова: пенсионные накопления, долгосрочные инвестиции, горизонт инвестирования, доходность акций и облигаций, риски инвестиций в акции и облигации, диверсификация портфелей

A. Abramov, A. Radygin, M. Chernova

Equity vs. Bonds for Long-term Investors

The paper presents a comparative analysis of investment potential of equity and bonds for long-term investors. It continues our previous research (A. Abramov, A. Radygin, M. Chernova, 2015) on the influence of investment horizon on risk-return trade-off between equity and bonds. This article discusses in detail the issue of asset allocation between equity and bonds for pension funds' portfolio. The study is based on the approach that involves constructing portfolios with the same start date. This analysis confirms the hypothesis of the absence of significant influence of investment horizon extending on comparative advantages of equity versus bonds by risk-return criteria. The results are confirmed with the evidence from Russian and American financial markets. Because of this fact asset management of pension savings focuses on bond investment rather than on equity investment in most OECD countries.
Key words: pension savings, long-term investment, investment horizon, equity and bond return, equity and bond risk, portfolio diversification

---

В. А. Горелик, Т. В. Золотова

Формирование оптимального портфеля акций российских компаний с вероятностной функцией риска

Проведено исследование задачи нахождения оптимального портфеля ценных бумаг с использованием в качестве ограничения вероятностной функции риска портфеля. Получено значение коэффициента риска, при котором задача максимизации математического ожидания доходности портфеля с вероятностной функцией риска в ограничениях эквивалентна задаче максимизации линейной свертки критериев «математическое ожидание —

дисперсия». Результаты проведенного исследования продемонстрированы на конкретных данных с использованием разработанных инструментальных средств.
Ключевые слова: оценка эффективности, оценка риска, функция риска, коэффициент риска, свертка критериев, закон распределения

V. Gorelik, T. Zolotova

Formation of an Optimum Portfolio of Russian Companies with Probabilistic Risk Function

This paper examines the problem of finding an optimal portfolio of securities by using the probability function of portfolio risk as a constraint. The authors obtained the value of the risk coefficient for which the problem of maximizing the expectation of the portfolio return with a probabilistic risk function constraint is equivalent to the maximizing the linear convolution of the criteria "expectation — variance". Results of the study are demonstrated on specific data using the developed tools.
Key words: efficiency estimation, risk assessment, risk function, risk coefficient, convolution of criteria, distribution law

---

О. В. Богачева, О. В. Смородинов

Государственные меры по организации и развитию рынка «зеленых» облигаций

В статье продолжен анализ международного опыта в области «зеленых» облигаций (первая статья — «Зеленые» облигации как важнейший инструмент финансирования «зеленых» проектов» — была опубликована в Финансовом журнале, № 2, 2016 г.). Акцент сделан на изучении роли государства и мер государственной поддержки на этапах формирования и развития рынков «зеленых» бондов. Авторами выявлены причины, обусловившие необходимость государственного регулирования рынка «зеленых» облигаций, проанализированы направления и методы государственной поддержки как на этапе формирования, так и на этапе развития этого рынка. В качестве обобщения международного опыта подготовлена «повестка дня» для государственных органов из десяти пунктов по формированию и развитию рынка «зеленых» бондов. Авторами сделан ряд рекомендаций по формированию рынка «зеленых» облигаций в Российской Федерации.
Ключевые слова: рынок «зеленых» облигаций, государственные финансы, направления и меры государственной поддержки, международные стандарты «зеленых» облигаций, барьеры на пути развития рынка

O. Bogacheva, O. Smorodinov

Government Measures Aimed at Formation and Development of Green Bond Market

The article continues analysis of international experience in the sphere of green bonds (the first article — Green Bonds as a Key Instrument for Financing Green Projects — was published in Financial Journal, 2016, № 2). The study is focused on the role of government and government measures in support of green bond markets. The authors identified the reasons for necessity of government regulation at different stages of green market and discussed the particular directions and measures of public support. As a result of green bond markets survey, the 10-point Agenda for public actions is formulated in the article in order to organize and develop green bond market. The authors also prepared a number of recommendations aimed at formation of green bond market in Russia.
Key words: green bond market, public finance, directions and measures of government support, international green bond standards, market barriers

---

М. В. Мильчаков

Региональные бюджеты: формирование государственного долга и финансирование расходов

В условиях существенного увеличения государственного долга субъектов Российской Федерации актуализируется вопрос поддержания устойчивости региональных бюджетов. В статье проанализированы базовые причины увеличения регионального дефицита и госдолга, рассмотрены региональные различия в формировании госдолга и финансировании расходов, определены регионы с наиболее кризисной ситуацией. С учетом анализа существующих инструментов поддержки регионов сформулированы предложения по повышению устойчивости их бюджетов и снижению долговой нагрузки. Использование результатов исследования позволит улучшить условия для поддержания региональных бюджетов в сбалансированном состоянии.

Ключевые слова: государственный долг, региональный долг, бюджетный кредит, коммерческие заимствования, бюджетный дефицит, сбалансированный бюджет, межбюджетные трансферты

M. Milchakov

Budgets of Russian Regions: Government Debt Accumulation and Public Spending

An urgent task under the conditions of large regional debt increase is to support the stability of regional budgets. The article includes the analysis of basic reasons of subnational deficit and debt increase, regional features of borrowing and spending, the information about regions with difficult debt situation. Taking into account the practice of federal support in this sphere, the author presents the suggestions for regional budgets maintenance and debt reduction. The implementation of formulated suggestions will enable to make better conditions for regional budget stability.

Key words: government debt, debt of Russian regions, budgetary loan, market borrowings, budget deficit, balanced budget, federal grants

---

Е. А. Богданюк, П. В. Трунин

Развитие рынка евровалютного банкинга в мировой экономике

В статье представлен анализ ключевых факторов и последствий развития рынка евровалютного банковского посредничества во второй половине XX — XXI в. Проведенный авторами анализ свидетельствует о значительном влиянии портфельного фактора (изменение соотношений риск/доходность) и фактора смены направлений инвестиционных потоков (увеличение доли сбережений развивающихся стран в общем глобальном объеме сбережений) на опережающие темпы роста рынка евровалютного банкинга. В качестве основных последствий развития рынка выделены последствия монетарного характера и последствия, связанные со стабильностью финансовой системы.

Ключевые слова: евровалютный банкинг, финансовое посредничество, портфельная теория, монетарная политика, финансовая стабильность, резервные требования

E. Bogdanyuk, P. Trunin

The Development of a Eurocurrency Banking Market in the World Economy

The article considers key factors and consequences of the development of eurocurrency bank intermediation during the second half of the 20th — 21st century. The analysis finds a portfolio reason (changes in the risk-return trade-offs) and shifts in the investment flows direction (a rise in the share of developing countries' savings in their total volume) to be the crucial factors of the disproportionately high growth rates of eurocurrency banking activities. The article studies monetary and financial stability issues against the background of eurocurrency intermediation development.

Key words: eurocurrency banking, financial intermediation, portfolio theory, monetary policy, financial stability, reserve requirements

---

С. Ю. Филина

Управление государственными заимствованиями: зарубежная практика

Целью данной статьи является анализ методов антикризисной политики государственных заимствований за рубежом для оценки возможности его адаптации в условиях российской экономики. В современных кризисных условиях возрастает необходимость привлечения дополнительных источников финансирования растущего дефицита государственного бюджета РФ, с одной стороны, и своевременного и «безболезненного» погашения текущей задолженности, платежи по которой наступают в ближайшие годы, — с другой. Это касается в том числе облигаций с плавающей ставкой купонного дохода, привязанной к инфляции (ОФЗ-ИН), которые были выпущены в РФ в 2015 г. В статье рассматриваются методы антикризисного управления государственными заимствованиями на примерах США и Бразилии.

Ключевые слова: антикризисная политика, управление государственным долгом, облигации, векселя, структура долгового портфеля

S. Filina

Public Debt Management: Foreign Practice

Analysis of the foreign anti-crisis debt management policy with its following possible adaptation in Russia is the aim of this article. In current crisis conditions, on one hand, there is a raising need in allocation of extra sources for Russian budget deficit financing, and, on the other hand, a need in “painless” and just-in-time debt redemption which payments matures in nearest time. This applies also CPI index linked bonds issued in Russia in 2015. In this article the author also observes the anti-crisis methods of public debt management based on the USA and Brazil practices.

Key words: anti-crisis policy, public debt management, bonds, bills, debt portfolio structure

---

И. Н. Рыкова, Е. О. Метелькова

Эффективность мер государственной поддержки в области сельскохозяйственного машиностроения

Вопросы оценки эффективности мер государственной поддержки в области сельскохозяйственного машиностроения связаны с направлением бюджетных расходов на развитие сельскохозяйственного машиностроения в Российской Федерации и необходимостью достижения поставленных целей и задач при реализации государственной политики. В рамках данной статьи проводится анализ антикризисных мер по стабилизации ситуации в отрасли сельскохозяйственного машиностроения по видам техники и оборудования с учетом импортозамещения.

Ключевые слова: эффективность, государственная поддержка, сельскохозяйственное машиностроение, бюджет, импортозамещение

I. Rycova, E. Metelkova

Effectiveness of the Agricultural Machinery Industry State Support

Evaluation issues of the effectiveness of the agricultural machinery industry state support are related to the budget expenditures on the agricultural machinery industry development of the Russian Federation and achievement of the public policy goals and tasks. In this article the authors analyze the crisis response measures to stabilize the situation in the agricultural machinery industry by type of machinery and equipment types with due regard to import substitution.

Key words: effectiveness, state support, agricultural machinery industry, budget, import substitution

---

В. В. Вагин

Теоретические аспекты развития инициативного бюджетирования в России

В статье рассмотрены теоретические основы развития инициативного бюджетирования в Российской Федерации. Предложены основные принципы развития и регулирования, эффекты, а также организационная структура инициативного бюджетирования — первого этапа партисипаторного бюджетирования в России. Выделен ряд направлений развития и регулирования инициативного бюджетирования, а также формирования институциональной инфраструктуры этого процесса.

Ключевые слова: партисипаторное бюджетирование, инициативное бюджетирование, принципы, инструменты, эффекты инициативного бюджетирования

V. Vagin

Theoretical Aspects of Development Initiative Budgeting in the Russian Federation

The article deals with the theoretical basis of the development of participatory budgeting in the Russian Federation. The author offers the main principles of the development and regulation, the effects and the organizational structure of initiative budgeting — the first stage of a participatory budgeting in the Russian Federation. The article also highlights several trends in the development and regulation of initiative budgeting, as well as describes the institutional infrastructure.

Key words: participatory budgeting, initiative budgeting, principles development initiative budgeting, complex activities for the development of initiative budgeting, tools of the development initiative budgeting, effects of initiative budgeting

---

Е. С. Лавренова, О. С. Беломытцева

Эффективность управления пенсионными накоплениями в негосударственных пенсионных фондах

В статье определяется роль пенсионных накоплений в деятельности негосударственных пенсионных фондов в России. Описано воздействие пенсионной реформы на пенсионные накопления. Обозначено нормативное определение сущности пенсионных накоплений в России. Отмечены особенности и эффективность формирования пенсионных накоплений в инвестиционном портфеле российских негосударственных пенсионных фондов. Представлены выводы и рекомендации по управлению пенсионными накоплениями в негосударственных пенсионных фондах.

Ключевые слова: негосударственные пенсионные фонды, пенсионные накопления, пенсионная реформа, инвестиционный портфель негосударственных пенсионных фондов

E. Lavrenova, O. Belomyttseva

Efficiency of Pension Accruals Management in Non-State Pension Funds

The authors identify the impact of pension accruals on the operations of Russian non-state pension funds and describe the effect of the pension reform on pension accruals. A regulatory definition for the subject-matter of pension accruals in Russia is proposed. The article also studies the features and efficiency of retirement assets accumulation within the investment portfolio of Russian non-state pension funds. The authors draw conclusions and make recommendations with regard to the pension accruals management in non-state pension funds.

Key words: non-state pension funds, pension accruals, pension reform, investment portfolio of non-state pension funds

Абрамов Александр Евгеньевич, к. э. н., зав. лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС
Alexander E. Abramov, PhD (Economics), Head of the Laboratory of Institutions and Financial Markets Analysis, Institute for Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration
(e-mail: ae_abramov@mail.ru)

Беломытцева Ольга Святославовна, к. э. н., доц., доц. кафедры финансов и учета Национального исследовательского Томского государственного университета
Olga S. Belomyttseva, PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of Department of Finance and Accounting, National Research Tomsk State University
(e-mail: olbel2001@mail.ru)

Богачева Ольга Викторовна, к. э. н., руководитель Центра бюджетной политики Научно-исследовательского финансового института
Olga V. Bogacheva, PhD (Economics), Head of the Center for Budgetary Policy, Financial Research Institute
(e-mail: bogacheva@nifi.ru)

Богданюк Евгений Андреевич, науч. сотр. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС
Evgeny A. Bogdanyuk, Researcher, Center for Central Banking Studies, Institute for Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration
(e-mail: bogdanyuk-ea@ranepa.ru)

Вагин Владимир Владимирович, к. филос. н., руководитель Центра инициативного бюджетирования Научно-исследовательского финансового института
Vladimir V. Vagin, PhD (Philosophy), Head of the Center of Participatory Budgeting, Financial Research Institute
(e-mail: vagin@nifi.ru)

Горелик Виктор Александрович, д. ф.-м. н., проф., вед. науч. сотр. Вычислительного центра им. А. А. Дородницына ФИЦ ИУ РАН
Victor A. Gorelik, Doctor of Physics and Mathematics, Professor, Lead Research Associate of the Dorodnicyn Computing Centre, Federal Research Center "Computer Science and Control" of Russian Academy of Sciences
(e-mail: vgor16@mail.ru)

Золотова Татьяна Валерьяновна, д. ф.-м. н., доц., проф. кафедры «Прикладная математика» Финансового университета при Правительстве РФ
Tatiana V. Zolotova, Doctor of Physics and Mathematics, Associate Professor, Professor of the Department of Applied Mathematics, Financial University under the Government of the Russian Federation
(e-mail: tgold11@mail.ru)

Кизимов Андрей Сергеевич, к. э. н., заместитель директора Департамента налоговой и таможенно-тарифной политики Министерства финансов Российской Федерации
Andrey S. Kizimov, PhD (Economics), Deputy Head of the Department of Tax and Customs and Tariff Policy, Ministry of Finance of the Russian Federation
(e-mail: finjournal@gmail.com)

Кузьмина Надежда Александровна, к. э. н., начальник сводно-аналитического отдела Департамента налоговой и таможенно-тарифной политики Министерства финансов Российской Федерации
Nadezhda A. Kuzmina, PhD (Economics), Chief of the Analytical Subdivision of the Department of Tax and Customs Policy, Ministry of Finance of the Russian Federation
(e-mail: finjournal@gmail.com)

Лавренова Екатерина Сергеевна, магистрант экономического факультета Национального исследовательского Томского государственного университета
Ekaterina S. Lavrenova, Master's Student, Department of Finance and Accounting, National Research Tomsk State University
(e-mail: lavcathrine@yandex.ru)

Метелькова Елена Олеговна, референт государственной гражданской службы РФ 3 класса
Elena O. Metelkova, Assistant of the State Civil Service of the Russian Federation, 3rd class
(e-mail: Elena.Metelkova@minfin.ru)

Мильчаков Михаил Викторович, к. г. н., регионалист-исследователь, эксперт в сфере региональной политики и межбюджетных отношений
Mikhail V. Milchakov, PhD (Economic Geography), Researcher of Regions, Expert in the Field of Regional Policy and Intergovernmental Fiscal Relations
(e-mail: milchakovmv@mail.ru)

Наумчик Сергей Олегович, к. э. н., доц., доц. кафедры налогов и налогообложения Белорусского государственного экономического университета
Sergey O. Naumchik, PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of Department of Taxes and Taxation Belarusian State Economic University
(e-mail: naumchik_sergey@rambler.ru)

Пинская Миляуша Рашитовна, д. э. н., руководитель Центра налоговой политики Научно-исследовательского финансового института, директор Центра налоговой политики и налогового администрирования Финансового университета при Правительстве РФ, проф. Финансового университета при Правительстве РФ
Milyausha R. Pinskaya, Doctor of Economics, Head of the Tax Policy Center, Financial Research Institute; Director of the Tax and Tax Law Institute, Professor, Financial University under the Government of the Russian Federation
(e-mail: Mpinskaya@fa.ru)

Радыгин Александр Дмитриевич, д. э. н., проф., декан экономического факультета РАНХиГС, член совета директоров Института экономической политики им. Е. Т. Гайдара
Alexander D. Radygin, Doctor of Economics, Professor, Dean of the Faculty of Economics, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration; Board Member at the Gaidar Institute for Economic Policy
(e-mail: arad@rane.ru)

Рыкова Инна Николаевна, д. э. н., руководитель Центра отраслевой экономики Научно-исследовательского финансового института
Inna N. Rycova, Doctor of Economics, Head of the Sectorial Economy Center, Financial Research Institute
(e-mail: rycova@yandex.ru)

Смородинов Олег Владиславович, к. э. н., ст. науч. сотр. Центра бюджетной политики Научно-исследовательского финансового института
Oleg V. Smorodinov, PhD (Economics), Senior Researcher, Center for Budgetary Policy, Financial Research Institute
(e-mail: osmorodinov@nifi.ru)

Тихонова Анна Витальевна, мл. науч. сотр. Центра налоговой политики и налогового администрирования Института финансово-экономических исследований Финансового университета при Правительстве РФ; ассистент кафедры статистики и эконометрики Российского государственного аграрного университета — МСХА им. К. А. Тимирязева
Anna V. Tihonova, Junior Researcher of the Centre for Tax Policy and Tax Administration of the Institute of Financial and Economic Research, Financial University under the Government of the Russian Federation; Assistant of the Department of Statistics and Econometrics, Russian State Agrarian University — Moscow Timiryazev Agricultural Academy
(e-mail: AVTihonova@fa.ru)

Трунин Павел Вячеславович, к. э. н., вед. науч. сотр. Центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ РАНХиГС
Pavel V. Trunin, PhD (Economics), Leading Researcher, Center for Central Banking Studies, Institute for Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration
(e-mail: pt@ranepa.ru)

Филина Светлана Юрьевна, к. э. н., ст. науч. сотр. Аналитического центра финансовых исследований Научно-исследовательского финансового института
Svetlana Yu. Filina, PhD (Economics), Senior Researcher, Analytical Center of Financial Investigations, Financial Research Institute
(e-mail: safili43@hotmail.com)

Чернова Мария Игоревна, науч. сотр. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС
Maria I. Chernova, Researcher, Laboratory of Institutions and Financial Markets Analysis, Institute for Applied Economic Research, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration
(e-mail: marychernova@gmail.com)

ВНИМАНИЮ ЧИТАТЕЛЕЙ!

Тексты статей журнала представлены в открытом доступе
на сайтах **www.nifi.ru** и **www.elibrary.ru**

Оформить подписку на издание «Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал» можно в отделениях почтовой связи по Объединенному каталогу «Пресса России» (подписной индекс 42068) или по интернет-каталогу «Российская периодика» на сайте www.arpk.org, телефон для справок (499)152-04-90.

ПРИГЛАШАЕМ АВТОРОВ!

Правила рецензирования и публикации научных статей изложены на странице «Финансовый журнал» сайта www.nifi.ru.

Редакция:
Главный редактор В. С. Назаров
Зам. главного редактора И. Н. Рыкова
Ведущий редактор Т. М. Захарова
Корректор И. П. Белова
Дизайн и верстка А. С. Лухин

Адрес редакции:
127006, Москва, Настасьинский пер., д. 3, стр. 2
Тел. (495) 699-76-83
Веб-сайт: www.nifi.ru
e-mail: finjournal@gmail.com

Подписано в печать 22.06.2016 г. Свободная цена. Тираж 400 экз.
Заказ № 01/13066
Отпечатано в соответствии с предоставленными материалами в ООО «Амирит»
410004, г. Саратов, ул. им. Чернышевского, 88, литер У
Тел. (8452) 24-86-33, e-mail: 248633a@mail.ru