

Том 23, № 3, 2019

ISSN 2587-5671 (Print)
ISSN 2587-7089 (Online)

ФИНАНСЫ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

Научно-практический журнал
Предыдущее название — «Вестник Финансового университета»
Издается с 1997 г.
DOI: 10.26794/2587-5671

Издание перерегистрировано
в Федеральной службе
по надзору в сфере связи,
информационных технологий
и массовых коммуникаций:
ПИ № ФС77-70021
от 31 мая 2017 г.

The edition is reregistered
in the Federal Service
for communication,
informational
technologies and media control:
PI No. FS77-70021
of May 31, 2017

Периодичность издания — 6 номеров в год

Publication frequency — 6 issues per year

Учредитель: Финансовый университет

Founder: Financial University

Журнал ориентирован на научное
обсуждение актуальных проблем
в сфере финансов и смежных областей

The aim of the journal is the scientific discussion
of topical issues in the field of finance
and related fields

Журнал входит в Перечень периодических научных
изданий, рекомендуемых ВАК для публикации
основных результатов диссертаций на соискание
ученой степени кандидата и доктора наук,
включен в ядро Российского индекса научного
цитирования (РИНЦ)

The journal is included in the listing of periodicals
recommended by the Higher Attestation Commission
for the publication of the main results of the
postgraduate and doctoral dissertations. It is also
listed in the core database of the Russian Science
Citation Index (RSCI)

Распространяется только по подписке.
Подписной индекс 82140
в объединенном каталоге «Пресса России».
Журнал находится в открытом доступе на сайте
<http://financetp.fa.ru/jour/index>

The journal is distributed only by subscription
Subscription index 82140
in the consolidated catalogue "The Press of Russia".
The journal is publicly available (Open Access) on the
website <http://financetp.fa.ru/jour/index>

Vol. 23, No. 3, 2019

FINANCE: THEORY AND PRACTICE

Scientific and practical journal
Former title: Bulletin of the Financial University
Published since 1997

DOI: 10.26794/2587-5671



ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

СОРОКИН Д.Е., доктор экономических наук, профессор, научный руководитель Финансового университета, член-корреспондент РАН, Финансовый университет, Москва, Россия

ЧЛЕНЫ РЕДАКЦИОННОЙ КОЛЛЕГИИ

АХАМЕР Г., доктор экономических наук, Консультативный совет по глобальным исследованиям, Университет Граца, Институт экономической и социальной истории, Грац, Австрия

БОГОЯВЛЕНСКИЙ В.И., доктор технических наук, член-корреспондент РАН, заместитель директора Института нефти и газа РАН, Москва, Россия

БОДРУНОВ С.Д., директор Института нового индустриального развития им. С.Ю. Витте, президент Вольного экономического общества России, первый вице-президент Санкт-Петербургского Союза промышленников и предпринимателей, доктор экономических наук, профессор, эксперт Российской академии наук, Санкт-Петербург, Россия

ГОЛОВНИН М.Ю., доктор экономических наук, член-корреспондент РАН, первый заместитель директора Института экономики РАН, Москва, Россия

КРЮКОВ В.А., доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, директор Института организации промышленного производства, СО РАН, г. Новосибирск, Россия

ЛАФОРДЖИА Д., профессор Университета Саленто, Италия

ЛИ СИНЬ, директор Центра России и Центральной Азии, Шанхайская академия международных исследований, Шанхай, Китай

ЛУКАСЕВИЧ И.Я., доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

МУЛИНО А.В., профессор финансовой экономики и руководитель Департамента финансов, Бирмингемский университет, Бирмингем, Великобритания

ПАПАВА В.Г., академик Национальной академии наук Грузии, профессор Тбилисского государственного университета им. И. Джавахишвили, Тбилиси, Грузия

ПФЛУГ Г., декан экономического факультета, Венский университет, Вена, Австрия

РУБЦОВ Б.Б., доктор экономических наук, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия

РУЧКИНА Г.Ф., доктор юридических наук, руководитель Департамента регулирования экономической деятельности, Финансовый университет, Москва, Россия

САНДОЯН Э.М., доктор экономических наук, профессор, директор Института экономики и бизнеса, Российско-Армянский (Славянский) университет, Ереван, Армения.

СИЛЛА Р.Е., почетный профессор экономики, Школа бизнеса Стерна, Нью-Йоркский университет, Нью-Йорк, США.

ТИТЬЕ К., профессор Галле-Виттенбергского университета им. Мартина Лютера, Германия

ФЕДОТОВА М.А., доктор экономических наук, профессор, руководитель Департамента корпоративных финансов, Финансовый университет, Москва, Россия

ХАН С.М., профессор Департамента экономики, Блумсбергский университет, Блумсберг, США

ХУММЕЛЬ Д., доктор экономических наук, профессор, Университет Потсдама, Германия

ЦЫГАЛОВ Ю.М., доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

Рукописи представляются
в редакцию по электронной почте:
vestnikfinu@mail.ru

Минимальный объем статьи —
4 тыс. слов; оптимальный — 6 тыс. слов.

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

Более подробно об условиях публикации
см.: **financetp.fa.ru**

EDITOR-IN-CHIEF

SOROKIN D.E., Dr.Sci.(Econ.), Professor, Chairman for Research of the Financial University, Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

MEMBERS OF THE EDITORIAL BOARD

AHAMER G., PhD, Advisory Board Global Studies, Graz University, Institute for Economic and Social History, Graz, Austria

BOGOYAVLENSKY V.I., Dr. Sci. (Tech.), Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, Deputy Director of the Institute of Oil and Gas of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

BODRUNOV S.D., Dr. Sci. (Econ.), Professor, Director of the S. Yu. Witte Institute for New Industrial Development, President of the Free Economic Society of Russia, First Vice-President of the St. Petersburg Union of Industrialists and Entrepreneurs, Expert of the Russian Academy of Sciences, St. Petersburg, Russia

GOLOVNIN M.YU., Dr. Sci. (Econ.), Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, First Deputy Director of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

KRYUKOV V.A., Dr. Sci. (Econ.), Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, Director of the Institute of Industrial Engineering SB RAS, Novosibirsk, Russia

LAFORGIA D., professor, University of Salento, Italy

LI XIN, Director of the Center for Russia and Central Asia, Shanghai Academy of International Studies, Shanghai, China

LUKASEVICH I.YA., Dr. Sci. (Econ.), Professor, Corporate Governance Department, Financial University, Moscow, Russia

MULLINEUX A.W., Professor of Financial Economics and Head of Department of Finance, University of Birmingham, Birmingham, United Kingdom

PAPAVA V.G., Academician of the National Academy of Sciences of Georgia, Professor, I. Javakhishvili Tbilisi State University, Tbilisi, Georgia

PFLUG G., Dean, Faculty of Economics, Vienna University, Vienna, Austria

RUBTSOV B.B., Dr. Sci. (Econ.), Professor, Department of Financial Markets and Banks, Financial University, Moscow, Russia

RUCHKINA G.F., Dr. Sci. (Law), Financial University, Head of the Department for Regulation of Economic Activity, Moscow, Russia

SANDOYAN E.M., Dr. Sci. (Econ.), professor, Director of the Institute of Economics and Business, Russian-Armenian (Slavonic) University, Yerevan, Armenia

SYLLA R.E., Professor Emeritus of Economics, Stern School of Business, New York University, New York, USA

TIETJE C., professor of the Martin-Luther-University Halle-Wittenberg, Germany

FEDOTOVA M.A., Dr. Sci. (Econ.), Professor, Financial University, Head of Corporate Finance Department, Moscow, Russia

KHAN S.M., the head of the Department of Economics Bloomsburg University of Pennsylvania, Bloomsburg, USA

HUMMEL D., Dr. Sci. (Econ.), Professor, the University of Potsdam, Potsdam, Germany

TSYGALOV YU.M., Dr. Sci. (Econ.), Professor, Corporate Finance and Corporate Governance Department, Financial University, Moscow, Russia

Manuscripts are to be submitted
to the editorial office in electronic form:
vestnikfinu@mail.ru

Minimal size of the manuscript:
4 ths words; optimal – 6 ths words.

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

More information on publishing terms
is at: **financetp.fa.ru**

СОДЕРЖАНИЕ

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСЫ

Kazantsev S.V.

Evaluation of the Sanctions Impact on Sanctioning Countries' Trade with Russia 6

Папава В., Чарая В.

О комплексном инфляционном таргетировании
и модифицированных показателях инфляции (на примере Грузии) 16

ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Жуков П.Е.

Новые модели анализа изменений стоимости компании,
основанные на стохастических ставках дисконтирования 35

Мачерет Д.А., Валеев Н.А.

Финансово-экономические результаты работы
российских железных дорог в условиях реформирования 49

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Василенко О.А.

Трудовая мотивация персонала как фактор повышения
финансовых результатов деятельности коммерческого предприятия 64

НАЛОГИ И СБОРЫ

Камалетдинов А.Ш., Ксенофонтов А.А.

Индексный метод оценки эффективности функционирования
видов экономической деятельности 82

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Цветков В.А., Дудин М.Н., Сайфиева С.Н.

Проблемы и перспективы развития микрофинансовых
организаций в Российской Федерации 96

Федорова Е.А., Мусиенко С.О., Федоров Ф.Ю., Виноградова Л.В.

Влияние освещения кризиса на финансовый рынок России 112

ИНСТРУМЕНТЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ

Езангина И.А., Евстратов А.В.

Новые инструменты финансирования малого
и среднего предпринимательства в России: краудинвестинг 122

CONTENTS

INTERNATIONAL FINANCE

Kazantsev S.V.

Evaluation of the Sanctions Impact
on Sanctioning Countries' Trade with Russia 6

Papava V., Charaia V.

On Complex Inflation Targeting
and Modified Inflation Indicators (Experience of Georgia) 16

FINANCIAL MANAGEMENT

Zhukov P.E.

New Models for Analyzing Changes
in Company Value Based on Stochastic Discount Rates 35

Macheret D.A., Valeev N.A.

Financial and Economic Performance
of the Russian Railways in the Context of Reform 49

CORPORATE FINANCE

Vasilenko O.A.

Work Motivation of Staff as a Factor
in Improving Financial Performance of a Commercial Enterprise 64

TAXES AND FEES

Kamaletdinov A. Sh., Ksenofontov A.A.

Index Method of Evaluating the Performance of Economic Activities ... 82

FINANCIAL MARKETS

Tsvetkov V.A., Dudin M.N., Saifieva S.N.

Problems and Prospects of Development
of Microfinance Organizations in the Russian Federation. 96

Fedorova E.A., Musienko S.O., Fedorov F. Yu., Vinogradova L.V.

Impact of Crisis Coverage on the Financial Market of Russia 112

INSTRUMENTS FOR FINANCING

Ezangina I.A., Evstratov A.V.

New Instruments for Financing Small
and Medium Enterprises in Russia: Crowdfunding 122

ФИНАНСЫ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА / FINANCE: THEORY AND PRACTICE

Научно-практический журнал
Том 23, № 3, 2019

Главный редактор —

Д.Е. Сорокин

Заведующий редакцией
научных журналов —

В.А. Шадрин

Выпускающий редактор —

И.С. Довгаль

Переводчики — **З. Межва,**

М.Н. Анишич

Референт-менеджер —

В.М. Алексеев

Корректор — **С.Ф. Михайлова**

Верстка — **С.М. Ветров**

Адрес редакции:

125993, Москва, ГСП-3,
Ленинградский пр-т,
53, к. 5.4

Тел.: 8 (499) 943-94-53

E-mail: vestnikfinu@mail.ru

Сайт: financetp.fa.ru

Оформление подписки

в редакции

по тел.: 8 (499) 943-94-31

e-mail: MMKorigova@fa.ru

Коригова М.М.

Подписано в печать 14.06.2019

Формат 60 x 84 1/8.

Объем 17 п. л.

Заказ № 560.

Отпечатано

в Отделе полиграфии

Финансового университета

(Ленинградский пр-т, д. 51)

© Финансовый университет

FINANCE: THEORY AND PRACTICE

Scientific and practical journal
Vol. 23, No. 3, 2019

Editor-in-Chief —

D.E. Sorokin

Head of Scientific Journals

Editorial Department —

V.A. Shadrin

Managing editor — **I.S. Dovgal**

Translators — **Z. Mezha,**

M.N. Anishchik

Reference Manager —

V.M. Alekseev

Proofreader — **S.F. Mihaylova**

Design, make up — **S.M. Vetrov**

Editorial address:

53, Leningradsky prospekt, office 5.4

Moscow, 125993

tel.: +7 (499) 943-94-53

E-mail: vestnikfinu@mail.ru

Site: financetp.fa.ru

Subscription in editorial office

tel.: 8 (499) 943-94-31

e-mail: MMKorigova@fa.ru

Korigova M.M.

Signed for press on 14.06.2019

Format 60 x 84 1/8.

Size 17 printer sheets.

Order № 560

Printed by Publishing House

of the Financial University

(51, Leningradsky prospekt)

© Financial University

ORIGINAL PAPER



DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-6-15

УДК 339.5;33.051(045)

JEL F49, F51, H56

Evaluation of the Sanctions Impact on Sanctioning Countries' Trade with Russia

S.V. Kazantsev

Institute of Economics and Industrial Engineering,
Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences,
Novosibirsk, Russia
<http://orcid.org/0000-0003-4777-8840>

ABSTRACT

The aim of this paper was to present some results of the study of the impact of the sanctions, imposed on the Russian Federation in 2014 and consistently expanded and deepened, not on Russia, but on those who use these sanctions – the countries that imposed the sanctions (the sanctioners). External trade, that is one of the objects of the sanctions, was chosen as the subject of the study. The author's task was to estimate the role of the Russian Federation in the external trade of the countries, which use the sanctions against Russia, before and after the sanctions, and to evaluate the harm caused to these countries by their sanctions and by Russia's counter-sanctions. To solve these problems, the author proposed a mathematical tool for the damage quantitative assessment. The World Trade Organization statistics for 2012–2017 formed a database for the study, and economic-mathematical and statistical methods were taken as research instruments. One may summarize the results of the study as follows. First, Russia plays an insignificant role in foreign trade of most countries that imposed sanctions against the Russian Federation. However, the damage from the sanctions and counter-sanctions for some of them turns out to be quite significant. Second, the negative impact of the sanctions on their initiators in the sphere of external trade is the stronger, the more important for the sanctioning country its trade relations with the Russian Federation are. Third, the burden of the sanctions was less heavy for their main initiator – the United States of America, than for their less economically strong partners that imposed the sanctions. The author's main conclusion is that eventually the economic interests of some of these countries win up over the political goals that go against these interests, and the volume of the foreign trade, that dropped down after the sanctions were imposed on Russia, tends to recover. Russia, shifting from the overseas markets to the domestic one and changing the geographical structure of its international trade, does continue to develop. To present the results of the study to the Russian readers, the version of the article in Russian is submitted to the journal "The World of New Economy". Its title is "Anti-Russian Sanctions: Damage to the Countries that Declared them". The version gives the results of the analysis of the impact of sanctions on technology trade and the content of the study of foreign trade in goods, detailed in this paper.

Keywords: anti-Russia sanctions; sanction imposed countries; exports; imports; trade; damage; the Russian Federation

For citation: Kazantsev S.V. Evaluation of the sanctions impact on sanctioning countries' trade with Russia. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(3):6-15. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-6-15

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ

Количественная оценка влияния антироссийских санкций на внешнюю торговлю стран-санкционеров

С.В. Казанцев

ФГБУН «Институт экономики и организации
промышленного производства СО РАН»,
Новосибирск, Россия
[http:// orcid.org/0000-0003-4777-8840](http://orcid.org/0000-0003-4777-8840)

АННОТАЦИЯ

Целью написания данной работы было исследование влияния принятых в 2014 г. в отношении Российской Федерации и последовательно расширяемых и углубляемых санкций не на Россию, а на тех, кто ввел эти санкции – на страны-санкционеры. В качестве предмета исследования был выбран один из объектов санкционного воздействия – внешняя торговля. Задача автора состояла в количественной оценке роли Российской Федерации во внешней торговле стран-санкционеров до и после введения антироссийских санкций и потерь стран-санкционеров от

введенных ими санкций и от российских контрсанкций. Для решения этой задачи автор предложил математический инструмент оценки. Статистической базой исследования служили данные Всемирной торговой организации за 2012–2017 гг., инструментарием — экономико-математические и статистические методы. Показано, во-первых, что роль Российской Федерации во внешней торговле большинства стран, в которых действуют антироссийские санкции, невелика, тем не менее ущерб от санкций и контрсанкций для части из них оказывается довольно весомым. Во-вторых, что негативное влияние санкций на их инициаторов в сфере внешней торговли тем сильнее, чем важнее для страны-санкционера ее торговые связи с Российской Федерацией. В-третьих, что бремя санкций оказалось более тяжелым не для их главного инициатора — США, а для менее экономически сильных партнеров США по антироссийским санкциям. Главный вывод автора состоит в том, что со временем экономические интересы части стран-санкционеров берут верх над идущими в разрез с ними политическими целями, и сократившиеся в результате введения антироссийских санкций объемы внешней торговли имеют тенденцию к восстановлению. Россия же, переориентируясь с внешнего рынка на внутренний и меняя географическую структуру внешней торговли, продолжает развиваться. Для ознакомления российских читателей с результатами исследования вариант статьи представлен в журнал «Мир новой экономики» под заголовком: «Антироссийские санкции: ущерб объявившим их странам». В нем дан анализ влияния санкций на торговлю технологиями и изложены результаты исследования внешней торговли товарами, подробно представленные в настоящей статье.

Ключевые слова: антироссийские санкции; страны-санкционеры; экспорт; импорт; товарооборот; ущерб; Российская Федерация

Для цитирования: Казанцев С.В. Количественная оценка влияния антироссийских санкций на внешнюю торговлю стран-санкционеров. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):6-15. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-6-15

INTRODUCTION

Since the first years of the young Soviet state, many countries have been constantly using various and numerous measures of military, political, economic, financial, information, etc. pressure on the USSR, and later on Russia, to achieve their political, military, financial and economic goals [1–4]. Such measures include the so-called sanctions that without a United Nations resolution have become an especially frequent and widespread weapon of economic and geopolitical hostilities [5]¹.

The United States of America began another round² of sanctions against Russia in March 2014. After the United States, 40 more states, mainly NATO members and states under political and economic influence and patronage of the USA, began to impose sanctions against the Russian Federation.

There is a number of restrictive measures in foreign trade besides sanctions. These are market protection measures (anti-dumping, countervailing, special measures and protective duties) and other non-tariff measures (licensing, quotas, technical barriers, sanitary and phytosanitary measures).

These restrictive measures against Russia are used not only by the opponents of the Russian Federation,

but also by BRIC partners: Brazil, India and China (Tabl. 1).

It is clear, that besides the sanctions and counter-sanctions, the dynamics of world trade is influenced by many other external and internal processes and factors for the country. For example, the conjuncture of world markets of goods, services and currency, geopolitics, the economic condition of trading countries and their internal political situation, etc. If sanctions are effective, they, in turn, affect, at least, some of these processes and factors. The diversity and complex interrelation of conditions, situations and processes affecting the state and dynamics of foreign trade do not allow us to estimate with absolute accuracy of the impact of a single factor. It seems that this measure can be estimated by comparing the periods of actions and omissions, strengthening and weakening of a particular factor or their group.

The same for the world as a whole, the countries that imposed the sanctions on Russia, and for the Russian Federation trends are growing and falling in exports and imports — their ups and downs (Fig. 1, 2), reflect the impact of global commodity markets on the dynamics of foreign trade of all countries. The impact of the sanctions against Russia was manifested not only in a greater decrease in exports and especially imports of the Russian Federation in 2014–2016, comparing to the world and the states imposing sanctions, but also in the increasing gap in the rate of change of the considered indicators.

Despite the fact that the volume of export in 2017 (\$ 172.4 billion) was 32.6% lower than in 2013 and the volume of import (\$ 103.2 billion) was 29.1% below its

¹ In the book, readers will find a long list of the states that used various sanctions in 1948–2006, and the countries against which they were imposed [5].

² “No modern nation has wielded economic weapons more than the U.S., which restricted imports, exports, investments and other financial transactions more than 110 times in the 20th century to try to change policies, end weapons programs or topple a government” [6].

Table 1

Leading states in the number of prohibitive measures imposed on the Russian Federation

Country	Number of cases	Country	Number of cases	Country	Number of cases
EU	2420	India	377	Thailand	102
USA	1169	Iran	320	Belarus	42
Ukraine	775	China	174	Brazil	31
Turkey	713	Mexico	120		

Source: About the work on removing barriers on foreign markets. Ministry of Economic Development of the Russian Federation. URL: <http://economy.gov.ru/minec/press/news/2019021802#> (accessed on 03.04.2019). (In Russ.).

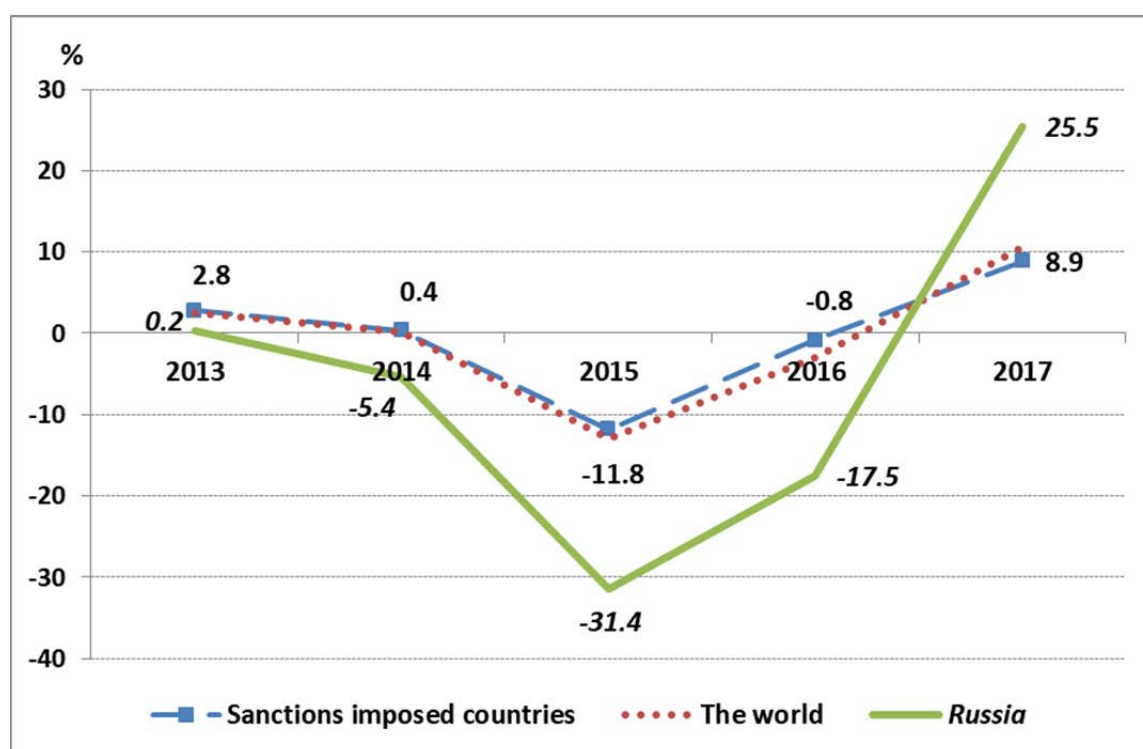


Fig. 1. Export rates of increment, 2013–2017, %

Source: Fig. 1, 2 were compiled by the author based on the information from the following sources: "Sanctions against Russia and international trade". URL: <https://cdn4.img.ria.ru/images/150970/03/1509700324.png> (accessed on 27.01.2018) (In Russ.); World Trade Review 2018. The World Trade Organization. 2018:180–187.

level in 2013, the sharp increase in Russian exports and imports in 2017 makes me believe that, at least in foreign trade, the Russian Federation began, as minimum, to recover from the sanctions³.

³ Analysis of the changes in the product and geographical structures of Russia's foreign trade that took place after the country's isolation from the world community see, for example, in [8].

ROLE OF RUSSIA IN FOREIGN TRADE OF THE SANCTIONING COUNTRIES BEFORE AND AFTER THE SANCTIONS AGAINST RUSSIA

Russia plays a minor role in the foreign trade of most countries that have imposed the sanctions against the Russian Federation. In 28 of them (70% of such countries), the share of trade with Russia in the total volume of their trade in 2013 did not exceed 5%

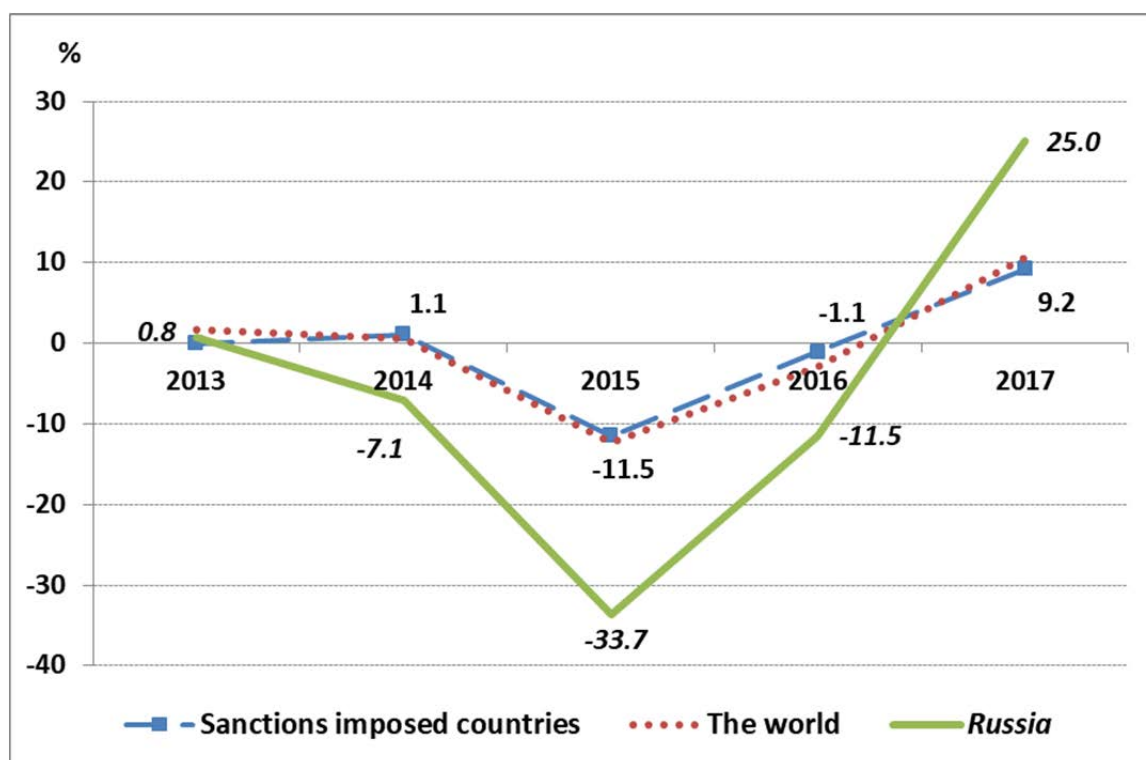


Fig. 2. Import rates of increment, 2013–2017, %

Table 2

12 sanctioning countries where the share of trade with Russia in the total volume of their trade in 2013 was at least 5%

Country	Share	Country	Share	Country	Share	Country	Share
Malta	66.4	Cyprus	30.5	Finland	17.2	Poland	9.4
Latvia	57.7	Estonia	21.5	Netherlands	11.9	Slovakia	5.6
Ukraine	31.0	Lithuania	17.2	Greece	9.9	Italy	5.4

Source: Tabl. 2–9 were compiled by the author based on the data from “World Trade Review 2018”. The World Trade Organization. 2018:180–187.

(Fig. 3). The number of such countries increased to 33 (82.5%) in 2017. In 2013, this share was more than 10% in only seven out of 40 countries (in 2017, it was four less) and in 12 countries it was not less than 5% (Tabl. 2).

Only seven countries annually ranked among the top ten in terms of their share of trade with Russia in the country’s total trade in 2013–2017: Latvia, Lithuania, Malta, the Netherlands, the Ukraine, Finland and Estonia.

The share of the Russian Federation in the U.S. trade turnover in 2013–2017 did not exceed 0.5%. This share was less than 3% in Germany, the United Kingdom and France (Tabl. 3).

It is natural to expect that, other things being equal, a reduction in trade with the Russian Federation will

have less impact on the trade turnover of the United States of America than on the countries where Russia’s share of the trade turnover is higher than in the United States.

For the sanctioning countries, Russia is primarily a market for their products. In a less degree, it is important for them as an exporter. Before the sanctions against Russia, the total exports of 40 sanctioning countries were 1.8 times higher than their imports from Russia. In 2015, when the effect of foreign trade sanctions was most pronounced, the gap became more than 207% (Fig. 4).

Based on the ratio of exports and imports, one can expect that after the sanctions, the countries trading with the Russian Federation are more likely to reduce their imports rather than exports. That’s

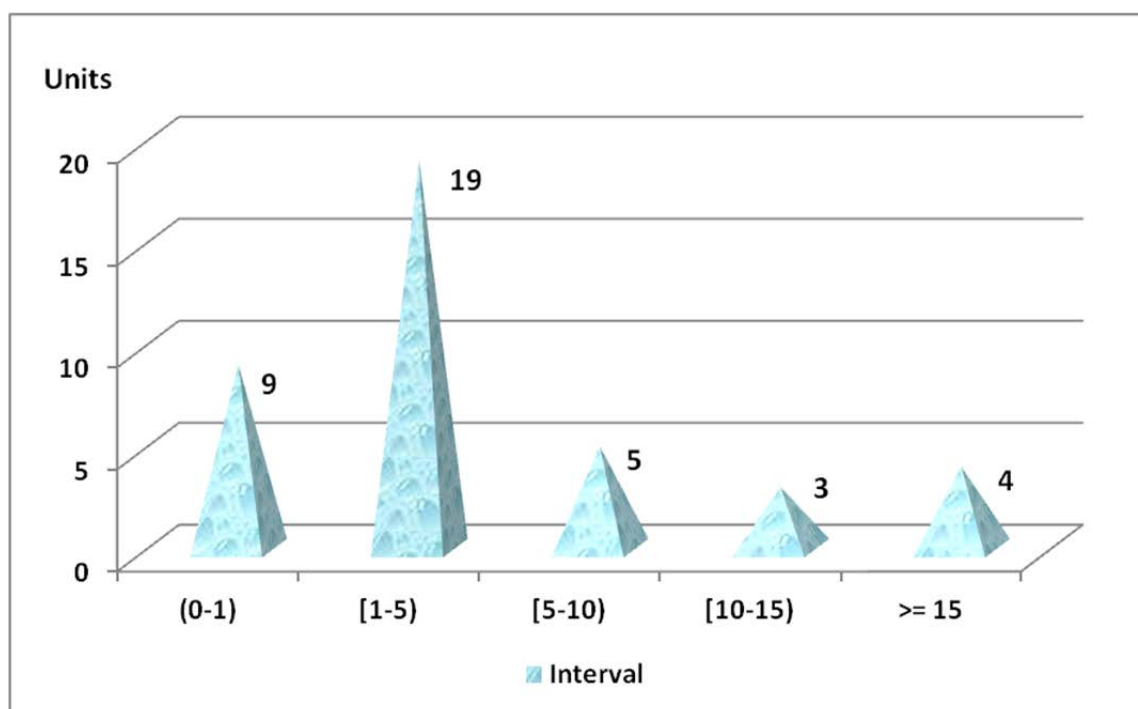


Fig. 3. Number of the sanctioning countries whose share of the trade with the Russian Federation in their total trade turnover was in the specified interval in 2013, units

Source: Fig. 3 was drawn up by the author based on the data from website "Sanctions against Russia and international trade" (in Russ.). URL: <https://cdn4.img.ria.ru/images/150970/03/1509700324.png> (accessed on 27.01.2018); World Trade Review 2018. The World Trade Organization. 2018:180–187.

what happened. In 2013–2017, the volume of exports of these countries to Russia decreased by 38.3%, and imports from Russia dropped by 43.8%.

IMPACT OF THE SANCTIONS ON THE TRADE OF THE SANCTIONING COUNTRIES WITH RUSSIA

President of the United States Barack Obama's Executive Order- EO-13660 — "Blocking property of certain persons contributing to the situation in Ukraine"⁴ (March 6, 2014) commenced a sanction attack on Russia in 2014. It was followed by the sanctions against physical and legal entities (March 14, 2014), geographical (March 20, 2014) and the sectoral sanctions (July 17, 2014). Subsequently, the sanctions were regularly extended, expanded and strengthened. The Countering America's adversaries through sanctions Act, HR 3364⁵ (August 2, 2017) fixed for many years ahead the policy of the sanctions of the United States of America. At the same time, the US made it

clear that they would not stop there. And they don't stop.

By imposing sanctions on a particular entity, the United States demands that they be used by individuals and legal entities around the world. "A punishment can overtake and after 5–7 years from the date of the business operation if there is a signal and the investigation confirms the guilt of the company at the time of sanctions" [9]. That is why the restrictions on the foreign trade with the Russian Federation affect the foreign trade operations of many countries and cause collateral damage outside Russia. Russia's counter-sanctions (the food embargo imposed in three stages in 2014, 2015 and 2016) also have a negative impact on the world trade.

Bloomberg gave a good example of an inverse relationship. "There's also been collateral damage, felt outside Russia. What sort of collateral damage? The April 2018 sanctions targeting Rusal initially disrupted the global supply chain for aluminum and sent prices soaring by 30 percent. That affected, among others, soda-can makers, the world's biggest miners and big banks that finance the aluminum trade. Repercussions from sanctions have also been felt in the European Union" [10].

⁴ URL: <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2014/03/06/executive-order-blocking-property-certain-persons-contributing-situation> (accessed on 30.04.2014).

⁵ URL: <https://www.whitehouse.gov/legislation/hr-3364-countering-americas-adversaries-through-sanctions-act> (accessed on 21.09.2017).

Table 3

**Russia's share in the U.S. trade turnover and in the trade turnover of the three US allies
in the anti-Russian sanctions, 2013, 2017, %**

Country	2013	2017	Country	2013	2017
Germany	2.9	1.9	France	1.8	1.3
United Kingdom	2.1	1.2	USA	0.7	0.6

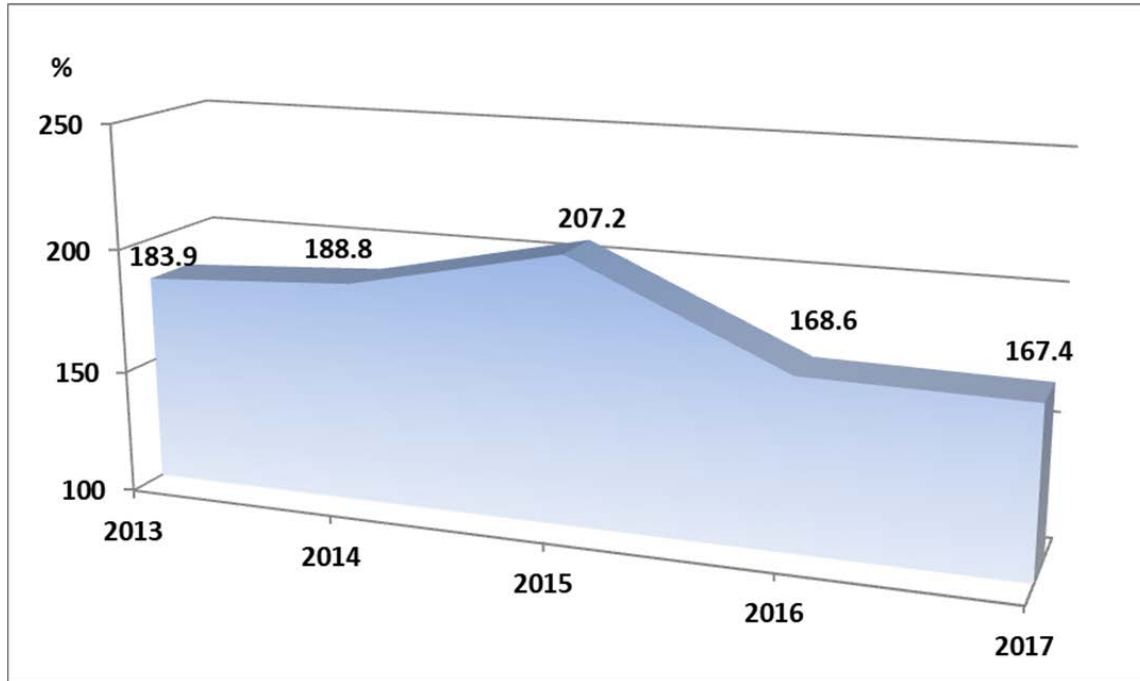


Fig. 4. Ratio of imports and exports of sanctioning countries with Russia, 2013–2017, %

Source: Fig. 4 was compiled by the author based on the data from “World Trade Review 2018”. The World Trade Organization. 2018:180–187.

The head of “National Association” party (France), Marine Le Pen (Marion Anne Perrine Le Pen), put this feedback loop clearly: “Remember about Russian sanctions. Wanted to punish Russians and sanctioning Russians in reality has led to disastrous economic consequences for a number of sectors of the EU”⁶.

In the US, they also realized the existence of an inverse relationship between the sanctions against the target country and the damage to the country that imposed sanctions. “Sanctions can often be a double-edged sword,” said Republican Senator Ron Johnson of Wisconsin, the chairman of the Homeland Security Committee. “So we really should take a little bit of a step back and assess where we are and what we can really do” [10].

To estimate the relative losses from the reduction in the foreign trade of a country, that imposed sanctions

on Russia, with the Russian Federation, let us calculate the share of the decline in the country’s trade turnover with Russia in the total volume of changes in the sanctioning country’s foreign trade ($CB'_{j,R}$):

$$CB'_{j,R} = \begin{cases} 100\% \times \Delta B'_{j,R} / (\Delta B'_{j,R} - \Delta B'_j), & \text{if } \Delta B'_j \geq 0 \text{ and } \Delta B'_{j,R} < 0; \\ \text{and also if } \Delta B'_j < 0 \text{ and } \Delta B'_{j,R} > 0; \\ 100\% \times \Delta B'_{j,R} / (\Delta B'_{j,R} + B'_j), & \text{if } \Delta B'_j \leq 0 \text{ and } \Delta B'_{j,R} < 0; \\ 100\% \times \Delta B'_{j,R} / \Delta B'_j, & \text{if } \Delta B'_j > 0 \text{ and } \Delta B'_{j,R} > 0. \end{cases}$$

Here $j = 1, 2, \dots, J$ – sanctioning country index;
 R – the index denoting Russia;
 $t = 1, 2, \dots, T$ – index of time intervals;

⁶ Marine Le Pen parle des sanctions antirusses. URL: <https://fr.news-front.info/2019/03/08/marine-le-pen-parle-des-sanctions-antirusses/> (acceded on 11.04.2019).

Table 4

Top ten sanctioning countries with the highest value of the relative losses from the trade reduction with the Russian Federation after 2014 (CB^t_j)

Place	Country	2014–2015	Country	2014–2017
1	Iceland	64.3	Slovakia	92.5
2	Poland	45.7	Latvia	77.4
3	Cyprus	45.6	Germany	69.5
4	Czech Republic	41.6	Malta	52.8
5	Latvia	39.0	Netherlands	51.1
6	Croatia	30.7	Italy	43.1
7	Malta	28.0	Lithuania	42.9
8	Ukraine	26.9	Estonia	36.7
9	Finland	22.0	Ukraine	35.5
10	Lithuania	21.9	Finland	31.1

Table 5

Top ten sanctioning countries with the highest value of the relative losses from the reduction of exports to the Russian Federation after 2014 (CE^t_j)

Place	Country	2014–2015	Country	2014–2017
1	Poland	42.2	Germany	8.9
2	Czech Republic	36.4	Slovakia	56.6
3	Croatia	35.5	Iceland	56.2
4	Lichtenstein	31.4	Spain	40.0
5	Ukraine	27.7	Latvia	35.1
6	Iceland	24.9	Ukraine	34.0
7	Slovenia	21.4	Italy	27.0
8	Israel	19.0	Portugal	26.0
9	Finland	15.8	Japan	25.5
10	Latvia	15.1	Bulgaria	25.3

Table 6

Top ten sanctioning countries with the highest value of the relative losses from the reduction of imports from the Russian Federation after 2014 (CI^t_j)

Place	Country	2014–2015	Country	2014–2017
1	Cyprus	70.0	Latvia	83.8
2	Latvia	48.9	Malta	83.1
3	Czech Republic	48.1	Netherlands	69.2
4	Poland	47.4	Slovakia	62.9
5	Malta	33.7	Lithuania	57.5
6	Lithuania	32.0	Estonia	53.5
7	Estonia	31.3	Italy	48.2
8	Netherlands	27.4	Germany	44.4
9	Finland	26.6	Finland	38.3
10	Ukraine	26.4	Cyprus	37.5

Table 7

Linear correlation coefficients of the shares of trade with Russia and the relative losses from the trade reduction of the sanctioning countries with the Russian Federation

Parameter	Exports, Cor(E)	Imports, Cor(I)	Turnover, Cor(B)
Linear correlation coefficients	0.4225	0.6430	0.5070
Number of observations	39	30	38

Note: the number of observations shows a number of countries which reduced its exports, imports and trade turnover respectively.

Source: calculated by the author.

Table 8

Ratio of the reduction in trade turnover with Russia in some states and the United States, 2014–2017, number of times

Country	Number of times	Country	Number of times
Netherlands	8.2	Poland	2.6
Italy	6.6	France	1.5
Germany	5.6	Finland	1.3
Japan	3.4	Latvia	1.3
United Kingdom	2.7	Switzerland	1.3

Source: calculated by the author.

$CB_{j,R}^t$ — relative loss of the sanctioning country j in a period t , suffered as a result of the contraction in the trade turnover with the Russian Federation;

B_j^t — the volume of the trade turnover of the country j in the period t ;

$\Delta B_{j,R}^t = B_j^t - B_j^{t-1}$ — the change (increment) in the volume of the trade turnover of the country j in the period t .

Similarly, we will calculate the relative losses of a sanctioning country from the reduction of exports to the target country (in our case, to the Russian Federation — $CE_{j,R}^t$), and from the import reduction from Russia ($CI_{j,R}^t$). When calculating the relative losses from the reduction of exports, letter “B” in the ratio above is replaced by symbol “E”, which means export, and from the reduction of imports — by symbol “I”, which means import.

Top ten sanctioning countries with the highest value of the relative losses from the trade reduction (turnover, exports and imports) with the Russian Federation after 2014 are shown in *Tabl. 4–6*.

In 2014–2017, the United States was on the 23rd place out of 40 considered countries ($CB_{us} = 8.6\%$), France on the 26th (6.0%) and the United Kingdom on the 21-th place (9.6%).

In 2014–2017, the USA was on the 19th place out of 40 ($CE_{us} = 10.6\%$), France on the 25th place (6.9%) and the United Kingdom on the 27th place (4.1%).

In 2014–2017, the United States was on the 26th place ($CI_{us} = 0.6\%$), France on the 23rd place (5.3%) and the United Kingdom on the 12th place (32.7%).

In the foreign trade of the United States of America, Russia accounts for a very small share — less than 1% of the foreign trade turnover. Therefore, the U.S. losses from the anti-Russian sanctions in the foreign trade are small. The above indicators of the US relative damages from the trade reduction with the Russian Federation are significantly less than in a number of other countries. The study showed that the higher Russia’s share in the country’s foreign trade was in 2013, the more damages suffered the country from the downturn in the trade with the Russian Federation. In particular, the calculated values of the linear correlation coefficients indicate the existence in 2014–2015 (there was the largest drop in the foreign trade during these years) of a positive relationship between the values of the relative losses from the slump of the foreign trade volume of the sanctioning states with the Russian Federation and Russia’s share in the trade of these countries (*Tabl. 7*).

The error probability of the calculated linear correlation coefficients is 1% (a two-sided confidence coefficient $\alpha/2 = 0.01$). This confirms the above statement that the greater the share of trade with Russia in the country's trade is, the greater the damage to this country from the reduction of trade with Russia.

Statistical testing of the hypothesis of equality of the calculated linear correlation coefficients showed that the correlation for imports is stronger than for exports: $\text{Cor}(E) < \text{Cor}(B) < \text{Cor}(I)$. It seems natural when the volume of imports from a country is reduced more than the volume of its exports. This is how the countries that deployed the sanctions in trade with the Russian Federation did during the period under study.

The fact that after the reduction in the foreign trade with Russia in 2014–2017 the U.S. suffered less damage than the other countries is confirmed not only by the estimates of the relative losses we have calculated (CB^t_j), but also by a direct comparison of the volumes of the foreign trade contraction (*Tabl. 8*).

In 2014–2017, a 98% reduction in trade with Russia fell on the sanctioning countries without the United States of America and only 2% on the United States. So productively in this case, the United States used two principles of struggle against competitors and adversaries. Principle 1: Sanctions against the target should not be detrimental to the sanctioner, especially irreparable. Following this principle, the United States is trying to damage the economy of the Russian Federation, without affecting the most important areas in which they profit in Russia. Thus, by introducing all kinds of restrictive measures, the US government and large corporations do not prohibit or restrict the trade in the goods in which they are in dire need, or in whose exports they are interested⁷. For example, look how carefully the Countering America's Adversaries through Sanctions Act (HR 3364) prescribes an exception to the number of sanctioned goods related to the activities of the National Aeronautics and Space Administration.

"Nothing in this Act or the amendments made by this Act shall be construed to authorize the imposition of any sanction or other condition, limitation, restriction, or prohibition, that directly or indirectly impedes the supply by any entity of the Russian Federation of any product or service, or the procurement of such product or service by any contractor or subcontractor of the

United States or any other entity, relating to or in connection with any space launch conducted for (1) the National Aeronautics and Space Administration; or (2) any other non-Department of Defense customer"⁸.

There is no ban on goods advantageous for Western countries to export to the Russian Federation. Neither the US, nor the EU has sanctions against exports of software, computers, touch pads, telephones, civil aircraft and automobiles, pharmaceuticals, alcoholic and non-alcoholic beverages, and some other goods to Russia [7, p. 54; 11, p. 33–34, 12].

Principle 2: It is better to target an offending state together with a group of allies and it is even better to only use them, without personal involvement — "to use others to pull chestnuts out of the fire". (See: [1, 11]). Allies and joint efforts strengthen the warring parties and share with them the burden of costs and the severity of the losses.

CONCLUSION

So, "sanctions can often be a double-edged sword"⁹. They hurt not only those to whom they target. They can harm their initiators, as well as third parties. The results of the study presented in this paper answer the question of the losses incurred in the foreign trade by the sanctioning states in 2014 (the USA and EU) to compel Russia to change its policies, behavior, and even regime, and by the countries that have joined them. The losses of 40 states were estimated. The calculations were made on the data of the World Trade Organization for 2013–2017.

The studies have shown that the fall in the foreign trade volume of the sanctioning countries with the Russian Federation began in 2014 after the sanctions against Russia; it reached its maximum in 2015. In 2016, the rates of decline in both exports to Russia and imports from Russia slowed down significantly in the considered countries, and their trade with the Russian Federation began to grow in 2017.

In 2013, before the sanctions, Russia's share in the trade turnover of the majority (70%) of the sanctioning countries did not exceed 5%. This share acceded 10% in 7 out of 40 countries, and in 4 countries it was higher than 30%. In the United States, for example, it was only 0.7% in 2013, in France — 1.8%, in the UK — 2.1%, and in Germany — 2.9%. This share gradually decreased after the introduction of the isolation measures against

⁷ According to the President of the American Chamber of Commerce in Russia, Alexis Rodzianko, "American sanctions affect areas in which trade exchange was previously small, for example, military products" (Spiegel. (2015, June 2). The US "forgets" about the sanctions against Russia, when it is convenient for them. URL: <http://russian.rt.com/inotv/2015-05-31/Spiegel-SSHA-zabivayut-o-sankciyah>). (In Russ.).

⁸ HR 3364. Countering America's Adversaries through Sanctions Act. Sec. 237, (b) (2017). URL: <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/house-bill/3364/text> (accessed on 21.09.2017).

⁹ Republican Senator Ron Johnson of Wisconsin, chairman of the Homeland Security Committee said that [10].

Russia. In 2017, it was less than 5% in 82.5% of the states in question, and was more than 10% in only 4 states. In the US, it decreased by 0.1%, meaning that it almost remained unchanged.

The main reduction in the trade turnover of the countries with the Russian Federation in 2014–2017 was due to a rapid decrease in imports from Russia. Calculated relative damage from the reduction in the countries under study was the bigger, the higher Russia's share in their imports was. The US, with its small shares of imports from Russia and its exports to the Russian Federation, suffered significantly less than many countries that joined the USA and EU sanctions

against Russia. Thus, the value of the decrease in the trade turnover between Italy and Russia in 2014–2017 was 6.6 times larger than the reduction in trade between the United States and the Russian Federation; for Germany — 5.6 times, for Poland — 2.6 times, for Latvia — 1.3 times. The U.S. share in the reduction of the sanctioning countries total volume of trade with Russia in 2014–2017 was equal to only 2%. The remaining 98% lay on the shoulders of other countries.

So, the 'Big brother' has begun and expanded the sanctions against Russia, and the younger 'brothers and sisters' have damages (in this case, in the foreign trade), they are catspaws for pulling chestnuts out of the fire.

REFERENCES

1. Kazantsev S.V. Global economic aggression. Novosibirsk: "Ofset-TM" Ltd.; 2019. 100 p. (In Russ.).
2. Katasonov V. Yu. Sanctions. Economics for the Russians. Moscow: Algoritm; 2015. 288 p. (In Russ.).
3. Kurochkin Yu. S. Economic war. Novosibirsk: Siberian Univ. Publ.; 2001. 1192 p. (In Russ.).
4. Schweizer P. Victory: The Reagan Administration's secret strategy that hastened the collapse of the Soviet Union. Transl. from Eng. Minsk: Avest; 1995. 465 p. (In Russ.).
5. Hufbauer G., Schott J., Elliott K., Oegg B. Economic sanctions reconsidered. 3rd ed. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics; 2007. 248 p.
6. Mohsin S. Sanctions. Bloomberg. 13 August, 2018. URL: <https://www.bloomberg.com/quicktake/financial-war> (accessed on 08.04.2019).
7. Kazantsev S. Russia's foreign trade under the anti-Russian sanctions. *Review of Business and Economics Studies*. 2018;6(3):44–56. DOI: 10.26794/2308–944X-2018–6–2–44–56.
8. Shvabauer N. Too early to draw conclusions: Foreign business is not going to leave Russia. *Rossiiskaya Biznes-gazeta*. 2014;(39):5. URL: <https://rg.ru/2014/10/07/inostranny-business.html> (In Russ.).
9. Meyer H., Arnold L., Tanas O. All about the U.S. sanctions aimed at Putin's Russia. Bloomberg. 11 July, 2018. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-11/all-about-the-u-s-sanctions-aimed-at-putin-s-russia-quicktake> (accessed on 08.04.2019).
10. Flatley D., Dennis S. T. New Russia penalties face 'sanctions fatigue' in U.S. Congress. Bloomberg. 8 April, 2019. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-08/new-russia-penalties-face-sanctions-fatigue-in-u-s-congress?srnd=premium-europe> (accessed on 08.04.2019).
11. Kazantsev S. The principles of global economic of aggression. *Review of Business and Economics Studies*. 2018;6(4):30–40. DOI: 10.26794/2308–944X-2018–6–4–30–40
12. Kazantsev S.V. Anti-Russian sanctions: Damage to the countries that declared them. *Mir novoj ekonomiki = World of the New Economy*. 2019;13(2):43–54. DOI: 10.26794/2220–6469–2019–13–2–43–54

ABOUT THE AUTHOR / ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ



Sergey V. Kazantsev — Dr. Sci. (Econ.), Chief Researcher, Institute of Economics and Industrial Engineering, Siberian Branch of the Russian Academy of Sciences, Novosibirsk, Russia

Сергей Владимирович Казанцев — доктор экономических наук, главный научный сотрудник Института экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск, Россия
kzn-sv@yandex.ru

The article was received on 15.03.2019; accepted for publication on 15.05.2019.

The author read and approved the final version of the manuscript.

Статья поступила 15.03.2019; принята к публикации 15.05.2019.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-16-34

УДК 336.02(479.22)(045)

JEL E31, E58, I32, O13, P36, P46

О комплексном инфляционном таргетировании и модифицированных показателях инфляции (на примере Грузии)

В. Папава^а, В. Чарая^б^а Тбилисский государственный университет имени Иванэ Джавахишвили, Тбилиси, Грузия;^б Университет бизнеса и технологий, Тбилиси, Грузия^а <https://orcid.org/0000-0001-7835-662X>; ^б <https://orcid.org/0000-0003-1531-2763>

АННОТАЦИЯ

В работе анализируется режим инфляционного таргетирования, который используется во многих странах как инструмент монетарной политики центральных банков. Изучение накопленного за последние четверть века опыта использования этого режима свидетельствует о наличии целого ряда недостатков. Среди них важное место занимает то, что инфляционное таргетирование бессильно в отношении импорта инфляции. Эта проблема особенно остро встает в импортозависимых странах. В статье проблема неспособности режима инфляционного таргетирования влиять на импорт инфляции обобщается в отношении инфляции, которая вызвана ростом издержек производства. Рассматриваемая проблема изучается на примере посткоммунистической Грузии (в которой используется режим инфляционного таргетирования) и ее основных торговых партнеров. Анализируются различные модификации показателя инфляции, такие как агфляция, манфляция и имфляция. Показано, что первые два отражают динамику цен на продовольствие, на медицинское обслуживание и основные медикаменты и на основные виды коммунальных услуг. Что же касается имфляции, то этот показатель отражает динамику на внутреннем рынке цен на импорт, в формировании которых большое значение имеет обменный курс национальной валюты. Показатели агфляции и манфляции должны стать совместно с традиционным показателем инфляции одними из важных макроэкономических индикаторов для правительств, разрабатывающих экономическую и социальную политику. В статье предлагается новый подход к монетарной политике, называемый комплексным инфляционным таргетированием. В этом случае целевыми показателями монетарной политики являются не только инфляция, но и имфляция. Что же касается обменного курса национальной валюты, то на него возлагается функция влияния на фактический уровень показателя имфляции.

Ключевые слова: монетарная политика; инфляция; инфляционное таргетирование; обменный курс; инфляция спроса; инфляция издержек; гибридное инфляционное таргетирование; комплексное инфляционное таргетирование; агфляция; манфляция; имфляция

Для цитирования: Папава В., Чарая В. О комплексном инфляционном таргетировании и модифицированных показателях инфляции (на примере Грузии). *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):16-34. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-16-34

ORIGINAL PAPER

On Complex Inflation Targeting and Modified Inflation Indicators (Experience of Georgia)

V. Papava^a, V. Charaia^b^a Ivane Javakhishvili Tbilisi State University, Tbilisi, Georgia^b Business and Technology University, Tbilisi, Georgia^a <https://orcid.org/0000-0001-7835-662X>; ^b <https://orcid.org/0000-0003-1531-2763>

ABSTRACT

The paper analyzes inflation targeting which used in many countries as a tool for the monetary policy of central banks. The study of the experience of inflation targeting over the past quarter century shows a number of shortcomings. The important one is that inflation targeting is powerless in relation to import inflation. This problem is particularly acute for import-dependent countries. The authors summarize the failure of inflation targeting to influence the import of inflation regarding inflation caused by the increase in production costs. The problem is studied by the example of post-communist Georgia (that uses inflation targeting) and its major trading partners. The authors analyze various

modifications of the inflation indicator, such as agflation, munflation, and imflation. It is shown that the first two reflect price fluctuations on the nutrition, medical care, medication and utilities. Imflation reflects the dynamics of import prices on the domestic market, in the formation of which the exchange rate of the national currency is of great importance. The indicators of agflation and munflation together with the traditional indicator of inflation should become one of the important macroeconomic indicators for governments that develop economic and social policies. The authors propose a new approach to monetary policy, called complex inflation targeting. In this case, monetary policy targets are not only inflation, but also imflation. As for the exchange rate of the national currency, it should be influenced by the actual level of the imflation indicator.

Keywords: monetary policy; inflation; inflation targeting; exchange rate; demand-pull inflation; cost-push inflation; hybrid inflation targeting; complex inflation targeting; agflation; munflation; imflation

For citation: Papava V., Charaia V. On complex inflation targeting and modified inflation indicators (experience of Georgia). *Finansy: teoriya i praktika* = Finance: Theory and Practice. 2019;23(3):16–34. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-16-34

ВВЕДЕНИЕ

Вопросы, связанные с монетарной политикой, являются одними из наиболее обсуждаемых в современной экономической науке. Особенно актуальными они стали после глобального финансового кризиса 2007–2009 гг. (например, [1–3]).

К настоящему времени инфляционное таргетирование (ИТ) является одним из наиболее распространенных методов монетарной политики¹. Обобщению опыта стран, применяющих ИТ, посвящено немало работ (например, [4]). Особый интерес вызывает изучение опыта посткоммунистических стран (например, [5]) и стран с развивающейся экономикой (например, [6]).

Рассматривая режим ИТ, многие исследователи сосредотачиваются на изучении вопроса о взаимоотношении обменного курса и ИТ (например, [7–9]). Эта проблема еще интересна и тем, что предшественниками режима ИТ являлись системы монетарной политики, основанные либо на «денежном якоря», либо на «валютном якоря».

Среди стран, в которых монетарная политика основывается на ИТ, есть и такие, которые сочетают его с валютным регулированием. Например, в Чехии, придерживающейся режима ИТ, в то же время установлен и «потолок» обменного курса национальной валюты, в результате чего налицо так называемое двойное таргетирование — инфляции и валютного курса [5, с. 81]. Такой режим монетарной политики, когда таргетированию подлежит не только инфляция, но и валютный курс, называется **гибридным** (т.е. смешанным) ИТ (ГИТ) [10, с. 70].

Говоря об ИТ, необходимо отметить и тот факт, что для стран с различными уровнями развития общепринятый показатель инфляции далеко не

всегда точно отражает их насущные социально-экономические проблемы.

Подобная постановка вопроса связана не только с ИТ, но имеет более широкие корни и не менее важные последствия. В частности, для бедных стран, прежде всего, проблемой является удорожание продовольственной, а не всей потребительской корзины (например, [11, 12]). Для этих стран не в меньшей степени важны изменения цен на медикаменты и услуги здравоохранения, а также на коммунальные услуги. В то же время в странах с отрицательным внешнеторговым балансом большое значение имеет динамика цен на импортируемые товары. Исходя из этого, вполне естественно «расширить» возможности показателя инфляции путем конструирования его модификаций (например, [13, 14]), в том числе и для возможного их использования в системе ИТ [15].

Целью настоящей статьи является изучение вопроса использования различных модификаций показателя инфляции в системе ИТ, и тем самым «расширение» рамок этой системы. В качестве примера эти показатели будут рассмотрены для Грузии, постсоветской страны, в которой режим ИТ (в «чистом» виде) используется с 2009 г. В то же время в странах — основных торговых партнерах Грузии, например, Турции, России, Азербайджане и др., также используется стандарт ИТ.

ОБ ИТ И ЕГО НЕКОТОРЫХ НЕДОСТАТКАХ

Первой страной в мире, которая в монетарной политике перешла на режим ИТ, была Новая Зеландия, которая с 1967 г. на протяжении двух десятилетий имела стабильно высокую инфляцию, когда средняя инфляция равнялась 15%, а максимальная — 20% (например, [16, с. 261]). Резервный банк Новой Зеландии в 1984 г. принял решение отказаться от международно признанного приоритета монетарных агрегатов и установить контроль за максимальным уровнем инфляции, в результате чего

¹ Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017. International Monetary Fund. 2018(Apr.30). URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/AREAER/areaer-2017-overview.ashx> (дата обращения: 22.05.2019).

монетарная политика перешла на режим ИТ [17; 18, с. 86–114; 19–21]. Позже этому примеру последовали Канада, Великобритания, Финляндия, Швеция, Австралия и Испания [22]. Динамика роста количества стран, придерживающихся в монетарной политике режима ИТ, значительна: к 2006 г. число таких стран составило 25 [23, с. 1], а к 2018 г. уже — 68².

Среди исследуемых проблем в отношении ИТ явным образом выделяется та, которая связана с изучением его влияния на экономический рост (например, [24–28]). Согласно утверждению центрального банка Канады режим ИТ способствовал стабильному экономическому росту страны³.

Обобщение накопленного за многие годы опыта изучения этого влияния не дает однозначного ответа: в более ранних публикациях не установлено позитивного влияния ИТ на экономический рост, в то время как эмпирические исследования последних лет подтверждают такое влияние с лагом три года [10, с. 64–65].

То, что режим ИТ способствует относительно низкому уровню инфляции, подтверждается рядом исследований как для развитых, так и для развивающихся стран (например, [23; 29, с. 153–175]).

К настоящему времени накопилось немало публикаций, в которых выдвигаются в той или иной степени обоснованные «обвинения» в адрес режима ИТ, исходящие из его недостатков.

В частности, согласно Джеффри Франкеля, профессора Гарвардского Университета и члена экономического совета при президенте Билле Клинтоне, в условиях валютных кризисов 90-х гг. XX в. режим ИТ оказался действенным механизмом для достижения относительной стабильности в уровне инфляции, хотя впоследствии режим ИТ «умер» и, как результат, центральные банки не смогли решить, какую новую цель выбрать для монетарной политики, которая обещала бы ощущение населением стабильности [30].

Банк международных расчетов, который как международная финансовая организация содействует сотрудничеству между центральными банками для облегчения международных финансовых расчетов, также выступает против использования режима ИТ, так как он довольно часто идет вразрез с финансовой стабильностью [31, 32].

Кроме этих недостатков использования режима ИТ, следует отметить, что этот режим не принимает во внимание финансовые циклы. В итоге это приводит к чрезмерной экспансионистской и асимметричной монетарной политике [33].

Главный аргумент в пользу использования режима ИТ, как правило, исходил из того факта, что он якобы способствовал снижению инфляции с начала 1990-х гг. В то же время данное утверждение также подвергается критике. Начиная с 1980-х гг. инфляционный тренд во многих более или менее проблемных странах уже находился на спаде. Главной заслугой этого стал вовсе не режим ИТ, а глобализация и интеграция Китая в мировую экономику [33].

Лауреат Нобелевской премии по экономике Джозеф Стиглиц считает, что от режима ИТ придется отказаться хотя бы в развивающихся странах, центральные банки которых не в состоянии управлять инфляцией, которая не так уж редко является импортированной [34].

Вопрос, связанный с импортированной инфляцией, по нашему мнению, может быть обобщен для более общего случая. В частности, большое значение имеет то, что является причиной инфляции.

Как известно из общей экономической теории, причинами инфляции могут быть либо повышение совокупного спроса, либо рост издержек производства. В результате различают два типа инфляции: *инфляцию спроса* и *инфляцию издержек* (например, [35, с. 164–167]).

Инфляция спроса вызвана избыточным спросом, когда совокупное предложение не способно его удовлетворить, в результате чего цены начинают расти. Не случайно этот тип инфляции трактуется так: «слишком много денег охотится за слишком малым количеством товаров» [35, с. 165]. Как известно, у центральных банков на вооружении имеется ряд эффективных инструментов, через которые можно влиять на денежную массу, в результате чего реально возможно сдерживание инфляции спроса.

Несколько сложнее является ситуация с инфляцией издержек, когда рост издержек производства может вызвать уменьшение совокупного предложения.

Механизм сокращения совокупного предложения через рост издержек производства довольно-таки прост. В частности, из-за повышения издержек производства фирмы с целью получения несокращающихся прибылей стремятся повысить цены, на что рынок может отреагировать двояким образом:

1. Если рынок «принимает» эти повышенные цены, то налицо рост инфляции.

² Inflation Targets. Central Bank News. 2018. URL: <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html> (дата обращения: 22.05.2019).

³ Renewal of the Inflation — Control Target: Background Information — November 2006. Ottawa: Bank of Canada; 2006. 18 p. URL: https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/background_nov06.pdf, p. 3 (дата обращения: 22.05.2019).

2. Если рынок «отвергает» повышенные цены, то фирмы вынуждены понизить их за счет сокращения получаемых прибылей, что, в свою очередь, может вынудить фирмы «уйти» из рынка, в результате чего сократится предложение и, как следствие, цены повысятся, т.е. и в этом случае уровень инфляции увеличится.

Как известно, источниками инфляции издержек могут быть повышение уровня зарплаты (например, путем соответствующего давления профсоюзов) и цен на сырье и энергию [35, с. 166–167].

В тех случаях, когда разные виды сырья и энергии являются импортируемыми, а их цены на международных рынках повышаются, то налицо импорт инфляции.

Другой, не менее важной причиной условно называемого «импорта» инфляции является обесценение национальной валюты, в результате чего цены на импортируемые товары естественным образом повышаются. В случае если рынок «отвергает» эти повышенные цены, то импортеры должны пойти либо на уменьшение получаемых прибылей, либо на сокращение импорта, что приведет к соответствующему сокращению предложения, и, как следствие, цены повысятся.

Известно, что в случае инфляции спроса центральные банки имеют соответствующие инструменты сдерживать ее. В отличие от этого в условиях инфляции издержек (кроме случая, когда эти издержки непосредственно не вызваны обесценением национальной валюты) центральные банки не имеют более или менее эффективных инструментов влияния либо на профсоюзы, либо на рост цен импортируемого сырья и энергии.

Что же касается инфляции издержек, которая вызвана обесценением национальной валюты, то те центральные банки, которые придерживаются режима ИТ и по собственной воле отказываются от регулирования обменного курса, не смогут повлиять на снижение уровня инфляции. Иными словами, импортируемая инфляция, вызванная либо повышением международных цен на сырье и энергию, либо обесценением национальной валюты в системе ИТ, остается вне сферы регулирования центральных банков.

ОБ «ИНФЛЯЦИОННОМ ОПЫТЕ» РАЗВИТИЯ ГРУЗИИ

Опыт постсоветской Грузии в сфере так называемого инфляционного развития далеко не всегда был положительным. К сожалению, в первые годы после развала СССР она попала в гиперинфляционную спираль [36–39]. Путем проведения комплексной

экономической реформы [40, 41] стало возможным преодоление гиперинфляции, в результате чего и была достигнута макроэкономическая стабильность [42–44].

Исходя из этого «гиперинфляционного прошлого», а также учитывая основные международные тенденции, монетарная политика Грузии своим приоритетом поставила сохранение стабильности цен [45], и, как было отмечено выше, начиная с 2009 г. центральный банк страны, т.е. Национальный банк Грузии (НБГ), перешел на режим ИТ.

К настоящему времени для Грузии, как и для других развивающихся и относительно бедных, импортозависимых стран, традиционный показатель инфляции фактически не в силах отражать те экономические проблемы, которые характеризуют процессы ценообразования. В частности, для Грузии характерными являются те обстоятельства, что:

- во внешнеторговом балансе в 2018 г. импорт более чем 2,7 раза превосходил экспорт и более чем в 4 раза превосходил экспорт за исключением реэкспорта⁴;
- потребительская корзина на 80% состоит из импортных товаров [46, с. 53];
- налицо высокий уровень долларизации — более 60% к концу 2018 г.⁵

Эти статистические данные показывают, насколько импорт является значимым для экономики Грузии. В 2018 г. в списке внешнеторговых партнеров Грузии по объему товарооборота первую десятку составляли такие страны, как Турция, Россия, Азербайджан, Китай, Украина, Армения, США, Германия, Болгария и Франция. Суммарная доля этих стран в товарообороте Грузии составляет 66,2%. Среди этих десяти стран у Грузии положительный торговый баланс был только с Болгарией, на долю которой приходится всего 3,6% товарооборота Грузии⁶. Таблица 1 дает информацию о дефицитности торговых балансов основных торговых партнеров Грузии.

Из десяти основных торговых партнеров Грузии стабильно положительный торговый баланс только

⁴ External Trade. National Statistics Office of Georgia. 2019. URL: <https://www.geostat.ge/en/modules/categories/35/external-trade> (дата обращения: 22.05.2019).

⁵ Money Aggregates and Monetary Ratios. Statistical Data. National Bank of Georgia. 2019. URL: https://www.nbg.gov.ge/uploads/depozitaricorporeisheniinglisurad/money_aggregates_and_monetary_ratioseng.xlsx (дата обращения: 22.05.2019).

⁶ External Merchandise Trade of Georgia in January-November 2018 (Preliminary Results). National Statistics Office of Georgia. 2018;(Dec.19). 17 p. URL: <https://www.geostat.ge/media/23061/sagareo-vachroba-eqspres-relizi-14.01.2019-%28eng%29.pdf>, p. 9 (дата обращения: 22.05.2019).

Таблица 1 / Table 1

**Характер торговых балансов основных внешнеторговых партнеров Грузии в 2017–2018 гг.
и наличие в этих странах режима ИТ / Nature of trade balances of the major foreign trade partners
of Georgia in 2017–2018 and the presence of inflation targeting in these countries**

Страна / Country	2017 г. (торговый баланс) ^а / 2017 (trade balance) ^а	2018 г. (торговый баланс) ^а / 2018 (trade balance) ^а	С Грузией ^б / With Georgia ^б	Режим ИТ ^в / Inflation targeting ^в
Азербайджан / Azerbaijan	+	+	+	+
Армения / Armenia	–	–	+	+
Болгария / Bulgaria	–	–	–	–
Германия / Germany	+	+	+	–
Китай / China	+	+	+	+
Россия / Russia	+	+	+	+
США / USA	–	–	+	+
Турция / Turkey	–	–	+	+
Украина / Ukraine	+	–	+	+
Франция / France	–	–	+	–

^а Источник / Source: Azerbaijan Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/azerbaijan/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); Armenia Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/armenia/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); Bulgaria Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/bulgaria/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); Germany Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/germany/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); China Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/china/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); Russia Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/russia/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); USA Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); Turkey Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/turkey/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); Ukraine Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/ukraine/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019); France Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/france/balance-of-trade> (дата обращения: 22.05.2019) / Azerbaijan Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/azerbaijan/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); Armenia Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/armenia/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); Bulgaria Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/bulgaria/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); Germany Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/germany/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); China Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/china/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); Russia Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/russia/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); USA Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); Turkey Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/turkey/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); Ukraine Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/ukraine/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019); France Balance of Trade. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/france/balance-of-trade> (accessed on 22.05.2019).

^б Источник / Source: External Merchandise Trade of Georgia in 2018 (Preliminary Results). National Statistics Office of Georgia. 2019;(Jan.21). URL: [http://geostat.ge/cms/site_images/_files/english/bop/saqonlit%20sagareo%20vachroba%20saqartveloshi%2021.01.2019%20\(eng\).pdf](http://geostat.ge/cms/site_images/_files/english/bop/saqonlit%20sagareo%20vachroba%20saqartveloshi%2021.01.2019%20(eng).pdf) (дата обращения: 22.05.2019) / External Merchandise Trade of Georgia in 2018 (Preliminary Results). National Statistics Office of Georgia. 2019;(Jan.21). URL: [http://geostat.ge/cms/site_images/_files/english/bop/saqonlit%20sagareo%20vachroba%20saqartveloshi%2021.01.2019%20\(eng\).pdf](http://geostat.ge/cms/site_images/_files/english/bop/saqonlit%20sagareo%20vachroba%20saqartveloshi%2021.01.2019%20(eng).pdf) (accessed on 22.05.2019).

^в Источник / Source: Inflation Targets. Central Bank News. 2018. URL: <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html> (дата обращения: 22.05.2019) / Inflation Targets. Central Bank News. 2018. URL: <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html> (accessed on 22.05.2019).

у четырех стран (Азербайджан, Германия, Китай и Россия), хотя непосредственно с Грузией у большинства торговых партнеров (т.е. у девяти стран, кроме Болгарии) есть положительный торговый баланс. Что касается режима ИТ, то из этих десяти стран он не используется только в трех (в Болгарии, Германии и Франции).

В настоящее время экономика Грузии является практически незащищенной от таких непредвиденных глобальных и региональных явлений, которые могут вызвать ревальвацию или девальвацию национальной валюты Грузии — лари. А подобное развитие ситуации может практически свести на нуль любые старания НБГ, который сосредоточен лишь на ИТ.

Необходимо заметить, что и НБГ со своей стороны тоже не закрывает глаза на данную проблему, так как в процессе прогнозирования инфляции особое внимание уделяет экзогенным факторам, влияющих на рынок, которые содержат риски как девальвации, так и ревальвации национальной валюты. Эти риски могут быть обусловлены как изменениями экономических ситуаций в странах — основных торговых партнерах Грузии, так и глобальной тенденцией укрепления доллара США, а также изменениями международных цен на сырьевые товары и нефть. Как следствие, базисный сценарий прогноза учитывает возможные существенные изменения вышеперечисленных факторов⁷. Тем не менее следование НБГ режиму ИТ и игнорирование изменений курса национальной валюты из-за роста неопределенности довольно болезненно сказывается как на бизнесе, так и на широких слоях населения [47].

О МОДИФИЦИРОВАННЫХ ПОКАЗАТЕЛЯХ ИНФЛЯЦИИ

Проблема бедности [48], к сожалению, все еще остается неразрешенной в глобальном масштабе. В частности, в 2013 г. около 746 млн человек (из них 383 млн находятся в Африке и 327 млн — в Азии) жили в крайней нищете [49], а в 2014–2016 гг. около 12,9% мирового населения голодало⁸. Согласно данным Всемирного банка, в 2013 г. 10,7% населения мира (примерно 800 млн человек) проживало меньше чем на 1,9 долл. США в день⁹.

⁷ Например, Monetary Policy Report. National Bank of Georgia. 2017;(Feb.). 37 p. URL: https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/inflationreport/2017/150217publish_MPR_February.pdf, p. 7 (дата обращения: 22.05.2019).

⁸ 2018 World Hunger and Poverty Facts and Statistics. World Hunger Education Service. 2018. (September). URL: <https://www.worldhunger.org/world-hunger-and-poverty-facts-and-statistics/#hunger-number> (дата обращения: 22.05.2019).

⁹ Poverty and Shared Prosperity 2016: Taking on Inequality. Washington, DC: The World Bank; 2016. 170 p. URL:

Не сложно понять, что изменение среднего уровня цен потребительской корзины, используемой для традиционной оценки инфляции, как правило, мало что говорит этой бедной части мирового населения, так как основной проблемой для них является рост цен, прежде всего на продукты питания, а также на услуги здравоохранения и коммунальные услуги.

Данный вопрос актуален и в Грузии, где проблема бедности является наиболее значительной для 30% населения¹⁰. В 2016 г. 13,8% населения Грузии имело доход ниже прожиточного минимума [50, с. 17]. Иначе говоря, эта часть населения находилась в крайней бедности, т.е. в нищете.

С целью более точного отражения уровня изменения цен для относительно бедных слоев населения был разработан показатель аграрной инфляции, т.е. *агфляции*, как характеризующий рост средних цен на сельскохозяйственные продукты. В свое время создание этого показателя было связано со значительным ростом цен на фрукты, яйца, зерно и другие товары в 2006–2007 гг. [12, р. 139]. Показатель агфляции, прежде всего, используется в развивающихся, относительно бедных странах, для которых в те или иные отрезки времени характерен рост цен на основные продукты питания (например, в Индии) [11].

Об особом значении показателя агфляции свидетельствует и то обстоятельство, что для экономически менее развитых стран продукты питания, как правило, занимают не менее половины потребительских корзин этих стран. Например, продукты питания в потребительской корзине России составляют 50% [51], Азербайджана — 50%, Армении — 50%, Таджикистана — 57%; Туркменистана — 60%¹¹. Несмотря на то что по уровню экономического развития Грузия в большей степени соответствует своим постсоветским соседям, этот показатель явно занижен и составляет всего 30%¹².

Экономически в более развитых странах данный показатель существенно ниже. Например, в США он меньше чем 10%¹³, а в ЕС — 18%¹⁴. Тем не менее

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25078/9781464809583.pdf>, p. 36 (дата обращения: 22.05.2019).

¹⁰ NDI Poll: Economy Still Top Concern for Georgians; Support for NATO and EU Stable. National Democratic Institute. 2017;(Jan.17). URL: <https://www.ndi.org/publications/ndi-poll-economy-still-top-concern-georgians-support-nato-and-eu-stable> (дата обращения: 22.05.2019).

¹¹ Inflation in Georgia — Causes and Cures. Economic Policy Research Center Issue in Focus, 5th Report. 2012;(June). 36 p. URL: https://www.eprc.ge/admin/editor/uploads/files/Report_Eng-%20Inflation.pdf, pp. 12, 32 (дата обращения: 22.05.2019).

¹² Там же, p. 32.

¹³ Там же.

¹⁴ Comparative Price Levels of Consumer Goods and Services. Eurostat, Statistics Explained. 2018. (December). URL: <https://>

Таблица 2 / Table 2

Годовая инфляция и ее модификации в Грузии (2006–2018 гг.) / Annual inflation and its modifications in Georgia (2006–2018)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Инфляция / Inflation	9,2	9,2	10,1	1,7	7,1	8,7	–0,9	–0,5	3,1	4,0	2,2	6,0	2,6
Агфляция / Agflation	13,2	12,4	12,3	1,6	11,7	16,8	–0,9	–0,7	5,1	4,2	1,6	6,8	2,2
Манфляция / Munflation	15,4	11,3	16,7	1,5	6,9	7,2	1,0	0,9	5,7	8,0	1,8	7,2	3,8
Уровень цен на импорт / Import price level	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	18,1	7,7
Имфляция / Imflation	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	19,1	7,8

Источник / Source: составлено авторами на основе: "Personal Inflation Calculator." National Statistics Office of Georgia. URL: <http://geostat.ge/personalinflation/?lang=en> (дата обращения: 22.05.2019) / compiled by the authors based on: "Personal Inflation Calculator." National Statistics Office of Georgia. URL: <http://geostat.ge/personalinflation/?lang=en> (accessed on 22.05.2019).

агфляция как таковая не является проблемой только развивающихся стран. В частности, с проблемой агфляции столкнулись новые государства — члены ЕС (подразумеваются десять стран Восточной Европы — Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Словакия, Словения, Чехия, Эстония)¹⁵. Рост цен на целый ряд продуктов, например молочные продукты, овощи и сахар, вовсе не является редким явлением для ЕС¹⁶.

Для семей с относительно низкими доходами, кроме цен на продукты питания, особое значение имеют цены на медикаменты, на услуги здравоохранения и коммунальные услуги (вода, электричество, канализация, газ и другие виды отопления). С целью комплексного измерения изменения цен на все эти продукты и услуги был введен статистический показатель — *манфляция* [52]. Этот термин происходит от первых букв английских слов — лечение (medication), коммунальные услуги (utilities) и питание (nutrition).

ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Comparative_price_levels_of_consumer_goods_and_services (дата обращения: 22.05.2019).

¹⁵ Agflation in the New Member States — Some Stylized Facts. International Monetary Fund. 2008. 6 p. URL: <https://www.imf.org/external/CEE/2008/120107.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).

¹⁶ Commodity Price Dashboard, No 78. European Commission. 2018;(Nov.). 9 p. URL: https://ec.europa.eu/agriculture/sites/agriculture/files/markets-and-prices/price-monitoring/dashboard/food11–2018_en.pdf (дата обращения: 22.05.2019).

Для расчета показателя манфляции должны быть использованы соответствующие группы продуктов и услуг из потребительской корзины, такие как лечение, коммунальные услуги и продовольственные товары. При этом все три группы продуктов и услуг нуждаются в некоторой корректировке. На примере Грузии, в подгруппе «продовольственные товары и безалкогольные напитки» лимонад и напитки вида коллы могут быть удалены, поскольку они, как правило, не потребляются беднейшими слоями населения.

Из подгруппы «здравоохранение» могут быть удалены, например, термометры (несмотря на нищету, термометр практически можно найти в каждой семье) и сервисы роддома, которые в Грузии финансируются правительством. А из группы «коммунальные услуги» стоит удалить строительные материалы, которые обычно не используются населением с низкими доходами.

В странах, где импорт превышает (порой в несколько раз) экспорт, очевидно, что расчеты динамики уровня цен должны производиться не только с помощью традиционного показателя инфляции, но и на основе той части потребительской корзины, которая состоит исключительно из импортных товаров и услуг.

Для большинства основных внешнеторговых партнеров Грузии значение уровня цен на импорт, как и для Грузии, имеет существенное значение. Для наглядности рассмотрим соотношения по-

казателей уровня цен на импорт и инфляции по этим странам. Здесь необходимо сделать оговорку, согласно которой не по всем этим десяти странам (в частности, для России и Азербайджана) имеется информация об уровне цен на импорт. Из оставшихся стран информация о помесечных изменениях этих цен доступна для всех, кроме Болгарии, для которой имеются данные только их поквартальных изменений.

Для Грузии помесечное соотношение показателей уровня цен на импорт и инфляции в 2017–2018 гг. дается на диаграмме (рис. 1).

В последующих диаграммах (рис. 2–9) даются соотношения уровня цен на импорт и инфляции по основным торговым партнерам Грузии в 2017–2018 гг.

Согласно рис. 1–9 практически во всех странах, как в Грузии, так и в ее основных внешнеторговых партнеров, кроме Турции (см. рис. 7), уровень цен на импорт, как правило, превышает уровень инфляции. Несмотря на то что Турция использует режим ИТ, уровень инфляции значительно превосходит целевой показатель¹⁷, что вызвано проблемами, в большей степени имеющими политический, нежели экономический характер (например, [53–56]). Вместе с тем следует принять во внимание, что уровень инфляции в Турции в значительной степени чувствителен к изменениям цен на импортируемые товары¹⁸ [57].

Не менее важно вместе со средними ценами импортной продукции учесть и изменения обменного курса национальной валюты (например, [58]), так как эти импортные товары на внутреннем рынке страны продаются в ценах, выраженных в национальной валюте. Следовательно, для покупателей на внутреннем рынке этих импортных товаров имеет значение, сколько они стоят в национальной валюте. А то, что является возможной причиной удорожания этих товаров — уровень цен на импорт, обесценение национальной валюты или и то и другое одновременно, является вопросом для изучения специалистов. Показатель, который одновременно сможет отразить и средний уровень изменения импортных цен, и изменение обменного курса национальной валюты назовем *имфляцией* [52]. Она представляет собой комбинацию двух терминов — «импорта» и «инфляции».

¹⁷ Turkey Overview 2018. OECD Economic Surveys. 2018;(July). 68 p. URL: <http://www.oecd.org/eco/surveys/Turkey-2018-OECD-economic-survey-overview.pdf>, p. 9 (дата обращения: 22.05.2019).

¹⁸ Там же, p. 42.

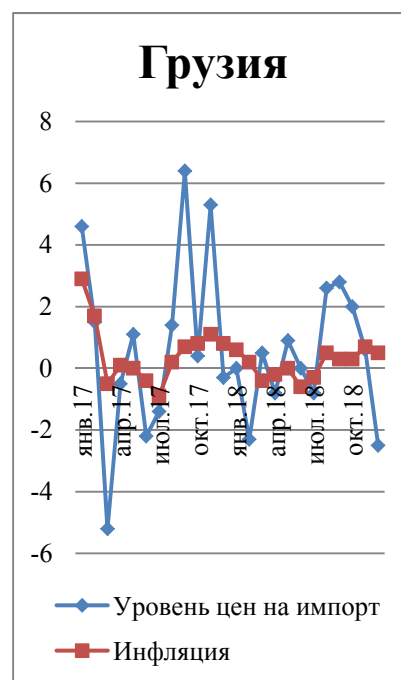


Рис. 1 / Fig. 1. Соотношение помесечных показателей уровня цен на импорт и инфляции в Грузии в 2017–2018 гг. / Ratio of monthly indicators of the level of import prices and inflation in Georgia in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе: Georgia Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/georgia/import-prices> (дата обращения: 22.05.2019); Georgia Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/georgia/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: Georgia Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/georgia/import-prices> (accessed on 22.05.2019); Georgia Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/georgia/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

Предлагаем показатель имфляции рассчитывать следующим образом:

$$I_t^m = \frac{E_t}{E_{t-1}} P_t^m,$$

где: I_t^m — индекс имфляции в периоде t ;

E_t — средний номинальный обменный курс национальной валюты на иностранную валюту в периоде t , в которой измеряется импорт (как правило, в долл. США);

P_t^m — показатель уровня цен на импорт (измеренный, как правило, в долл. США) в периоде t .

В табл. 2 приводятся показатели годовой имфляции и ее модификаций (агфляции, манфля-

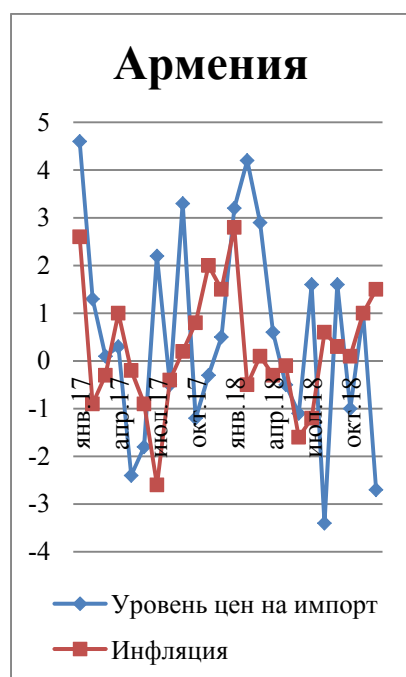


Рис. 2 / Fig. 2. Соотношение помесечных показателей цен на импорт и инфляции в Армении в 2017–2018 гг. / Ratio of monthly indicators of import prices and inflation in Armenia in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе Armenia Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/armenia/import-prices> (дата обращения: 22.05.2019); Armenia Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/armenia/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: Armenia Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/armenia/import-prices> (accessed on 22.05.2019); Armenia Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/armenia/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

ции и имфляции) в Грузии за 2016–2018 гг. Так как Национальная служба статистики Грузии за 2006–2016 гг. не рассчитывала динамику средних цен на ту часть потребительской корзины, которая охватывала импортированную продукцию, то в табл. 2 показатели имфляции также даются только за 2017 и 2018 гг.

Таблица 2 наглядно показывает те количественные различия, которые фиксируют показатели инфляции и ее модификации. Факт, что за редким исключением показатели агфляции и манфляции превышают уровень инфляции. Куда более значительным является превышение показателей уровня цен на импорт и имфляции над показателем инфляции (рис. 10).

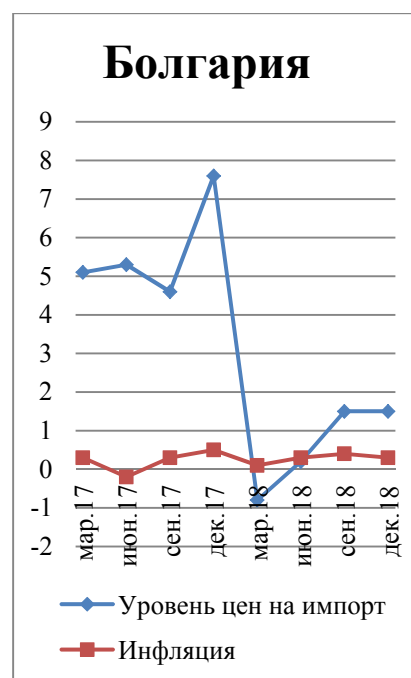


Рис. 3 / Fig. 3. Соотношение поквартальных показателей цен на импорт и инфляции в Болгарии в 2017–2018 гг. / Ratio of quarterly indicators of import prices and inflation in Bulgaria in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе: Import price indices by quarters. National Statistical Institute, Republic of Bulgaria. 2019. URL: <http://www.nsi.bg/en/content/7999/import-price-indices-quarters> (дата обращения: 22.05.2019); Bulgaria Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/bulgaria/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: Import price indices by quarters. National Statistical Institute, Republic of Bulgaria. 2019. URL: <http://www.nsi.bg/en/content/7999/import-price-indices-quarters> (accessed on 22.05.2019); Bulgaria Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/bulgaria/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

Диаграмма на рис. 10 наглядно показывает, насколько важно для импортозависимой Грузии при подготовке тех или иных решений принимать во внимание динамику не только показателя инфляции, но и имфляции. При этом заслуживает внимания и тот факт, что показатель имфляции не намного, но все же превышает уровень цен на импорт.

С целью получения более достоверной информации о динамике цен целесообразно наряду с традиционным показателем инфляции рассчитывать и показатели агфляции, манфляции и имфляции. Такой подход создаст реальную основу для более адекватной оценки создавшейся ситуации в экономике той или иной страны.

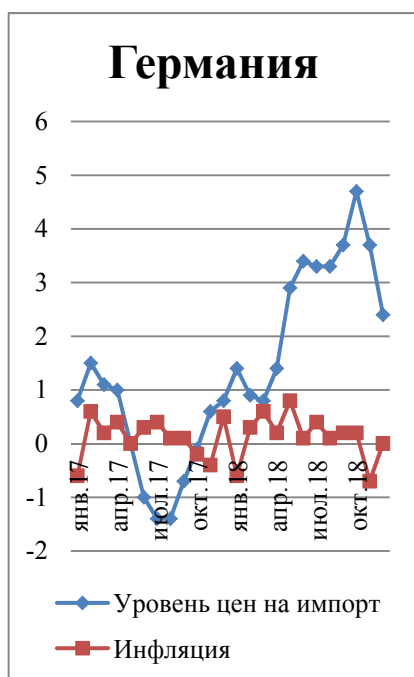


Рис. 4 / Fig. 4. Соотношение помесечных показателей цен на импорт и инфляции в Германии в 2017–2018 гг. / Ratio of monthly indicators of import prices and inflation in Germany in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе: Germany Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/germany/import-prices> (дата обращения: 22.05.2019); Germany Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/germany/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: Germany Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/germany/import-prices> (accessed on 22.05.2019); Germany Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/germany/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

О ВОЗМОЖНОСТЯХ И ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МОДИФИЦИРОВАННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИНФЛЯЦИИ В СИСТЕМЕ КОМПЛЕКСНОГО ИТ

Показатели агфляции и манфляции имеют большое значение для оценки экономической ситуации той или иной страны, особенно социального положения семей с относительно низкими доходами (например, [13]). Тем не менее они не смогут полноценно заменить показатель инфляции или использоваться наряду с ним в системе ИТ. Дело в том, что режим ИТ является методом монетарной политики центральных

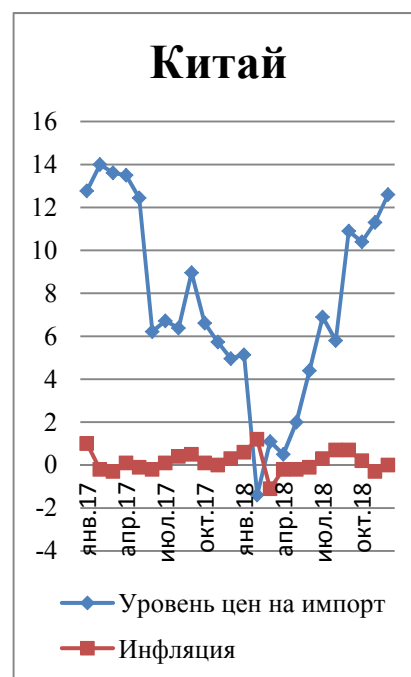


Рис. 5 / Fig. 5. Соотношение помесечных показателей цен на импорт и инфляции в Китае в 2017–2018 гг. / Ratio of monthly indicators of import prices and inflation in China in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе: China Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/china/import-prices> (дата обращения: 22.05.2019); China Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/china/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: China Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/china/import-prices> (accessed on 22.05.2019); China Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/china/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

банков, и поэтому они не владеют инструментами влияния цен на ограниченный круг товаров и услуг.

Это вовсе не умаляет значение показателей агфляции и манфляции — они должны стать значительными индикаторами для правительств, разрабатывающих те или иные аспекты экономической и социальной политики.

Принципиально иначе обстоит дело в отношении имфляции, так как уровень этого показателя непосредственно связан с обменным курсом национальной валюты, инструментами регулирования которого полностью владеют центральные банки.

Как было отмечено выше, удорожание импорта на внутреннем рынке, или, иначе говоря, рост

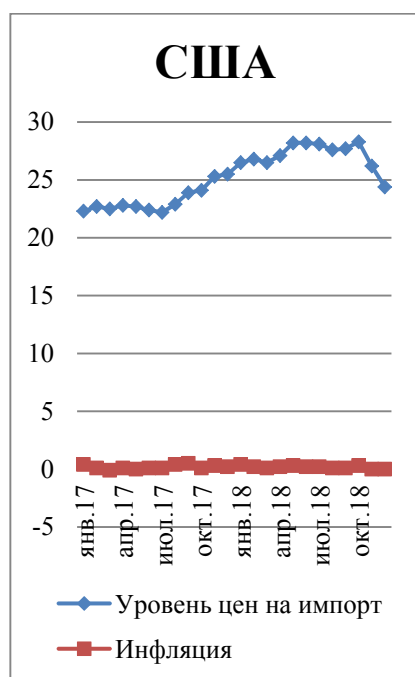


Рис. 6 / Fig. 6. Соотношение месячных показателей цен на импорт и инфляции в США в 2017–2018 гг. / Ratio of monthly indicators of import prices and inflation in the USA in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе: United States Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/import-prices> (дата обращения: 22.05.2019); United States Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: United States Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/import-prices> (accessed on 22.05.2019); United States Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

имфляции, может быть вызван тремя причинами: а) удорожание на международных рынках импортируемых товаров; б) девальвация национальной валюты; в) одновременное удорожание импортируемых товаров и обесценение национальной валюты.

В этом контексте показатель имфляции непосредственно может «вписаться» в систему ИТ, когда целевыми показателями монетарной политики центральных банков, особенно для импортозависимых стран, наряду с целевым показателем инфляции будет использован и целевой показатель имфляции.

Именно такой режим ИТ, основанный не на одном показателе инфляции, а на двух — инфляции и имфляции, обеспечит комплексный подход в монетарной политике центральных банков, когда

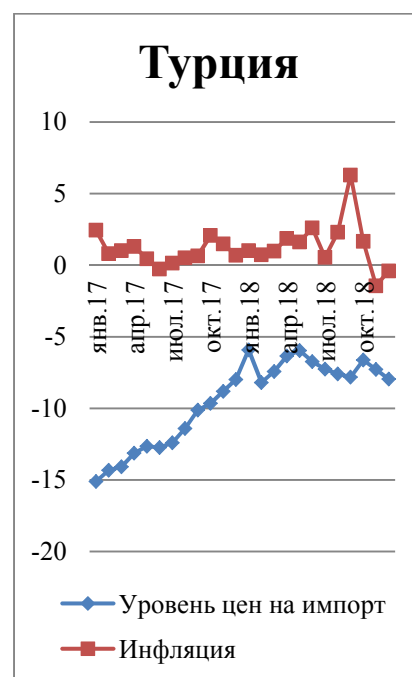


Рис. 7 / Fig. 7. Соотношение месячных показателей цен на импорт и инфляции в Турции в 2017–2018 гг. / Ratio of monthly indicators of import prices and inflation in Turkey in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе: Turkey Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/turkey/import-prices> (дата обращения: 22.05.2019); Turkey Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/turkey/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: Turkey Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/turkey/import-prices> (accessed on 22.05.2019); Turkey Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/turkey/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

они имеющимися в своем распоряжении инструментами смогут регулировать динамику цен на внутреннем рынке. Например, в случае повышения уровня цен на импорт центральные банки смогут при необходимости «смягчить» данное повышение цен путем соответствующего изменения обменного курса национальной валюты. Если же удорожание на внутреннем рынке импортной продукции будет вызвано девальвацией национальной валюты, то в этом случае центральные банки тем более смогут, при необходимости, непосредственно повлиять на обменный курс национальной валюты.

Такой режим ИТ, основанный на целевых показателях инфляции и имфляции, назовем **комплексным ИТ (КИТ)**.

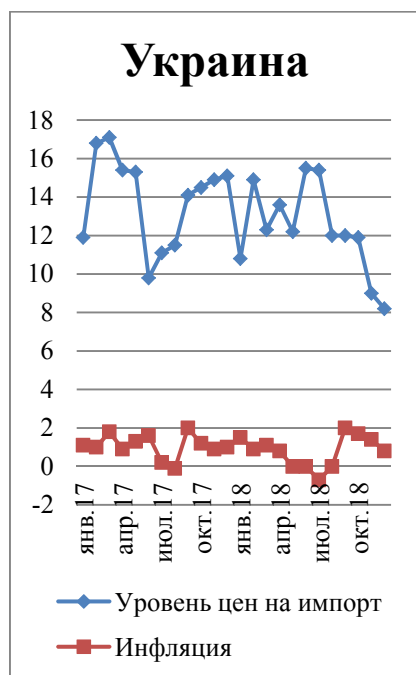


Рис. 8 / Fig. 8. Соотношение помесечных показателей цен на импорт и инфляции в Украине в 2017–2018 гг. / Ratio of monthly indicators of import prices and inflation in Ukraine in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе: Ukraine Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/ukraine/import-prices> (дата обращения: 22.05.2019); Ukraine Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/ukraine/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: Ukraine Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/ukraine/import-prices> (accessed on 22.05.2019); Ukraine Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/ukraine/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

КИТ отличается от ГИТ тем, что, если в системе ГИТ наряду с инфляцией и обменный курс национальной валюты является целевым показателем, то в системе КИТ целевыми показателями являются инфляция и имфляция, а обменный курс национальной валюты выступает в качестве действенного инструмента поддержания целевого показателя имфляции.

В отношении Грузии замена режима ИТ на режим КИТ имеет первостепенное значение, если принять во внимание то обстоятельство, насколько уровень имфляции превосходит уровень инфляции (см. рис. 10).

Таким образом, если система КИТ включает в себя показатель имфляции наряду с традици-

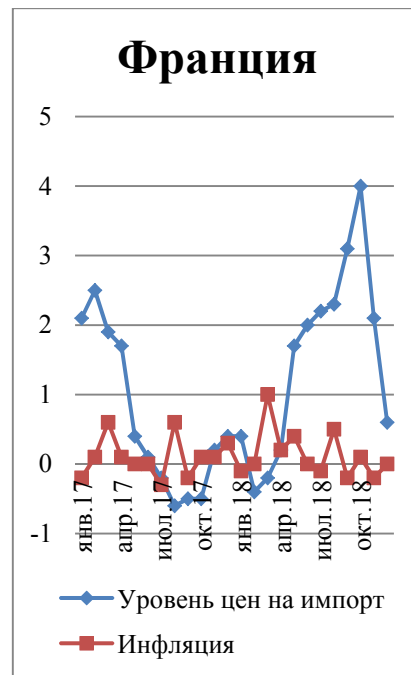


Рис. 9 / Fig. 9. Соотношение помесечных показателей цен на импорт и инфляции во Франции в 2017–2018 гг. / Ratio of monthly indicators of import prices and inflation in France in 2017–2018

Источник / Source: составлено авторами на основе: France Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/france/import-prices> (дата обращения: 22.05.2019); France Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/france/inflation-rate-mom> (дата обращения: 22.05.2019) / complied by the authors based on: France Import Prices. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/france/import-prices> (accessed on 22.05.2019); France Inflation Rate Mo M. Trading Economics. 2019. URL: <https://tradingeconomics.com/france/inflation-rate-mom> (accessed on 22.05.2019).

онным показателем инфляции, то центральным банкам придется реагировать и на девальвацию национальной валюты, чтобы предотвратить повышение цен на импортные товары на внутреннем рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как известно, среди основных макроэкономических индикаторов показатель инфляции занимает важное место. В течение более чем четверти века в различных странах мира показатель инфляции используется в качестве целевого в системе монетарной политики.

Обобщению опыта использования центральными банками различных стран режима ИТ посвя-

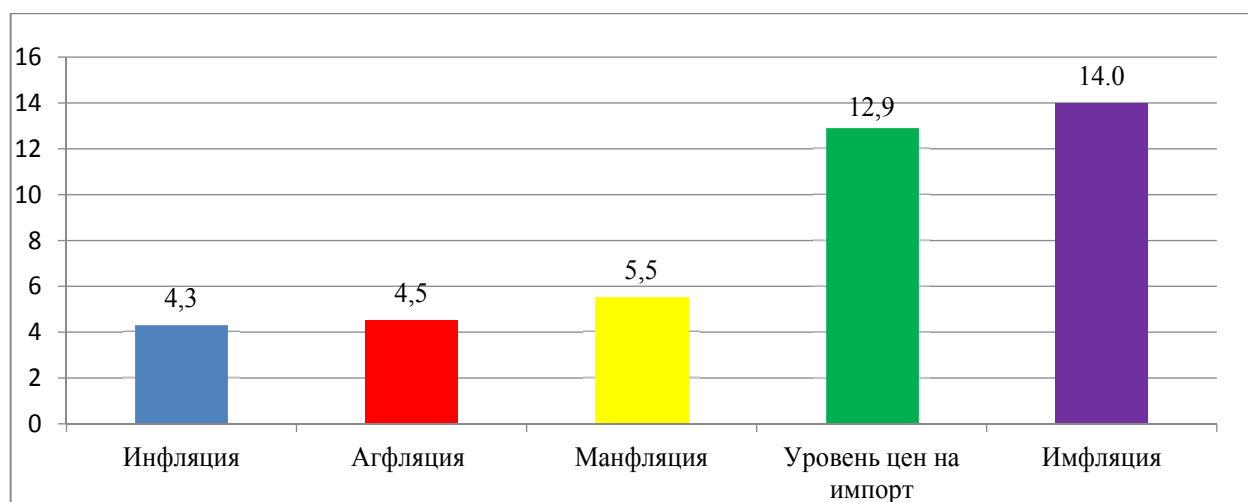


Рис. 10 / Fig. 10. Средняя инфляция, агфляция, манфляция и имфляция за 2017–2018 гг. (в процентах) / Average inflation, agflation, munflation, and imflation for 2017–2018 (in percents)

Источник / Source: рассчитано авторами / calculated by the authors.

щены многочисленные исследования. Они сосредоточены не только на изучении положительных сторон режима ИТ, но и на критическом анализе его слабых сторон.

В некоторых странах режим ИТ «расширен» тем, что наряду с целевым показателем инфляции также установлен и «потолок» обменного курса национальной валюты. Такой режим двойного таргетирования — инфляции и валютного курса — называется ГИТ.

Одним из слабых сторон режима ИТ считается то, что в странах, которые в основном зависят от импорта и где инфляция также импортируется вместе с ввозимыми товарами, этот режим не дает адекватного результата. Этот случай подлежит обобщению. В частности, режим ИТ может эффективно справиться с ростом инфляции лишь в том случае, если она является результатом повышения совокупного спроса. В случае, когда источником инфляции является рост издержек производства, режим ИТ практически беспомощен.

У посткоммунистической Грузии накопился достаточный опыт «инфляционного» развития, в результате чего режим ИТ используется с 2009 г.

Показатель инфляции далеко не всегда отражает важные особенности динамики цен, из-за чего используются некоторые модификации этого показателя. В частности, более чем десять лет во многих странах мира измеряется показатель агфляции, который имеет особое значение в основном для стран, где проблема питания стоит особенно остро.

Для развивающихся относительно бедных стран также важна динамика средних цен на лечение

и коммунальные услуги. С этой целью используется показатель манфляции, отражающий динамику средних цен именно тех групп продуктов, которые считаются наиболее важными для бедного населения.

Для импортозависимых стран особое значение имеет показатель имфляции, который отражает как динамику цен на импорт, так и изменение обменного курса национальной валюты.

Для центральных банков показатели агфляции или манфляции не могут иметь первостепенного значения, так как у них нет адекватных инструментов для их регулирования. Эти модификации показателя инфляции должны стать основными индикаторами для правительств при разработке экономической и социальной политики.

Что же касается показателя имфляции, то он наряду с показателем инфляции может стать объектом регулирования центральных банков. В случае, когда на внутреннем рынке цены на импорт будут повышены, центральные банки путем регулирования обменного курса смогут контролировать данное повышение.

В режиме КИТ целевыми показателями центральных банков должны стать и инфляция, и имфляция. Принципиальное отличие ГИТ от КИТ заключается в том, что если для первого «потолок» обменного курса национальной валюты является одним из целевых показателей (совместно с показателем инфляции), то для второго обменный курс национальной валюты является инструментом для регулирования целевого показателя имфляции (используемого совместно с показателем инфляции в режиме КИТ).

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Доклад Стиглица. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. Пер. с англ. М.: Международные отношения; 2012. 328 с.
2. Stark J. The global financial crisis and the role of monetary policy. Speech at the 13th Annual Emerging Markets Conference 2011 (Washington, 24 Sept., 2011). European Central Bank. 24 Sept., 2011. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110924.en.html> (дата обращения: 22.05.2019).
3. Arestis P. Monetary policy since the global financial crisis. In: Arestis P., Sawyer M., eds. *Economic policies since the global financial crisis*. Cham: Palgrave Macmillan; 2017:1–39.
4. Синельникова-Мурылева Е.В., Гребенкина А.М. Оптимальная инфляция и инфляционное таргетирование: страновой опыт. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(1):49–65. DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–1–49–65
5. Головнин М. Ю. Денежно-кредитная политика стран Центральной и Восточной Европы в условиях глобализации: режимы и инструменты. *Вестник финансового университета*. 2017;21(1):78–86. URL: <https://financetp.fa.ru/jour/article/view/328/255> (дата обращения: 22.05.2019).
6. Brito R.D., Bystedt B. Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence. *Journal of Development Economics*. 2010;91(2):198–210. DOI: 10.1016/j.jdeveco.2009.09.010
7. Картаев Ф.С. Увеличивает ли управление валютным курсом эффективность инфляционного таргетирования? *Деньги и кредит*. 2017;(2):63–68. URL: <https://docplayer.ru/45445384-Uvelichivaet-li-upravlenie-valyutnym-kursom-effektivnost-inflyacionnogo-targetirovaniya.html> (дата обращения: 22.05.2019).
8. Cabral R., Carneiro F.G., Mollick A.V. Inflation targeting and exchange rate volatility in emerging markets. World Bank Group. Policy Research Working Paper. 2016;(7712). URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/404741467995904010/pdf/WPS7712.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
9. Edwards S. The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. NBER Working Paper. 2006;(12163). URL: <https://www.nber.org/papers/w12163.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
10. Картаев Ф. Полезно ли инфляционное таргетирование для экономического роста? *Вопросы экономики*. 2017;(2):62–74.
11. Suryanarayana M.H. Agflation and the PDS: Some issues. Indira Gandhi Institute of Development Research. IGIDR Working Paper. 2008;(009). URL: <http://www.igidr.ac.in/pdf/publication/WP-2008–009.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
12. Chorafas D.N. *Energy, environment, natural resources and business competitiveness: The fragility of interdependence*. Aldershot: Gover Publishing Ltd.; 2011. 386 p.
13. Папава В., Чарая В. О необходимости модификации показателя инфляции для относительно бедных стран мира и опыт Грузии. *Ekonomisti*. 2017;(3):6–19.
14. Charaia V., Papava V. Agflation and other modifications of inflation (the cases of Georgia and its neighboring countries). *Annals of Agrarian Science*. 2018;16(2):201–205. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1512188718300897?via%3Dihub>. DOI: 10.1016/j.aasci.2018.04.007
15. Charaia V., Papava V. The role of inflation and its targeting for low-income countries (Lessons from post-communist Georgia). *European Journal of Economic Studies*. 2017;6(2):96–103. URL: http://ejournal2.com/journals_n/1504096069.pdf. DOI: 10.13187/es.2017.6.96
16. Sherwin M. Inflation targeting — The New Zealand experience. In: *Price stability, inflation targets and monetary policy*. Proc. conf. (1 May, 1997). Ottawa: Bank of Canada; 1997:261–273. URL: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/cn97–14.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
17. Archer D.J. Inflation targeting in New Zealand. In: *Seminar on inflation targeting (20–21 March, 2000)*. Washington, DC: International Monetary Fund; 2000. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/archer.htm> (дата обращения: 22.05.2019).
18. Bernanke B.S., Laubach T., Mishkin F.S., Posen A.S. *Inflation targeting: Lessons from the international experience*. Princeton: Princeton University Press; 1998. 304 p.
19. Brash D. Inflation targeting 14 years on. In: *American Economic Association conf. (Atlanta, 5 Jan., 2002)*. Reserve Bank of New Zealand. 2002. URL: <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2002/speech2002–01–05> (дата обращения: 22.05.2019).
20. Fischer A.M., Orr A.B. Monetary policy credibility and price uncertainty: The New Zealand experience of inflation targeting. *OECD Economic Studies*. 1994;(22):155–179. URL: <http://www.oecd.org/newzealand/33940940.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).

21. Bollard A., Karagedikli O. Inflation targeting: The New Zealand experience and some lessons. Reserve Bank of New Zealand. 2006. URL: <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2006/speech2006-01-18> (дата обращения: 22.05.2019).
22. Debelle G., Masson P., Savastano M., Sharma S. Inflation targeting as a framework for monetary policy. IMF Economic Issues. 1998;(15). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/> (дата обращения: 22.05.2019).
23. Mishkin F., Schmidt-Hebbel K. Monetary policy under inflation targeting: An introduction. Central Bank of Chile Working Papers. 2006;(396). URL: <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-trabajo/pdf/dtbc396.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
24. Картаев Ф. С., Филиппов А. П., Хазанов А. А. Эконометрическая оценка воздействия таргетирования инфляции на динамику ВВП. Журнал Новой экономической ассоциации. 2016;(1):107–128. URL: <http://www.econorus.org/repec/journal/2016-29-107-128r.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
25. Ayres K., Belasen A. R., Kutan A. M. Does inflation targeting lower inflation and spur growth? *Journal of Policy Modeling*. 2014;36(2):373–388. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2012.12.008
26. Barro R. J. Inflation and economic growth. NBER Working Paper. 1995;(5326). URL: <https://www.nber.org/papers/w5326.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
27. Burdekin R. C., Denzau A. T., Keil M. W., Sitthiyot T., Willett T. D. When does inflation hurt economic growth? Different nonlinearities for different economies. *Journal of Macroeconomics*. 2004;26(3):519–532. DOI: 10.1016/j.jmacro.2003.03.005
28. Mollick A., Cabral R., Carneiro F. Does inflation targeting matter for output growth? Evidence from industrial and emerging economies. *Journal of Policy Modeling*. 2011;33(4):537–551. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2011.03.010
29. Vega M., Winkelried D. Inflation targeting and inflation behavior: A successful story? *International Journal of Central Banking*. 2005;1(3):153–175. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb05q4a5.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
30. Frankel J. The death of inflation targeting. Project Syndicate. 16 May, 2012. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting?barrier=accesspaylog> (дата обращения: 22.05.2019).
31. Jones C. BIS warns of too much focus on inflation. Financial Times. 26 June, 2016. URL: <https://www.ft.com/content/5e4d0560-3a13-11e6-9a05-82a9b15a8ee7> (дата обращения: 22.05.2019).
32. Tovar C. E., ed. Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis. Bank for International Settlements. BIS Papers. 2010;(51). URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap51.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
33. Вебер А. Переосмысливая инфляционное таргетирование. Пер. с англ. Project Syndicate. 8 июня 2015. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/rethinking-inflation-targeting-price-stability-by-axel-weber-1-2015-06/russian?barrier=accesspaylog> (дата обращения: 22.05.2019).
34. Стиглиц Дж. Провал планирования инфляции. Пер. с англ. Project Syndicate. 6 мая 2008. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/russian?barrier=accesspaylog> (дата обращения: 22.05.2019).
35. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: Принципы, проблемы и политика (в 2-х т). Т. 1. Пер. с англ. М.: Республика; 1992. 399 с.
36. Папава В., Беридзе Т. Экономические реформы в Грузии. *Российский экономический журнал*. 1998;(1):58–64.
37. Gurgendidze L., Lobzhanidze M., Onoprishvili D. Georgia: From planning to hyperinflation. *Communist Economies and Economic Transformation*. 1994;6(3):259–289. DOI: 10.1080/14631379408427794
38. Khaduri N. Mistakes made in conducting economic reforms in post-communist Georgia. *Problems of Economic Transition*. 2005;48(4):18–29.
39. Parava V. The Georgian economy: Problems of reform. *Eurasian Studies*. 1995;2(2):52–62.
40. Какулия М. До и после введения Лари: национальная валюта Грузии в ретроспективе. Исмаилов Э. М., ред. Центральная Евразия: национальные валюты. Стокгольм: CA&C Press AB; 2008:188–200.
41. Папава В. К вопросу о первом поколении посткоммунистических реформ в экономике Грузии (ретроспективный анализ). *Кавказ и глобализация*. 2011;5(3–4):24–36.
42. Parava V. The Georgian economy: From 'shock therapy' to 'social promotion'. *Communist Economies and Economic Transformation*. 1996;8(2):251–267. DOI: 10.1080/14631379608427856

43. Wang J.-Y. The Georgian hyperinflation and stabilization. IMF Working Paper. 1999;(65). URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/The-Georgian-Hyperinflation-and-Stabilization-3020> (дата обращения: 22.05.2019).
44. Wellisz S. Georgia: A brief survey of macroeconomic problems and policies. *Russian & East European Finance and Trade*. 1999;35(1):6–31.
45. Kakulia M., Giginishvili N. The primary objectives and priorities of monetary policy in Georgia. *Problems of Economic Transition*. 2005;48(4):30–42.
46. Папава В. Экономика Грузии: в поиске модели развития. *Мир перемен*. 2013;(3):47–58.
47. Anguridze O., Charaia V., Doghonadze I. Security problems & modern challenges of the Georgian national currency. Tbilisi: Ivane Javakhishvili Tbilisi State University; 2015. 47 p. URL: [http://press.tsu.ge/data/file_db/nashromebi/Security-Problems-Modern-Challenges-of-the-Georgian-National-Currency2%20\(1\).pdf](http://press.tsu.ge/data/file_db/nashromebi/Security-Problems-Modern-Challenges-of-the-Georgian-National-Currency2%20(1).pdf) (дата обращения: 22.05.2019).
48. Sachs J.D. The end of poverty: Economic possibilities for our time. New York: Penguin Press; 2005. 396 p.
49. Roser M., Ortiz-Ospina E. Global extreme poverty. Our World in Data. 2013. URL: <https://ourworldindata.org/extreme-poverty> (дата обращения: 22.05.2019).
50. Kakulia M., Kapanadze N., Khurkhuli L. Chronic poverty and income inequality in Georgia: Economic-statistical research. Tbilisi: Friedrich-Ebert-Stiftung; 2017. 56 p. URL: <https://www.gfsis.org/files/library/pdf/English-2509.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).
51. Маширова С.П., Степашова А.Ю. Анализ стоимости потребительской корзины. *Молодой ученый*. 2015;(1):250–252. URL: <https://moluch.ru/archive/81/14639/> (дата обращения: 22.05.2019).
52. Charaia V., Papava V. From inflation to imflation, agflation and munflation. The Market Oracle. 6 April, 2017. URL: <http://www.marketoracle.co.uk/Article58686.html> (дата обращения: 22.05.2019).
53. Хвостик Е. Турецкая инфляция берет венесуэльский разгон. Рост цен достиг рекордного уровня за последние 15 лет. *Коммерсантъ*. 3 октября 2018 г. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3759234> (дата обращения: 22.05.2019).
54. Daragahi B. Erdogan is failing economics 101. Foreign Policy. 25 May, 2018. URL: <https://foreignpolicy.com/2018/05/25/erdogan-is-a-mad-economist-and-turkey-is-his-laboratory/> (дата обращения: 22.05.2019).
55. Erol M.E. Turkey's crisis and the curious case of the 'fight against inflation'. London School of Economics and Political Science. 25 Feb., 2019. URL: <https://blogs.lse.ac.uk/mec/2019/02/25/turkeys-crisis-and-the-curious-case-of-the-fight-against-inflation/> (дата обращения: 22.05.2019).
56. Nakhoul S., Evans D. Erdogan has limited options to save Turkey from financial crisis. Reuters. 4 Sept., 2018. URL: <https://www.reuters.com/article/us-turkey-currency-analysis/erdogan-has-limited-options-to-save-turkey-from-financial-crisis-idUSKCN1LK215> (дата обращения: 22.05.2019).
57. Kara H., Ögünç F., Sarikaya C. Inflation dynamics in Turkey: A historical accounting. CBT Research Notes in Economics. 2017;(3). URL: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/bbff9d3a-f0dc-462c-8c62-c3eb19e09109/en1703eng.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-bbff9d3a-f0dc-462c-8c62-c3eb19e09109-m3fw5t2> (дата обращения: 22.05.2019).
58. Jabara C.L. How do exchange rates affect import prices? Recent economic literature and data analysis. U.S. International Trade Commission. Office of Industries Working Paper. 2009;(ID-21). URL: <https://www.usitc.gov/publications/332/ID-21.pdf> (дата обращения: 22.05.2019).

REFERENCES

1. The Stiglitz report. Reforming the international monetary and financial systems in the wake of the global crisis. Report of the UN Commission of Financial Experts. Transl. from Eng. Moscow: Mezhdunarodnye otnosheniya; 2012. 328 p. (In Russ.).
2. Stark J. The global financial crisis and the role of monetary policy. Speech at the 13th Annual Emerging Markets Conference 2011 (Washington, 24 Sept., 2011). European Central Bank. 24 Sept., 2011. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110924.en.html> (accessed on 22.05.2019).
3. Arestis P. Monetary policy since the global financial crisis. In: Arestis P., Sawyer M., eds. Economic policies since the global financial crisis. Cham: Palgrave Macmillan; 2017:1–39.
4. Sinelnikova-Muryleva E.V., Grebenkina A.M. Optimal inflation and inflation targeting: International experience. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(1):49–65. DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–1–49–65 (In Russ.).

5. Golovnin M. Yu. The monetary policy in countries of Central and Eastern Europe in the globalization context: Regimes and tools. *Vestnik finansovogo universiteta = Bulletin of the Financial University*. 2017;21(1):78–86. URL: <https://financetp.fa.ru/jour/article/view/328/255> (accessed on 22.05.2019). (In Russ.).
6. Brito R. D., Bystedt B. Inflation targeting in emerging economies: Panel evidence. *Journal of Development Economics*. 2010;91(2):198–210. DOI: 10.1016/j.jdeveco.2009.09.010
7. Kartaev F. S. Does exchange rate management improve inflation targeting Efficiency? *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(2):63–68. URL: <https://docplayer.ru/45445384-Uvelichivaet-li-upravlenie-valyutnym-kursom-effektivnost-inflyacionnogo-targetirovaniya.html> (accessed on 22.05.2019). (In Russ.).
8. Cabral R., Carneiro F. G., Mollick A. V. Inflation targeting and exchange rate volatility in emerging markets. World Bank Group. Policy Research Working Paper. 2016;(7712). URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/404741467995904010/pdf/WPS7712.pdf> (accessed on 22.05.2019).
9. Edwards S. The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. NBER Working Paper. 2006;(12163). URL: <https://www.nber.org/papers/w12163.pdf> (accessed on 22.05.2019).
10. Kartaev F. Is inflation targeting useful for economic growth? *Voprosy ekonomiki*. 2017;(2):62–74. (In Russ.).
11. Suryanarayana M. H. Agflation and the PDS: Some issues. Indira Gandhi Institute of Development Research. IGIDR Working Paper. 2008;(009). URL: <http://www.igidr.ac.in/pdf/publication/WP-2008-009.pdf> (accessed on 22.05.2019).
12. Chorafas D. N. Energy, environment, natural resources and business competitiveness: The fragility of interdependence. Aldershot: Gover Publishing Ltd.; 2011. 386 p.
13. Papava V., Charaia V. On the necessity of modification of the inflation index for the relatively poor worlds and Georgia's experience. *Ekonomisti*. 2017;(3):6–19. (In Russ.).
14. Charaia V., Papava V. Agflation and other modifications of inflation (the cases of Georgia and its neighboring countries). *Annals of Agrarian Science*. 2018;16(2):201–205. URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1512188718300897?via%3Dihub>. DOI: 10.1016/j.aasci.2018.04.007
15. Charaia V., Papava V. The role of inflation and its targeting for low-income countries (Lessons from post-communist Georgia). *European Journal of Economic Studies*. 2017;6(2):96–103. URL: http://ejournal2.com/journals_n/1504096069.pdf. DOI: 10.13187/es.2017.6.96
16. Sherwin M. Inflation targeting — The New Zealand experience. In: Price stability, inflation targets and monetary policy. Proc. conf. (May 1, 1997). Ottawa: Bank of Canada; 1997:261–273. URL: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/cn97-14.pdf> (accessed on 22.05.2019).
17. Archer D. J. Inflation targeting in New Zealand. In: Seminar on inflation targeting (20–21 March, 2000). Washington, DC: International Monetary Fund; 2000. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/archer.htm> (accessed on 22.05.2019).
18. Bernanke B. S., Laubach T., Mishkin F. S., Posen A. S. Inflation targeting: Lessons from the international experience. Princeton: Princeton University Press; 1998. 304 p.
19. Brash D. Inflation targeting 14 years on. In: American Economic Association conf. (Atlanta, 5 Jan., 2002). Reserve Bank of New Zealand. 2002. URL: <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2002/speech2002-01-05> (accessed on 22.05.2019).
20. Fischer A. M., Orr A. B. Monetary policy credibility and price uncertainty: The New Zealand experience of inflation targeting. *OECD Economic Studies*. 1994;(22):155–179. URL: <http://www.oecd.org/newzealand/33940940.pdf> (accessed on 22.05.2019).
21. Bollard A., Karagedikli O. Inflation targeting: The New Zealand experience and some lessons. Reserve Bank of New Zealand. 2006. URL: <https://www.rbnz.govt.nz/research-and-publications/speeches/2006/speech2006-01-18> (accessed on 22.05.2019).
22. Debelle G., Masson P., Savastano M., Sharma S. Inflation targeting as a framework for monetary policy. IMF Economic Issues. 1998;(15). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/> (accessed on 22.05.2019).
23. Mishkin F., Schmidt-Hebbel K. Monetary policy under inflation targeting: An introduction. Central Bank of Chile Working Papers. 2006;(396). URL: <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-trabajo/pdf/dtbc396.pdf> (accessed on 22.05.2019).
24. Kartaev F. S., Filippov A. P., Khazanov A. A. Inflation targeting and real GDP dynamics: Cross-country evidence. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi Assotsiatsii = Journal of the New Economic Association*. 2016;(1):107–128. URL: <http://www.econorus.org/repec/journal/2016-29-107-128r.pdf> (accessed on 22.05.2019). (In Russ.).

25. Ayres K., Belasen A.R., Kutan A.M. Does inflation targeting lower inflation and spur growth? *Journal of Policy Modeling*. 2014;36(2):373–388. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2012.12.008
26. Barro R.J. Inflation and economic growth. NBER Working Paper. 1995;(5326). URL: <https://www.nber.org/papers/w5326.pdf> (accessed on 22.05.2019).
27. Burdekin R.C., Denzau A.T., Keil M.W., Sitthiyot T., Willett T.D. When does inflation hurt economic growth? Different nonlinearities for different economies. *Journal of Macroeconomics*. 2004;26(3):519–532. DOI: 10.1016/j.jmacro.2003.03.005
28. Mollick A., Cabral R., Carneiro F. Does inflation targeting matter for output growth? Evidence from industrial and emerging economies. *Journal of Policy Modeling*. 2011;33(4):537–551. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2011.03.010
29. Vega M., Winkelried D. Inflation targeting and inflation behavior: A successful story? *International Journal of Central Banking*. 2005;1(3):153–175. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb05q4a5.pdf> (accessed on 22.05.2019).
30. Frankel J. The death of inflation targeting. Project Syndicate. 16 May, 2012. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting?barrier=accesspaylog> (accessed on 22.05.2019).
31. Jones C. BIS warns of too much focus on inflation. Financial Times. 26 June, 2016. URL: <https://www.ft.com/content/5e4d0560-3a13-11e6-9a05-82a9b15a8ee7> (accessed on 22.05.2019).
32. Tovar C.E., ed. Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis. Bank for International Settlements. BIS Papers. 2010;(51). URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap51.pdf> (accessed on 22.05.2019).
33. Weber A. Rethinking inflation targeting. Transl. from Eng. Project Syndicate. 8 June, 2015. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/rethinking-inflation-targeting-price-stability-by-axel-weber-1-2015-06/russian?barrier=accesspaylog> (accessed on 22.05.2019). (In Russ.).
34. Stiglitz J.E. The failure of inflation targeting. Transl. from Eng. Project Syndicate. 6 May, 2008. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting/russian?barrier=accesspaylog> (accessed on 22.05.2019). (In Russ.).
35. McConnell C.R., Brue S.L. Economics: Principles, problems, and policies (in 2 vols.). Vol. 1. Transl. from Eng. Moscow: Respublika; 1992. 399 p. (In Russ.).
36. Papava V., Beridze T. Economic reforms in Georgia. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economic Journal*. 1998;(1):58–64. (In Russ.).
37. Gurgenzidze L., Lobzhanidze M., Onoprishvili D. Georgia: From planning to hyperinflation. *Communist Economies and Economic Transformation*. 1994;6(3):259–289. DOI: 10.1080/14631379408427794
38. Khaduri N. Mistakes made in conducting economic reforms in post-communist Georgia. *Problems of Economic Transition*. 2005;48(4):18–29.
39. Papava V. The Georgian economy: Problems of reform. *Eurasian Studies*. 1995;2(2):52–62.
40. Kakulia M. Before and after the introduction of the Lari: Georgian national currency in retrospect. In: Ismailov E.M., ed. Central Eurasia: National currencies. Stockholm: CA&C Press AB; 2008:188–200. (In Russ.).
41. Papava V. On the first-generation post-communist reforms of Georgia's economy (A retrospective analysis). *The Caucasus & Globalization*. 2011;5(3–4):20–30.
42. Papava V. The Georgian economy: From 'shock therapy' to 'social promotion'. *Communist Economies and Economic Transformation*. 1996;8(2):251–267. DOI: 10.1080/14631379608427856
43. Wang J.-Y. The Georgian hyperinflation and stabilization. IMF Working Paper. 1999;(65). URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/The-Georgian-Hyperinflation-and-Stabilization-3020> (дата обращения: 22.05.2019).
44. Wellisz S. Georgia: A brief survey of macroeconomic problems and policies. *Russian & East European Finance and Trade*. 1999;35(1):6–31.
45. Kakulia M., Giginishvili N. The primary objectives and priorities of monetary policy in Georgia. *Problems of Economic Transition*. 2005;48(4):30–42.
46. Papava V. Economy of Georgia: In search of development model. *Mir Peremen = The World of Transformations*. 2013;(3):47–58. (In Russ.).
47. Anguridze O., Charaia V., Doghonadze I. Security problems & modern challenges of the Georgian national currency. Tbilisi: Ivane Javakishvili Tbilisi State University; 2015. 47 p. URL: [http://press.tsu.ge/data/file_db/nashromebi/Security-Problems-Modern-Challenges-of-the-Georgian-National-Currency2%20\(1\).pdf](http://press.tsu.ge/data/file_db/nashromebi/Security-Problems-Modern-Challenges-of-the-Georgian-National-Currency2%20(1).pdf) (accessed on 22.05.2019).

48. Sachs J.D. The end of poverty: Economic possibilities for our time. New York: Penguin Press; 2005. 396 p.
49. Roser M., Ortiz-Ospina E. Global extreme poverty. Our World in Data. 2013. URL: <https://ourworldindata.org/extreme-poverty> (accessed on 22.05.2019).
50. Kakulia M., Kapanadze N., Khurkhuli L. Chronic poverty and income inequality in Georgia: Economic-statistical research. Tbilisi: Friedrich-Ebert-Stiftung; 2017. 56 p. URL: <https://www.gfsis.org/files/library/pdf/English-2509.pdf> (accessed on 22.05.2019).
51. Mashirova S.P., Stepashova A. Yu. Consumer basket cost analysis. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*. 2015;(1):250–252. URL: <https://moluch.ru/archive/81/14639/> (accessed on 22.05.2019). (In Russ.).
52. Charaia V., Papava V. From inflation to imflation, agflation and munflation. The Market Oracle. 6 April, 2017. URL: <http://www.marketoracle.co.uk/Article58686.html> (accessed on 22.05.2019).
53. Khvostik E. Turkish inflation takes Venezuelan acceleration: Rising prices hit a record high in 15 years. Kommersant. 3 Oct., 2018. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3759234> (accessed on 22.05.2019). (In Russ.).
54. Daragahi B. Erdogan is failing economics 101. Foreign Policy. 25 May, 2018. URL: <https://foreignpolicy.com/2018/05/25/erdogan-is-a-mad-economist-and-turkey-is-his-laboratory/> (accessed on 22.05.2019).
55. Erol M.E. Turkey's crisis and the curious case of the 'fight against inflation'. London School of Economics and Political Science. 25 Feb., 2019. URL: <https://blogs.lse.ac.uk/mec/2019/02/25/turkeys-crisis-and-the-curious-case-of-the-fight-against-inflation/> (accessed on 22.05.2019).
56. Nakhoul S., Evans D. Erdogan has limited options to save Turkey from financial crisis. Reuters. 4 Sept., 2018. URL: <https://www.reuters.com/article/us-turkey-currency-analysis/erdogan-has-limited-options-to-save-turkey-from-financial-crisis-idUSKCN1LK215> (accessed on 22.05.2019).
57. Kara H., Ögünç F., Sarikaya C. Inflation dynamics in Turkey: A historical accounting. CBT Research Notes in Economics. 2017;(3). URL: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/bbff9d3a-f0dc-462c-8c62-c3eb19e09109/en1703eng.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-bbff9d3a-f0dc-462c-8c62-c3eb19e09109-m3fw5t2> (accessed on 22.05.2019).
58. Jabara C.L. How do exchange rates affect import prices? Recent economic literature and data analysis. U.S. International Trade Commission. Office of Industries Working Paper. 2009;(ID-21). URL: <https://www.usitc.gov/publications/332/ID-21.pdf> (accessed on 22.05.2019).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Владимир Папав — доктор экономических наук, профессор кафедры теоретической экономики факультета экономики и бизнеса, Тбилисский государственный университет им. Иванэ Джавахишвили, академик Национальной академии наук Грузии, Тбилиси, Грузия

Vladimer Papava — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Theoretical Economics, Faculty of Economics, Ivane Javakhishvili Tbilisi State University, Academician, National Academy of Sciences of Georgia, Tbilisi, Georgia
vladimer.papava@tsu.ge



Вахтанг Чарая — доктор экономики, ассоциированный профессор, Университет бизнеса и технологий, Тбилиси Грузия

Vakhtang Charaia — PhD (Econ.), Associated Prof., Business and Technology University, Tbilisi, Georgia
vakhocharaia@gmail.com

Статья поступила 23.03.2019; принята к публикации 30.05.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 23.03.2019; accepted for publication on 30.05.2019.

The authors read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-35-48

УДК 338.24:336.74(045)

JEL G12

Новые модели анализа изменений стоимости компании, основанные на стохастических ставках дисконтирования

П.Е. Жуков

Финансовый университет, Москва, Россия

<http://orcid.org/0000-0003-0951-7164>

Scopus ID: 57200148155

АННОТАЦИЯ

В работе предлагаются новые модели анализа изменений стоимости компании с использованием стохастических ставок дисконтирования. Показано, что для большинства исследованных компаний локальные изменения скорости роста стоимости компаний (процентные изменения к предыдущему уровню) не объясняются соответствующими изменениями ни в средневзвешенной стоимости капитала (weighted average cost of capital, WACC), ни в денежных потоках. Этот факт и результаты исследования Дж. Кохрейна, доказавшего, что главный вклад в волатильность цен вносит изменчивость ставок дисконтирования, стали исходными предпосылками для построения моделей, основанных на стохастических ставках дисконтирования. В работе построены три модели, основанные на стохастических ставках дисконтирования, в которых денежные потоки предполагаются растущими с некоторым трендом, а факторы, влияющие на цену компании, описываются стохастическими факторами дисконтирования. Эти модели носят альтернативный характер по отношению к обычно применяемым традиционным моделям дисконтирования денежных потоков (DCF), в которых дисконтируется свободный денежный поток по WACC либо свободный поток на капитал по альтернативным издержкам на собственный капитал. *Первая модель* используется для анализа зависимости стоимости компаний от инвестиций. В ней применяется свободный денежный поток при условии нулевого роста. Во *второй модели* — чистый денежный поток по операционной деятельности плюс проценты, за вычетом минимальных инвестиций при условии нулевого роста. В *третьей модели* — чистый денежный поток по операционной деятельности плюс проценты, скорректированные на налоги. В последней модели применяется оценка скорости сворачивания деятельности компании при условии нулевых инвестиций. Третья модель применима для компаний с нестабильными инвестициями, для которых трудно надежно оценить свободный денежный поток при условиях нулевого роста. Модели могут применяться для анализа факторов, влияющих на стоимость компании с целью управления стоимостью компании. Другое применение моделей — оценка инвестиционной стоимости компании и ответ на вопрос о ее возможной переоцененной или недооцененной стоимости. Третье применение — для эмпирической оценки средневзвешенной стоимости капитала, применимой к инвестиционным проектам компании, альтернативной WACC, оцениваемой стандартными методами.

Ключевые слова: полная цена компании; финансовые риски; свободный денежный поток на фирму; средневзвешенная стоимость капитала; стохастические ставки дисконтирования; обобщенный метод моментов

Для цитирования: Жуков П.Е. Новые модели анализа изменений стоимости компании, основанные на стохастических ставках дисконтирования. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):35-48. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-35-48

ORIGINAL PAPER

New Models for Analyzing Changes in Company Value Based on Stochastic Discount Rates

P.E. Zhukov

Financial University, Moscow, Russia

<http://orcid.org/0000-0003-0951-7164>

Scopus ID: 57200148155

ABSTRACT

We propose new models for analyzing changes in the value of the company using stochastic discount rates. It is shown that for the majority of the companies under study, local changes in the rate of the company value growth (percentage

changes to the previous level) are not explained by the corresponding changes neither in the weighted average cost of capital (WACC), nor in the cash flows. This fact, as well as the research results by J. Cochrane, who proved that discount rates volatility is the main contributor to price volatility, became initial prerequisites for building models based on stochastic discount rates. The work presents three models built on stochastic discount rates, where cash flows are assumed to be growing with a certain trend, and the factors affecting the price of the company are described by stochastic discount factors. These models are alternative in relation to the commonly used traditional cash flow discounting (DCF) models where the free cash flow is discounted through the WACC, or the free flow to capital at the opportunity cost of equity. The first model is used to analyze the dependence of the company value on investments. It uses free cash flow subject to zero growth. The second model uses net cash flow from operating activities plus interest, minus the minimum investment subject to zero growth. The third model uses net cash flow from operating activities plus interest adjusted to taxes. This model requires to estimate the rates of the company downsizing subject to zero investment. The third model is applicable for companies with volatile investments, where it is difficult to reliably estimate free cash flow in case of zero growth. The models are designed for analysis of the factors influencing the value of the company for value-based management. Another application of the models is the evaluation of investment value of the company and the answer to the question of its possible overestimated or underestimated value. The third way to apply this model is the empirical evaluation of the weighted average cost of capital applicable to the company's investment projects, alternative to WACC, assessed by standard methods.

Keywords: enterprise value; financial risks; free cash flow to the firm; weighted average cost of capital; stochastic discount rates; generalized method of moments

For citation: Zhukov P.E. New models for analyzing changes in company value based on stochastic discount rates. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(3): 35-48. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-35-48

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность анализа стоимости компании объясняется тем, что он необходим как минимум для решения двух взаимосвязанных задач: управления стоимостью компании и инвестиционной оценки будущей стоимости компании инвестором¹. Эти задачи обычно ставятся при решении вопросов о выборе структуры капитала компании, эмиссии акций и облигаций, инвестициях, слияниях и поглощениях, выборе финансовой политики, рассмотрении инвестиционных проектов и т.д. В том числе, одним из ключевых вопросов является оценка стоимости (цены, альтернативных издержек) капитала и его влияния на стоимость компании.

Из теории Модильяни–Миллера (ММ) [1–3] следует, что средневзвешенная цена капитала является ставкой дисконтирования, применимой к свободному денежному потоку на фирму [4]:

$$EV(0) = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} FCF(t,0)}{(1+r(0))^t}. \quad (1)$$

¹ Следует различать балансовую оценку и инвестиционную оценку. Балансовая оценка определяет текущую рыночную стоимость активов и осуществляется в соответствии с Международным стандартом финансовой отчетности (МСФО-13). Инвестиционная оценка относится к будущей (прогнозной) стоимости компании и производится инвесторами в соответствии с их внутренними регламентами и методами.

При этом через $FCF(t,0)$ и $r(0)$ в (1) обозначены свободный денежный поток на фирму и средневзвешенная цена капитала, оцениваемые в момент времени $t = 0$. Заметим, что из теории ММ совершенно не следует, что ожидаемая величина денежных потоков и ставка дисконтирования постоянны, т.е. не зависят от нулевого момента, когда инвестор принимает решения об инвестициях. Однако, как правило, подразумевается (по умолчанию), что свободный денежный поток на фирму является параметрическим множеством случайных величин, зависящих от t (как параметра) с постоянным математическим ожиданием, также зависящим от t , но не зависящим от времени оценки. Кроме того, как очевидное предположение рассматривается постоянство структуры и стоимости капитала и вместо (1) обычно рассматривается упрощенная модель [5]:

$$EV(0) = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} FCF(t)}{(1+r)^t}. \quad (2)$$

Заметим, что общепринятая модель (2) отличается от модели (1) тем, что ожидаемые денежные потоки и ставка дисконтирования не зависят от момента инвестиционной оценки [6], т.е. момента, в который инвестор принимает решения об инвестициях.

Здесь r — средневзвешенная цена капитала (WACC), которая рассчитывается как средняя, взвешенная по доле в полной стоимости фирмы, величина от средней требуемой доходности: соб-

ственного капитала, привилегированных акций и процентного долга [6]:

$$WACC = \left[\frac{MV(S)Re + MV(ND)Rd(1-T) + MV(PS)Rps}{EV} \right] \quad (3)$$

Здесь $MV(S)$ — капитализация (рыночная стоимость обыкновенных акций); $MV(PS)$ — рыночная стоимость привилегированных акций; $MV(ND)$ — стоимость чистого долга; Re , Rd и Rps — соответственно требуемая доходность указанных составляющих капитала фирмы; T — эффективная ставка налога на прибыль корпорации. Под EV понимается полная стоимость компании — сумма всех составляющих ее капитала [6]:

$$EV = MV(S) + MV(ND) + MV(PS).$$

При этом под чистым долгом обычно понимается только долгосрочный процентный долг, за вычетом денежных средств и краткосрочных инвестиций, хотя иногда [5] делается оговорка, что краткосрочный долг, который является постоянной частью капитала фирмы (т.е. не зависит от сезонных колебаний) также может быть принят для расчета (3). Основанием для такой долгосрочной трактовки $WACC$ в (2) и (3) является то, что эта ставка дисконтирования должна быть применимой к свободным денежным потокам на фирму, оцениваемым на очень длительный срок. При этом учет возможности изменения структуры капитала фирмы обычно не рассматривается. Представление (1)–(3) не пригодно для компаний, у которых денежные средства и ценные бумаги превышают долг (например, Google или «Сургутнефтегаз»). В этих случаях можно предполагать, что деятельность компании, кроме основного бизнеса, включает еще и «финансовый бизнес» и формулы (1)–(3) модифицируются в соответствии с этим предположением, но это выходит за рамки классической теории ММ.

Одним из ключевых недостатков теории ММ, на который сразу же обратили внимание ее критики (в частности, Стиглиц [7]), является игнорирование издержек возможного дефолта и финансовой неустойчивости компании.

В соответствии с традиционной теорией структуры капитала именно эти издержки являются главным фактором, препятствующим увеличению финансового левериджа (уровня долга компании).

В любом случае уровень задолженности и риск дефолта компании всегда принимаются во внимание менеджерами компаний и банками, предоставляющими кредит.

Несмотря на это, большинство теоретиков (включая Модильяни, Миллера, Майерса и Мертона) настаивают на том, что эти издержки несущественны, поскольку для большинства крупных компаний риск дефолта обычно незначителен. Но если такие компании начинают наращивать задолженность, буквально следуя выводам теории ММ (стоимость компании растет при росте долга), то их риск банкротства становится существенным, что и показал опыт кризиса 2008 г., когда целый ряд крупнейших компаний оказался на грани банкротства. Главная причина нежелания признавать существенность риска дефолта для выбора структуры капитала заключается в том, что теоретики обычно исходят из довольно искусственных предположений об идеальном рынке, на котором банкротство действительно не изменяет стоимость активов компании. Яркий пример можно найти в ставшей классической работе Р. Мертона [8], где приводится стохастическая модель для стоимости компании и на основании модели Блэка–Шоулза делается явно противоречащий практике и здравому смыслу вывод о том, что теория ММ сохраняет значимость и в условиях возможности дефолта².

В дальнейшем традиционный подход теории ММ начал подвергаться сомнению и возник вопрос о выборе оптимальной структуры капитала, в результате чего возникли более поздние теории — компромисса (trade-off) и предпочтений (pecking order) [9, 10]. Последняя теория, предложенная Майерсом, основана на том, что ключевую роль для выбора структуры капитала могут играть транзакционные издержки, возникающие при размещении новых выпусков долга или акций. В качестве эмпирической базы эта работа использовала выводы Дональдсона [11].

В работах многих авторов, в частности Стребулаева и др. [12–14], проводилось стохастическое моделирование изменения стоимости компании с целью нахождения оптимальной структуры капитала и риска дефолта. При этом использовалась стохастическая модель Мертона (но не теоретические выводы) с гетероскедастичностью и применением моделей типа GARCH.

² Эта статья, к сожалению, содержит ряд серьезных ошибок, которые не были критически оценены и проанализированы в литературе, за исключением работы [18]. В частности, применение модели Блэка–Шоулза возможно только для стационарных случайных процессов.

Эмпирическая проверка применимости выводов теорий компромисса (trade-off) и предпочтений (pecking order) производилась Ю. Фамой и К. Френчем [15]. Результатом было то, что обе из них имеют определенные подтверждения. Хотя этот результат вряд ли удовлетворителен, поскольку две указанные теории противоречат друг другу в существенной степени.

В работах ученых, принадлежащих к научной школе В. Брусова [16], рассматривается другой подход к формированию оптимальной структуры капитала компании, учитывающий конечность срока жизни компании и предлагается альтернативный механизм формирования оптимальной структуры капитала компании, отличный от теорий компромисса и предпочтений.

Критический анализ теории Р. Мертона [8] на основе эмпирических данных проведен в работе [17]. В работе [18] строится теория, аналогичная ММ, но с учетом поправок на риск дефолта и на транзакционные издержки. Показано, что теория ММ верна при увеличении задолженности до определенного предела, до которого не происходит существенного для инвесторов увеличения финансовых рисков, в том числе риска дефолта. При увеличении задолженности свыше этого предела издержки риска дефолта преобладают над выгодами налоговых щитов. Однако при этом финансовый леверидж не является единственным фактором, влияющим на риск дефолта, в связи с чем структура капитала в действительности во многом зависит от таких факторов, как специфика деятельности компании, успешность ее бизнеса, а также макроэкономические, страновые и иные риски.

При анализе факторов, от которых зависит стоимость компании, в соответствии с моделью (1) или (2) можно выделить две основные группы — факторы, воздействующие на ожидаемые денежные потоки, и факторы, влияющие на оценку ставок дисконтирования. В частности, хотя в теории ММ речь идет в целом о влиянии финансовой политики на стоимость компании, но основная группа рассматриваемых факторов — это финансовые риски, отражаемые в ставке дисконтирования WACC (3).

В принципе, любые факторы риска можно отражать при расчете ожидаемых денежных потоков в (1) или (2) либо ставок дисконтирования в (3). Оба принципа эквивалентны теоретически, но при практическом применении обычно дают разные результаты из-за различия методов расчета.

Например, при расчете WACC обычно используется модель (3), где для оценки требуемой доходности собственного капитала применяется CAPM,

оценивающая ее исключительно из систематических рисков [5, 6]. При этом методы расчета бета и премии за рыночный риск могут сильно отличаться у разных исследователей и особенно у разных инвестиционных компаний, которые используют различные эмпирические «поправки» к бете и премии за рыночный риск — премии за низкую ликвидность, CDS и т.д. В оценку требуемой доходности собственного капитала часто включаются поправки на индивидуальные риски компании либо страновые риски. Строго говоря, внесение таких поправок противоречит теории CAPM, поскольку в полностью диверсифицированном портфеле ценных бумаг влияние индивидуальных и страновых рисков в пределе равно нулю. Но это лучше соответствует оценке риска инвесторами [19]. Многочисленные исследования [20–23] показали, что именно переоценка рисков порождает колебания стоимости компании. Это соответствует принципам анализа стоимости рисков, заложенных в стандарте Базель-3 для банков [24].

В настоящем исследовании за основу берется WACC, рассчитанная в системе “Bloomberg”, которая обычно испытывает существенные колебания, связанные с оценкой систематических рисков, безрисковой ставки и премии за систематический риск. Однако изменения WACC не полностью отражают риски, учитываемые инвесторами в ставке дисконтирования. Например, в работе [25] показано, что и колебания WACC, рассчитанные в системе “Bloomberg”, часто не имеют связи с изменением стоимости компании, либо эта связь есть, но она описывает только порядка 10–20% дисперсии.

Главной причиной, по-видимому, является то, что WACC, на самом деле, не всегда и не полностью отражает оценку инвесторами реальных рисков компании. В частности, оценка рисков инвесторами субъективна, в отличие от WACC, расчет которого обычно носит стандартный и объективный характер.

Из гипотезы рациональных ожиданий инвесторов следует, что, по крайней мере, профессиональные инвесторы используют оценку выгоды, получаемой от владения актива в течение инвестиционного горизонта (например, 1 год) и от его реальной или возможной продажи после этого периода. Это приводит к модели дисконтированных денежных потоков (DCF) для оценки будущей стоимости активов, отраженной равенством (1).

Применимость гипотезы рациональных ожиданий инвесторов оспаривается школой «бихевиористской» экономики, в том числе Р. Тайлером [26]. Однако при этом в основном речь идет о поведении домашних хозяйств и мелких инвесторов. Дейст-

вительно, трудно предположить, чтобы домохозяйка применяла сложные процедуры оценивания будущей полезности потребления и делала выбор между сегодняшним и будущим потреблением путем максимизации гамильтониана, выражающего общую полезность потребления. Но на финансовых рынках работают квалифицированные инвесторы, обычно применяющие модели типа (1) для оценки будущих выгод от инвестиций.

Теоретически учет влияния рисков в модели (1) может производиться либо через денежные потоки, либо через ставки дисконтирования, и эти подходы эквивалентны и взаимозаменяемы. Однако на практике это не совсем так, ожидаемые денежные потоки обычно оцениваются исходя из прошлого опыта, а ставки дисконтирования отражают оценку инвестором будущих рисков.

Важное заключение сделано в работе Дж. Кохрейна [27], в которой исследована на долгосрочном периоде зависимость волатильности широких индексов от их доходности. В этой работе показано, что главную роль в волатильности индексов, отражающих цены активов (компаний), играет именно волатильность ставки дисконтирования, а вклад волатильности денежных потоков близок к нулю. Этот вывод Кохрейна послужил отправной точкой настоящего исследования.

Поскольку выясняется, что ставки дисконтирования ответственны за волатильность рыночных цен, следует предположить, что они носят стохастический характер. В многочисленных работах различных зарубежных авторов [28–33] были рассмотрены модели, использующие стохастические ставки дисконтирования для анализа изменений цен на рынках акций и товарных рынках.

Соответственно, в настоящей работе были поставлены следующие задачи исследования:

- определить степень зависимости цен акций компаний от волатильности их денежных потоков и ставок дисконтирования;
- построить денежные потоки и стохастические ставки дисконтирования, применимые для анализа цен компаний,
- разработать метод анализа стоимости компаний, основанный на соответствующих стохастических ставках дисконтирования.

МОДЕЛИ И МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Возвращаясь к модели ММ (2) и (3), заметим, что в ней ставка дисконтирования $WACC$ зависит в основном от структуры капитала, процентных ставок, а также от систематических рисков, отражаемых в коэффициенте бета и премии за рыночный риск.

При этом в (2) предполагается, что ставка дисконтирования и денежные потоки определяются в момент оценки инвестиций и на все годы вперед (до инвестиционного горизонта и даже далее). Ставка дисконтирования определяется в соответствии с текущей $WACC$ (3), а ожидаемые денежные потоки также оцениваются в настоящий момент времени, причем эта оценка сохраняется в будущем (т.е. она не зависит от точки оценки).

Если же предположить, что эта оценка математического ожидания и ставок дисконтирования в (2) может изменяться со временем, то мы переходим к модели (1), а также, возможно, к нестационарным денежным потокам и будущим ставкам дисконтирования, которые находятся вне сферы действия теорий ММ и CAPM, применяемых в момент оценки инвестиций.

Например, в условиях не стационарности перестает работать основной принцип, на котором базируется теория ММ, — невозможность арбитража. Если ожидаемые денежные потоки двух компаний сегодня равны, но при этом не стационарны, то на следующий день (месяц, год и т.д.), они уже могут отличаться и тогда компании не могут уже считаться эквивалентными.

Напротив, в общей модели (1) ставка дисконтирования и денежные потоки могут зависеть и от времени, и от момента их оценки инвестором. При этом предполагается, что оценка ставок дисконтирования носит изменчивый характер и существенно зависит от моделей, применяемых инвестором.

В работе [25] установлена низкая чувствительность инвесторов к случайным колебаниям денежных потоков компании на интервалах от одного квартала до трех лет. При этом несомненно, что для быстрорастущих компаний существенное изменение тренда ожидаемого в будущем денежного потока (или, что эквивалентно, ожидаемых темпов роста денежного потока) влияет на оценку инвесторами стоимости компании. Однако это можно отнести к ожидаемой скорости роста денежного потока в будущем, а сами по себе случайные колебания денежного потока, по-видимому, не оказывают заметного влияния на цену, если только инвесторы не воспринимают их как смену тренда.

На основании эмпирических данных и результатов Дж. Кохрейна [27], можно предположить, что инвесторы ориентируются на некий средний уровень денежного потока с учетом ожидаемой средней скорости роста. При этом средняя скорость роста также может испытывать стохастические колебания, влияющие на цену компании. Далее будет показано, что эти колебания неотличимы от колебаний ставки

дисконтирования, в связи с чем их можно рассматривать как один параметр — стохастическую ставку дисконтирования денежных потоков, заданных на некотором ожидаемом уровне с постоянной средней скоростью роста.

Для начального этапа была выбрана специфическая модель обобщенных моментов, в варианте, предложенном тем же Кохрейном [35] в качестве наиболее общей модели для анализа стоимости компании. В ее основе лежат общие понятия функции полезности и полезной отдачи от актива:

$$p = M \times CF. \quad (4)$$

Здесь p — ожидаемая полная стоимость компании (либо ее капитализация); M — бесконечный по размерности вектор стохастических ставок дисконтирования (моментов) в будущие моменты времени; CF — бесконечный по размерности вектор ожидаемых денежных потоков от актива (выгоды инвестора от владения активом). Модель (4) похожа на модель (2), но при этом ставки дисконтирования могут зависеть от времени (в теории ММ они постоянны), а в качестве денежных потоков от актива необязательно выступают свободные денежные потоки на фирму или капитал, как это обычно принято считать (этот вопрос рассматривается далее).

Метод «обобщенных моментов» в модели (4) не обязательно ставит задачей статистическую оценку лучших параметров эконометрических моделей в классическом смысле этого термина (см. Л. Хансен и Т. Саргент [36]). Аналогично классическому методу [34] стохастические ставки дисконтирования находятся минимаксными методами, как параметры экономической модели С–САРМ и описывают межвременные предпочтения инвестора, связанные с изменениями относительной ценности потребления и сбережения. Для обоснования стохастических факторов дисконтирования Дж. Кохрэн также использует макроэкономическую теорию потребления Эрроу–Дебре, основанную на выборе между будущим и настоящим потреблением. Эта теория носит фундаментальный характер в современной экономической теории, и Жан Тироль [36], в частности, отмечает, что теории ММ и С–САРМ могут быть получены из теории макроэкономического равновесия Эрроу–Дебре. Однако в работе Кохрейна [35] также отмечается, что модель (4) носит более общий характер и стохастические ставки дисконтирования в (4) не обязательно связаны с С–САРМ.

Модель, предлагаемая в настоящей работе, рассматривает стохастические ставки дискон-

тирования как отражение оценки макроэкономических, систематических и системных рисков, общих для всей отрасли, к которой принадлежит рассматриваемая компания. В результате общая модель (4) принимает следующий вид:

$$EV(0) = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} CF(t,0)}{(1+r(t,0))^t}. \quad (5)$$

Здесь $CF(t,0)$ — ожидаемые будущие денежные потоки инвестора, формирующие стоимость компании [в модели (1) и в теории ММ это — только свободный денежный поток], $r(t,0)$ — прогнозируемая ставка дисконтирования. Заметим, что в модели (5) в отличие от (2) ожидаемые будущие денежные потоки и ставки дисконтирования зависят от будущих периодов и от нулевого момента времени — это момент, когда инвестор анализирует инвестиции и принимает решения об инвестиционной и финансовой политике.

Как уже отмечалось, Р. Тайлер критикует гипотезу рациональных ожиданий инвесторов и доказывает, что концепция межвременных предпочтений инвесторов, основанная на оптимизации ими выражения (4) с коэффициентами дисконтирования, не зависящими от точки отсчета, не соответствует реальному поведению инвесторов. Особенно он акцентирует внимание на том, что ставки дисконтирования могут изменяться (сдвигаться по времени) при изменении точки отсчета (момента оценки инвестиций). Например, в случае гиперболического дисконтирования инвестор всегда использует повышенную ставку для более отдаленных моментов времени.

Модель (5) учитывает эту возможность гиперболического дисконтирования. Более того, при том или ином выборе ожидаемых денежных потоков $CF(t,0)$ и ставок дисконтирования $r(t,0)$ модель (5) будет точно соответствовать любой индивидуальной модели инвестора. Причина этой универсальности в том, что $CF(t,0)$ в модели (5) могут соответствовать любым факторам, отражающим выгоды инвестора или относимым к стоимости компании. Также любой способ оценки рисков, не включенных в оценку математического ожидания факторов стоимости или выгоды, может быть учтен в ставках дисконтирования $r(t,0)$.

Результаты исследований [18, 25] показали, что краткосрочные колебания стоимости рассматриваемых компаний, измеряемые как процентное изменение, обычно не связаны с такими же колебаниями свободного денежного потока, чистого

денежного потока либо WACC. При этом также показано для быстрорастущих компаний, как, например, ПАО «Новатек», тренд роста денежных потоков влечет за собой аналогичный тренд для стоимости компании. Но при этом случайные отклонения денежных потоков и стоимости компании от этого тренда никак не связаны. Также для компаний со стабильным отношением свободного денежного потока к чистому денежному потоку можно применять модель (1) для дисконтирования свободного денежного потока.

В результате приходим к трем постулатам, лежащим в основе модели:

1. Инвестор в своей оценке использует ожидаемый денежный поток, изменяющийся со стабильным трендом. При этом оценка тренда также может меняться, т.е. тренд может зависеть от момента оценки.

2. Инвестор учитывает постоянно изменяющуюся оценку рисков в ставках дисконтирования, которые в результате изменяются непредсказуемым образом, т.е. являются по сути стохастическими факторами.

3. При этом изменяющиеся риски могут отражаться либо в изменении стоимости капитала, либо в изменении тренда роста денежных потоков. Оба фактора носят стохастический характер и независимы по определению.

Далее следует ключевое для предлагаемого метода разделение денежных потоков на минимальные денежные потоки и потоки роста. А именно, выражение (5) для стоимости компании можно записать в виде суммы двух компонент, где первая представляет стоимость компании при минимальных инвестициях, обеспечивающих ведение текущего бизнеса на постоянном уровне, но не обеспечивающих роста компании, а второй — инвестиции в развитие:

$$EV(0) = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} CF0(t,0)}{(1+r(t,0))^t} + \frac{\sum_{t=1}^{\infty} CF1(t,0)}{(1+r(t,0))^t}. \quad (6)$$

Здесь минимальный денежный поток $CF0(t,0)$ включает минимальные инвестиции, необходимые для поддержания денежных потоков компании на постоянном уровне (скорость роста равна нулю). Вторая часть $CF1(t,0)$ включает дополнительные инвестиции и денежные потоки, ожидаемые от инвестиций.

Далее для простоты (но без потери общности) будет рассматриваться общая модель (6) для частного случая стандартного метода расчета полной

стоимости компании по свободным денежным потокам на фирму. В этом случае первая часть представляет собой инвестиционный проект поддержания текущего бизнеса с нулевой скоростью роста, а вторая — инвестиционный проект ускорения роста компании, приводящей к увеличению скорости роста либо к его снижению до отрицательных значений. Первая часть — стоимость компании при условии минимальных инвестиций, а вторая — чистая приведенная стоимость дополнительных инвестиций (положительная либо отрицательная).

Оба проекта носят опциональный характер — владельцы и менеджеры компании могут отвергнуть второй проект либо даже оба проекта. Например, может быть принят проект с инвестициями ниже минимального уровня, приводящий к отрицательной скорости роста. Более того, может быть принят проект сворачивания деятельности путем изъятия денежных средств из компании. В том числе, это может быть реализовано путем обратного выкупа акций либо выплаты дивидендов за счет кредитов. В этом случае денежные потоки второго проекта $FCF1(t,0)$ будут отрицательными, и проект будет вносить отрицательную добавленную стоимость. Далее для простоты будем предполагать, что второй проект всегда имеет положительную добавленную стоимость (т.е. компания имеет положительную среднюю скорость роста).

Запишем (6) в виде:

$$\begin{aligned} V(0) &= EVmin(0) + PV(0), \\ EVmin(0) &= \frac{\sum_{t=1}^{\infty} FCF0(t,0)}{(1+r(t,0))^t}, \\ PV(0) &= \frac{\sum_{t=1}^{\infty} FCF1(t,0)}{(1+r(t,0))^t}. \end{aligned} \quad (7)$$

Для первой части математическое ожидание денежных потоков постоянно. Примем за основу стандартный метод, вытекающий из теории ММ, — расчет полной стоимости компании по свободному денежному потоку и обозначим денежный поток, соответствующий нулевому темпу роста, через $FCF(0)$:

$$EVmin(0) = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} FCF0(0)}{(1+R(0))^t}. \quad (8)$$

Здесь $R(0)$ — средняя ставка дисконтирования для денежных потоков фирмы с нулевой скоростью роста.

Для второй части денежные потоки становятся положительными после инвестиционного периода. Вместо зависящей от времени ставки дисконтирования $r(t,0)$ можно перейти к постоянной ставке:

$$PV(0) = \frac{\sum_{t=1}^{\infty} FCF1(t,0)}{(1+r(0))^t}. \quad (9)$$

Выражение (9) определяет приведенную стоимость инвестиционного проекта роста с положительной скоростью роста. При этом из (7) и (9) следует, что денежные потоки $FCF(t,0)$ в модели (6) растут с некоторой средней скоростью роста $g(0)$ относительно денежного потока $FCF0(0)$ с нулевой скоростью роста, а значит, можно записать выражение (6) в виде

$$EV(0) = \frac{FCF0(0)}{R(0) - g(0)}.$$

В результате для момента анализа τ получаем итоговую модель для анализа стоимости компании $EV(\tau)$ с использованием стохастической ставки дисконтирования $r(\tau)$, удовлетворяющую постулатам 1–3 (см. выше):

$$EV(\tau) = \frac{FCFe(\tau+1)}{r(\tau)}, \quad (10)$$

$$r(\tau) = \frac{FCFe(\tau+1)}{EV(\tau)} = R(\tau) - g(\tau).$$

Здесь τ — момент, когда инвестор анализирует инвестиции и принимает решения об инвестиционной и финансовой политике; $FCFe(\tau)$ — ожидаемый свободный денежный поток на фирму с нулевым ростом; $R(\tau)$ — расчетная ставка дисконтирования денежных потоков компании при нулевой скорости роста, $g(\tau)$ — средняя скорость роста компании, оцениваемая в момент τ .

Для свободного денежного потока при нулевой скорости роста в (10) можно использовать его выражение через ожидаемый операционный денежный поток $CFOexp$ (но при этом не учитывается прибыль от финансовой и инвестиционной деятельности, которая предполагается несущественной):

$$FCFe(\tau+1) = CFOe(\tau+1) + Int(1-T) - Inv0, \quad (11)$$

$$r(\tau) = \frac{FCFe(\tau+1)}{EV(\tau)} = R(\tau) - g(\tau).$$

Здесь свободный денежный поток на фирму выражается через средний ожидаемый операционный денежный поток на фирму $CFOexp(\tau+1)$, за вычетом минимально необходимых для нулевого роста инвестиций $Inv0$ плюс проценты после уплаты налогов $Int(1-T)$. При этом свободные денежные потоки в моделях (10) и (11) зависят от момента анализа τ , поскольку выражения (8) и (9) определены для нулевого момента анализа инвестиций. Для оценки минимально необходимых для нулевого роста инвестиций можно взять амортизацию с поправками на восстановительную стоимость активов.

Все параметры моделей (10), (11) являются независимыми стохастическими величинами. Однако для анализа стоимости компании важна только разность между стоимостью капитала при нулевом росте $R(\tau)$ и скоростью роста денежных потоков $g(\tau)$, а не каждая величина в отдельности.

Если ожидаемые денежные потоки по операционной деятельности, минимальные инвестиции, средняя скорость роста и стоимость капитала могут быть оценены отдельно эмпирически, то модели (10), (11) можно использовать для факторного анализа изменений в стоимости компании по сравнению с ее ожидавшейся стоимостью. При этом предполагается, что даже нулевой темп роста требует некоторых минимальных инвестиций, которые поддаются оценке.

Проблема с использованием свободного денежного потока на фирму в том, что его связь со стоимостью компании обычно не очевидна. Для компаний с высокой скоростью роста этот поток может быть отрицательным долгое время, либо его среднее значение может практически не меняться при очень высокой скорости роста компании. Поэтому для компаний с нестабильными инвестициями свободный денежный поток на фирму с нулевым трендом может быть труден для аналитического определения.

В этих случаях предпочтительнее использовать чистый денежный поток по операционной деятельности плюс проценты (т.е. условие нулевых инвестиций). Это может соответствовать свободному денежному потоку, но возможно, что не с нулевым, как предполагается в модели (8), а с отрицательным трендом роста. Для этого случая модель (10) принимает вид:

$$R(\tau) = \frac{CFO(\tau+1) + Int(1-T)}{EV(\tau)} = R(\tau) + e(\tau) - g(\tau). \quad (12)$$

Обозначения в (12) аналогичны (11). Здесь $g(t)$ — скорость роста стоимости компании, но также добавляется дополнительная переменная $e(t)$, описывающая снижение стоимости компании при условии нулевых инвестиций.

Модели (10)–(12) отличаются от модели (4) Дж. Кохрейна [35], а также от метода обобщенных моментов Л. Хансена и Т. Саржента [34] тем, что в нем стохастические ставки дисконтирования не связаны с межвременными предпочтениями инвестора. Вместо этого они описывают стохастическую ставку дисконтирования, которая зависит:

- во-первых, от стоимости капитала, зависящей от макроэкономических и финансовых рисков;
- во-вторых, от изменения ожидаемой в будущем скорости роста денежных потоков.

При этом оба параметра — стоимость капитала и скорость роста, могут рассматриваться как стохастические переменные, связанные как с систематическими, так и с индивидуальными рисками компании, страны или отрасли. Здесь возможны как минимум два подхода к применению моделей (10) либо (11) [но не (12)]:

1. Если есть основания предположить, что оценка стоимости капитала по его средневзвешенной стоимости $WACC$, рассчитанной стандартными методами (3)³, соответствует доходности, требуемой инвестором, то модели (10) или (11) можно использовать для оценки стохастической средней скорости роста компании, отражающей волатильность стоимости компании.

2. Можно, напротив, предположить, что инвестор может надежно оценить среднюю скорость будущего роста компании, рассчитанную, например, из долгосрочных макроэкономических прогнозов. При этом очевидно, что оценка прошлой скорости роста по статистическим данным может быть интерполирована в будущее только в том случае, если есть основания предполагать сохранение тренда (как, например, с нефтяными компаниями). Тогда из модели (10) либо (11) получается эмпирическая оценка стохастической стоимости капитала с учетом

тех рисков, которые не были учтены при анализе ожидаемых денежных потоков и скорости их роста.

Заметим, что во втором случае получается обоснованная эмпирическая оценка ставки дисконтирования, применимая к инвестиционным проектам компании, которая дает альтернативную оценку $WACC$, предпочтительную по сравнению с обычно применяемыми методами на основе CAPM и MM.

Модель (12) может применяться с теми же двумя целями при условии, что можно надежно оценить скорость «сворачивания» деятельности компании при нулевых инвестициях. Эта модель предназначена для компаний, у которых свободный денежный поток незначителен (либо даже отрицателен) из-за высоких инвестиций в развитие — например, компаний, находящихся в стадии быстрого роста либо осуществляющих значительные инвестиции с целью модернизации бизнеса. Для таких компаний эффекты инвестиций могут проявляться только в отдаленном будущем, но денежный поток по операционной деятельности позволяет надежно оценить стоимость бизнеса.

РЕЗУЛЬТАТЫ ЭМПИРИЧЕСКОГО АНАЛИЗА СТОХАСТИЧЕСКИХ СТАВОК ДИСКОНТИРОВАНИЯ НА ПРИМЕРЕ ОТДЕЛЬНЫХ КОМПАНИЙ

Эмпирическое исследование проводилось на примере нескольких компаний нефтегазового сектора (в том числе BP, Shell, Novatec, Lukoil, Gazprom), поскольку в этом секторе компании обычно имеют умеренные темпы роста (близкие к нулю) и зависимость изменений стоимости компании от тренда не вносит значительных возмущений в результаты. В дальнейшем к ним было добавлено несколько компаний несырьевого сектора с противоположными свойствами в отношении систематических рисков (в том числе Coca-Cola, Sony, Apple, Nike). В табл. 1 приведены выборочные результаты исследования независимости относительных изменений стоимости компаний нефтегазового сектора от изменения денежных потоков и $WACC$. При этом использовался анализ изменения относительно роста этих показателей к предыдущему значению, суть которого можно проиллюстрировать выражением⁴

³ Обычно при этом инвестиционные компании применяют различные поправки к классическим теориям CAPM и MM — см. [4–6, 19].

⁴ Панельный анализ изменения абсолютных значений часто приводит к ложным регрессиям из-за их нестационарности. Однако относительное изменение в процентах роста, как правило, имеет характер TS.

Таблица 1 / Table 1

Независимость изменения стоимости нефтяных компаний и компании Coca-Cola от денежных потоков и WACC / Independent changes in the value of oil companies and Coca-Cola from cash flow and WACC

Company	FCF (p-val.)	CFO (p-val.)	WACC (p-val.)	R ²	F-stat (p-val.)	MCAP (p-val.)	R ² for the Mcap
BP	0.64	0.6	0.78	0.01	0.89	10E-57	0.97
Shell	0.35	0.38	0.5	0.13	0.07	-331.57	0.94
Coca-cola	0.61	0.65	0.95	0.01	0.97	0.98	1.6E-05
Rosneft	0.63	0.32	0.14	0.07	0,4	2.6E-27	0.94
Lukoil	0.31	0.71	0,4	0.02	0.68	5.1E-45	0.96
Gazprom	0.85	0.24	0.38	0.07	0.23	2.62E-27	0.94

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

$$d \ln(x) = \frac{dx}{x} = \frac{\Delta x}{x}.$$

Из табл. 1 видно, что локальные изменения денежных потоков и WACC не оказывают влияния на изменения стоимости нефтяных компаний и компании Кока-Кола. Таким образом, можно сделать два вывода:

1. Для многих компаний относительные изменения WACC не являются надежным измерителем изменения рисков. Это утверждение верно, по крайней мере, для приведенной выборки, но предположительно — для значительного числа компаний.

Именно по этой причине метод стохастических ставок дисконтирования имеет несомненное преимущество по сравнению с традиционными методами оценки WACC. К тому же, на практике эти методы почти всегда включают субъективные добавки на страновой риск, риск ликвидности и другие индивидуальные риски (которые не соответствуют классической теории CAPM).

Следует отметить, что для некоторых исследованных компаний, не включенных в табл. 1 (например, Apple), значимость зависимости (p-val.) находится в пределах допустимых значений (менее 0,05). Однако коэффициент R^2 , характеризующий долю объясненной дисперсии, во всех случаях слишком низок для того, чтобы можно было говорить о существенной зависимости (его значение, как правило, не превышает 0,15).

2. Локальные изменения скорости роста денежных потоков также не влияют на изменения скорости роста стоимости компаний.

Это не относится к изменению тренда роста денежных потоков, которые в моделях (10)–(12) отражаются в стохастических ставках дисконтирования. При этом модели (10)–(12) опираются не на фактические текущие значения денежных потоков, а на их ожидаемые значения, полученные по историческим данным, после сглаживания эффектов колебаний.

В табл. 2 приведены результаты исследования WACC для компании BP.

Из табл. 2 видно, что для компании BP реальные ставки дисконтирования значительно ниже WACC. Например, при расчете по модели (12) по чистому денежному потоку плюс проценты (без инвестиций) величина WACC выше предполагаемой стохастической ставки дисконтирования на 7,6%.

Такое отличие невозможно объяснить ожидаемой скоростью роста компании, которая для BP (равно как и для большинства других крупных нефтяных компаний) близка к нулю. По-видимому, использование WACC в качестве приближения к стоимости капитала для таких компаний, как BP необоснованно. Можно сделать вывод, что для BP (как и для других исследованных нефтяных компаний) WACC не отражает стоимость капитала и следует использовать стохастическую стоимость капитала, получаемую из (11) при заданной средней скорости роста денежных потоков. В отношении

Таблица 2 / Table 2

Сравнение значений WACC и стохастических ставок дисконтирования по моделям (11) и (12) для компании BP / Comparison of WACC values and stochastic discount rates by models (11) and (12) for BP company

	WACC	CFO mln \$	FCF mln \$	Rcfo	Rfcf	EV mln \$	Mcap mln \$
Median	0.088	539	135	0.012	0.003	144000	111000
St. Var.	0.19	1.84	0.46	0.21	0.21	0.27	0.38

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

других секторов экономики (например, IT) такого вывода однозначно сделать нельзя.

Возможный вывод — для нефтяных компаний стоимость капитала завышается из-за завышенных значений стоимости собственного капитала по модели CAPM. Главная проблема, по-видимому, в том, что историческая оценка бета не дает адекватного приближения для макроэкономических рисков.

Аналогичное предположение можно сделать и для компаний несырьевых секторов — модель CAPM дает завышенную стоимость собственного капитала, однако причины этого эффекта — отдельный вопрос, требующий анализа, не входящего в задачи настоящего исследования.

Кроме того, для этих компаний использование свободного денежного потока дает искаженные результаты из-за того, что в него включаются инвестиции, которые имеют высокую волатильность и носят дискреционный характер. Таким образом, для BP (как и для большинства других исследованных нефтяных компаний, за исключением «Новатэк») предпочтительно рассматривать не свободный денежный поток на фирму, а чистый денежный поток по операционной деятельности плюс проценты и использовать модель (12).

Еще в большей степени этот выбор предпочтителен для таких быстрорастущих компаний, как, например, Apple и Facebook. Для быстрорастущих компаний свободный денежный поток на фирму обычно не подходит в качестве фактора для анализа стоимости потому, что он, как правило, очень низок из-за высоких инвестиций и почти никогда не отражает темпы роста компании. Более того, довольно часто в этих случаях наблюдается отрицательный свободный денежный поток на фирму.

Тем не менее есть и исключения из этого правила — такие компании как «Новатек» и Кока-Кола

имеют стабильные инвестиции в отношении к денежному потоку, для них свободный денежный поток и чистый денежный поток по операционной деятельности тесно связаны и можно рассматривать любую из моделей (10), (11) или (12). Тем не менее даже в этих случаях в качестве базового денежного потока в большей степени подходит денежный поток по операционной деятельности плюс проценты и модель (12).

Для других исследованных компаний нефтегазового сектора использование WACC, рассчитанной в соответствии с теориями MM и CAPM (или CCAPM), в качестве ставки дисконтирования денежных потоков также обычно дает предполагаемую скорость роста, завышенную по сравнению с эмпирическими данными. В то же время этот эффект завышения различается для разных компаний. Например, для компаний Sony и Shell этот эффект уже не так очевиден (табл. 3), если брать ставку дисконтирования для чистого денежного потока по операционной деятельности.

Скорость роста для этих компаний получается порядка 3%, что несколько выше оценочной средней скорости их роста по фактическим данным. Можно также применить другой подход — рассчитывать ожидаемую скорость роста по эмпирическим данным либо даже предполагать ее постоянной. В этом случае в качестве стохастической переменной можно рассматривать только стоимость капитала.

Фактически в соответствии с (2) инвестиции оказывают влияние на скорость роста денежных потоков, а значит, в модели (6) они автоматически учитываются в стохастической ставке дисконтирования.

В результате получается следующий метод анализа стоимости компании по дисконтированным денежным потокам.

Таблица 3 / Table 3

Математическое ожидание и дисперсия WACC и стохастических ставок дисконтирования по моделям (11) и (12) для компаний Sony и Shell в 2000–2016 гг. / Mathematical expectation and variance of WACC and stochastic discount rates by models (11) and (12) for Sony and Shell companies in 2000–2016

Company		WACC	CFO mln \$	FCF mln \$	Rcfo	Rfcf	EV mln \$
Sony	Median	0.084	1252	503	0.05	0.02	30 901
Sony	St. Var.	0.026	1.1	2.8	1.2	3	0.59
Shell	Median	0.085	8000	2880	0.055	0.00002	1200
Shell	St. Var.	0.14	0.4	1.2	0.36	1.4	2.6

Источник / Source: составлено автором на основе квартальных данных системы Bloomberg / compiled by the author based on quarterly data from Bloomberg.

1. В качестве основы выбирается одна из моделей:

- свободный денежный поток на фирму при условии минимальных инвестиций, обеспечивающих нулевой рост, — модель (10);
- чистый денежный поток по операционной деятельности плюс проценты, за вычетом минимальных инвестиций — модель (11);
- чистый денежный поток плюс проценты — модель (12).

Денежные потоки предполагаются стохастическими, с фиксированным, математическим ожиданием в текущий момент и стохастической скоростью роста в будущем (отражается в ставке дисконтирования). По эмпирическим данным определяется средняя скорость роста денежного потока на текущий момент, которая может быть скорректирована в соответствии со сценарным анализом будущих возможностей.

2. На основе моделей (10), (11) или (12) определяются статистические характеристики стохастических ставок дисконтирования. Эти параметры могут быть скорректированы путем формирования выборки, соответствующей ожидаемой стадии делового цикла либо иным методом (например, в соответствии с методами оценки VaR предложенными в Базель-3). Далее полученные ставки дисконтирования применяются для анализа стоимости компании, ее скорости роста либо средневзвешенной стоимости капитала.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В работе предложены три модели (10)–(12) для расчета эмпирическим путем стохастических ставок дисконтирования, применимых для анализа факторов, влияющих на изменения стоимости компаний.

Модель (10) применима для анализа зависимости стоимости компаний от инвестиций и в ней применяется свободный денежный поток при условии нулевого роста.

Модель (11) применима для эмпирического расчета средневзвешенной стоимости капитала при известной средней будущей скорости роста компании, в ней применяется чистый денежный поток по операционной деятельности плюс проценты за вычетом минимальных инвестиций при условии нулевого роста.

Модель (12) применима для анализа стоимости компании по чистому денежному потоку по операционной деятельности плюс проценты. Эта модель применима для компаний с нестабильными инвестициями, для которых трудно надежно оценить свободный денежный поток при условиях нулевого роста. В этой модели требуется оценка отрицательной скорости роста компании (сворачивания ее деятельности) при условии нулевых инвестиций.

Все три приведенные модели предназначены для эмпирической оценки факторов, влияющих на стоимость компании, с целью управления сто-

имостью компании. Эти модели носят альтернативный характер по отношению к традиционным моделям DCF, в которых дисконтируется свободный денежный поток по WACC либо свободный поток на капитал по альтернативным издержкам на собственный капитал.

Показано, что для большинства исследованных компаний локальные изменения скорости роста стоимости компаний (процентные изменения к предыдущему уровню) не объясняются соответствующими изменениями ни в WACC, ни в денежных потоках. Этот факт и результаты Дж. Кохрейна [27] стали исходными предпосылками для построения моделей, осно-

ванных на стохастических ставках дисконтирования (10)–(12).

В моделях (10)–(12) денежные потоки предполагаются растущими с некоторым трендом, а стохастические факторы, влияющие на цену компании, описываются стохастическими факторами дисконтирования.

Другие возможные применения моделей (10)–(12) — анализ инвестиционной стоимости компании, ответ на вопрос о переоцененности (либо недооцененности) компании рынком и оценка предполагаемой (эмпирический) средневзвешенной стоимости капитала, применимой для инвестиционных проектов.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Modigliani F., Miller M. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*. 1958;48(3):261–297.
2. Modigliani F., Miller M. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*. 1963;53(3):433–443.
3. Miller M. The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *The Journal of Economic Perspectives*. 1988;2(4):99–120. DOI: 10.1257/jep.2.4.99
4. Дамодаран А. Стратегический риск-менеджмент. Принципы и методики. Пер. с англ. М.: Вильямс; 2010. 496 с.
Damodaran A. Strategic risk taking: A framework for risk management. Transl. from Eng. Moscow: Williams; 2010. 496 p. (In Russ.).
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс; 2008. 1342 с.
Damodaran A. Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. Transl. from Eng. Moscow: Alpina Business Books; 2008. 1342 p. (In Russ.).
6. Brealey R., Myers S., Allen F. Principles of corporate finance. 10th ed. New York: McGraw-Hill Book Co.; 2010. 875 p.
7. Stieglitz J.E. A re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *The American Economic Review*. 1969;59(5):784–793.
8. Merton R.C. On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*. 1974;29(2):449–470. DOI: 10.2307/2978814
9. Myers S.C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*. 1984;39(3):574–592. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x
10. Myers S.C. Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*. 2001;15(2):81–102. DOI: 10.1257/jep.15.2.81
11. Donaldson G. Strategy for financial mobility. Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University; 1969. 350 p.
12. Strebulaev I. Do tests of capital structure theory mean what they say? *The Journal of Finance*. 2007;62(4):1747–1787. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01256.x
13. Bhamra H., Kuehn L.-A., Strebulaev I. The aggregate dynamics of capital structure and macroeconomic risk. *The Review of Financial Studies*. 2010;23(12):4187–4241. DOI: 10.1093/rfs/hhq075
14. Davydenko S.A., Strebulaev I.A., Zhao X. A market-based study of the cost of default. *The Review of Financial Studies*. 2012;25(10):2959–2999. DOI: 10.1093/rfs/hhs091
15. Fama E., French K. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*. 2002;15(1):1–33. DOI: 10.1093/rfs/15.1.1
16. Brusov P., Filatova T., Orekhova N., Brusova N. Weighted average cost of capital in the theory of the Modigliani-Miller, modified for a finite lifetime company. *Applied Financial Economics*. 2011;21(11):815–824. DOI: 10.1080/09603107.2010.537635

17. Zhukov P. Default risk and its effect for a bond required yield and volatility. *Review of Business and Economic Studies*. 2014;2(4):87–98.
18. Zhukov P. The impact of financial risk and volatility to the cost of debt, and the average cost of capital. *Journal of Reviews on Global Economics*. 2018;7:865–871.
19. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation: Measuring and managing the value of companies. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2010. 836 p.
20. Fama E.F., French K.R. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*. 1992;47(2):427–465. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1992.tb04398.x
21. Fama E.F., French K.R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*. 1993;33(1):3–56. DOI: 10.1016/0304–405X(93)90023–5
22. Fama E.F., French K.R. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*. 1996;51(1):55–84. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1996.tb05202.x
23. Fama E.F., French K.R. Value versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance*. 1998;53(6):1975–1999. DOI: 10.1111/0022–1082.00080
24. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel: Bank for International Settlements; 2010. 77 p. URL: <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>
25. Zhukov P. The impact of cash flows and weighted average cost of capital to enterprise value in the oil and gas sector. *Journal of Reviews on Global Economics*. 2018;7:138–145.
26. Thaler R.H. Misbehaving: The making of behavioral economics. New York: W.W. Norton & Co.; 2015. 415 p.
27. Cochrane J. H. Presidential address: Discount rates. *The Journal of Finance*. 2011;66(4):1047–1108. DOI: 10.1111/j.1540–6261.2011.01671.x
28. Abhakorn P., Smith P., Wickens M. Can stochastic discount factor models explain the cross-section of equity returns? *Review of Financial Economics*. 2016;28:56–68. DOI: 10.1016/j.rfe.2016.01.001
29. Bakshi G., Carr P., Wu L. Stochastic risk premiums, stochastic skewness in currency options, and stochastic discount factors in international economies. *Journal of Financial Economics*. 2008;87(1):132–156. DOI: 10.1016/j.jfineco.2006.12.001
30. Chabi-Yo F. Explaining the idiosyncratic volatility puzzle using Stochastic Discount Factors. *Journal of Banking & Finance*. 2011;35(8):1971–1983. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.01.002
31. Giampietro M., Guidolin M., Pedio M. Estimating stochastic discount factor models with hidden regimes: Applications to commodity pricing. *European Journal of Operational Research*. 2018;265(2):685–702. DOI: 10.1016/j.ejor.2017.07.045
32. Piccotti L. Financial contagion risk and the stochastic discount factor. *Journal of Banking and Finance*. 2017;77:230–248. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2017.01.012
33. Wang H. Robust asset pricing with stochastic hyperbolic discounting. *Finance Research Letters*. 2017;21:178–185. DOI: 10.1016/j.frl.2017.01.005
34. Hansen L., Sargent T. Robustness. Princeton, NJ: Princeton Univ. Press; 2016, 464 p.
35. Cochrane J. Asset pricing. Princeton, NJ: Princeton Univ. Press; 2005. 568 p.
36. Tirole J. The theory of corporate finance. Princeton, NJ: Princeton Univ. Press; 2006. 656 p.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Павел Евгеньевич Жуков — кандидат экономических наук, доцент Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

Pavel E. Zhukov — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of Corporate Finance and Corporate Management, Financial University, Moscow, Russia
paul-joukov@yandex.ru

Статья поступила 04.02.2019; принята к публикации 13.05.2019.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was received on 04.02.2019; accepted for publication on 13.05.2019.

The author read and approved the final version of the manuscript.

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-49-63

УДК 338.47:656.2.071(045)

JEL G39, L92, M49

Финансово-экономические результаты работы российских железных дорог в условиях реформирования

Д.А. Мачерет^а, Н.А. Валеев^б

Российский университет транспорта (МИИТ), Москва, Россия

^а <http://orcid.org/0000-0002-1322-3030>; ^б <http://orcid.org/0000-0003-0594-7538>

АННОТАЦИЯ

Эффективность деятельности компаний реального сектора экономики имеет высокую значимость для экономического развития страны. Открытое акционерное общество «Российские железные дороги» (ОАО «РЖД») занимает особое место в экономике России, поскольку выполняет 45% общего грузооборота и более 25% пассажирооборота в стране. Цель статьи – выявление тенденций изменения ключевых финансово-экономических показателей работы российских железных дорог в условиях структурной реформы отрасли. Поставлена задача выработать методологию долгосрочного управления финансово-экономической эффективностью железных дорог, а также рекомендации по обеспечению ее устойчивого роста. Авторы проанализировали финансово-экономические результаты деятельности ОАО «РЖД» на протяжении 15 лет. В исследовании использованы методы: анализа динамических рядов, логико-аналитический, а также бенчмаркинг – сопоставительный анализ на основе эталонных показателей. Показано, что при невысокой, но положительной рентабельности финансово-экономическое положение компании может быть улучшено. Авторами рассмотрена динамика коэффициента эксплуатационных издержек, величина которого в ОАО «РЖД» имеет чрезмерно высокий уровень. Для выявления направлений достижения оптимального уровня коэффициента эксплуатационных издержек проведен анализ финансово-экономических показателей железнодорожных компаний США. Вскрыты факторы, способствующие планомерному улучшению значений коэффициента эксплуатационных издержек. Среди них: расширение рыночных возможностей ОАО «РЖД» и их умелое использование на основе гибкой адаптации к рыночной конъюнктуре и изменяющимся запросам клиентов; привлечение частных и частно-государственных инвестиций. На основании проведенного анализа разработаны предложения, способствующие улучшению финансово-экономических показателей ОАО «РЖД». А именно: организовать мониторинг коэффициента эксплуатационных издержек; приступить к разработке сценарной программы повышения долгосрочной конкурентоспособности и эффективности холдинга «РЖД» на период 2025–2035 гг. Материалы статьи имеют практическую значимость и могут быть использованы органами государственной власти, транспортными компаниями, а также в учебном процессе.

Ключевые слова: железнодорожный транспорт; экономическое и социальное развитие; финансово-экономическая устойчивость; долгосрочная динамика рентабельности; инвестиции в транспортную инфраструктуру; макроэкономические тренды; коэффициент эксплуатационных издержек; государственная экономическая политика; структурная реформа на железнодорожном транспорте

Для цитирования: Мачерет Д.А., Валеев Н.А. Финансово-экономические результаты работы российских железных дорог в условиях реформирования. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):49-63. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-49-63

ORIGINAL PAPER

Financial and Economic Performance of the Russian Railways in the Context of Reform

D.A. Macheret^a, N.A. Valeev^b

Russian University of Transport, Moscow, Russia

^a <http://orcid.org/0000-0002-1322-3030>; ^b <http://orcid.org/0000-0003-0594-7538>

ABSTRACT

The performance of companies in the real sector of the economy is highly relevant for the economic development of the country. The Joint Stock Company “Russian Railways” (the JSCo “RZD”) occupies a special place in the Russian economy, since it does 45% of the total cargo turnover and more than 25% of passenger traffic in the country. The aim

of the article is to identify trends in key financial and economic indicators of the Russian railways in the context of the structural reform of the industry. The objective of the study is to develop a methodology for the long-term management of the financial and economic performance of the railways, as well as recommendations for its sustainable growth. The authors analyzed the financial and economic performance of the JSCo "RZD" for 15 years. They used the analysis of time series, logical and analytical method, as well as benchmarking – comparative analysis based on reference indicators. It is shown that with a low but positive profitability, the company's financial and economic situation can be improved. The authors reviewed the dynamics of the operating costs ratio, whose value has an excessively high level in the JSCo "RZD". To identify ways to achieve the optimum level of operating costs ratio, an analysis of financial and economic indicators of the US railway companies was conducted. The factors contributing to the systematic improvement of the operating costs ratio were revealed. Among them are: increase in the JSCo "RZD" market opportunities and their competent use based on flexible adaptation to market conditions and changing customer needs; attraction of private and private-state investments. On this basis, the following actions are proposed for improving the financial and economic indicators of the JSCo "RZD": monitoring of the operating costs ratio; developing a scenario program to improve the long-term competitiveness and effectiveness of the Russian Railways for the period of 2025–2035. The materials of the article are of practical importance and can be used by public authorities, transport companies, as well as for the educational purposes.

Keywords: railway transport; economic and social development; financial and economic sustainability; long-term dynamics of profitability; investment in transport infrastructure; macroeconomic trends; operating costs ratio; state economic policy; structural reform in railway

For citation: Macheret D.A., Valeev N.A. Financial and economic performance of the Russian railways in the context of reform. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(3):49–63. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-49-63

ВВЕДЕНИЕ

Железнодорожный транспорт, выполняющий более 45% грузооборота и свыше 25% пассажирооборота транспортной системы Российской Федерации, имеет ключевое значение для ее экономического и социального развития. Примечательно, что коэффициент корреляции «между объемами и динамикой погрузки на железнодорожном транспорте Российской Федерации и показателями промышленного производства в стране» за долгосрочный период близок к единице [1, с. 66]. Как показано в исследовании [2, с. 133], «темпы прироста погрузки на железнодорожном транспорте не только адекватно, но зачастую более ... точно, чем традиционные макроэкономические показатели, отражают изменения экономической ситуации в стране».

С учетом столь заметной социально-экономической роли железных дорог в России, значение финансово-экономической устойчивости и эффективности их деятельности выходит за рамки транспортной отрасли, приобретая макроэкономический характер. Так, в соответствии с утвержденным правительством Комплексным планом модернизации и расширения магистральной инфраструктуры на период до 2024 г.,¹ реализация

ряда значимых для экономики страны проектов напрямую связывается с финансовыми возможностями ОАО «РЖД». А ведь инвестиции в развитие транспортной инфраструктуры справедливо рассматриваются как «вложения в долгосрочный экономический рост» [3, с. 14]. Они крайне важны для того, чтобы переломить складывающиеся негативные макроэкономические тренды [4]. Инвестиции в транспортную инфраструктуру, основанные не только на использовании бюджетных источников, но и на финансовых возможностях самой отрасли, являются важным инструментом реализации задач государственной экономической политики по ускорению роста и повышению эффективности российской экономики [5]. При этом «крайне важную роль ... будут играть ... инфраструктурные проекты, повышающие связанность экономического пространства страны, снижающие издержки производителей и сокращающие экономическое расстояние, особенно в восточных и северных частях страны» [6, с. 9]. Важнейшие проекты развития железнодорожной сети, такие как модернизация БАМа и Транссиба, финансируются при участии ОАО «РЖД»². Поэтому финансово-экономические результаты работы российских железных дорог представляют интерес с позиций не только корпоративного или

¹ Распоряжение Правительства РФ от 30.09.2018 № 2101-р «Об утверждении Комплексного плана модернизации и расширения магистральной инфраструктуры на период до 2024 года». URL: <http://government.ru/docs/34297/> (дата обращения: 13.05.2019).

² Долгосрочная программа развития ОАО «РЖД» до 2025 года. (Утверждена распоряжением Правительства РФ от 19.03.2019 № 466-П). URL: <http://government.ru/docs/36094/> (дата обращения: 13.05.2019).

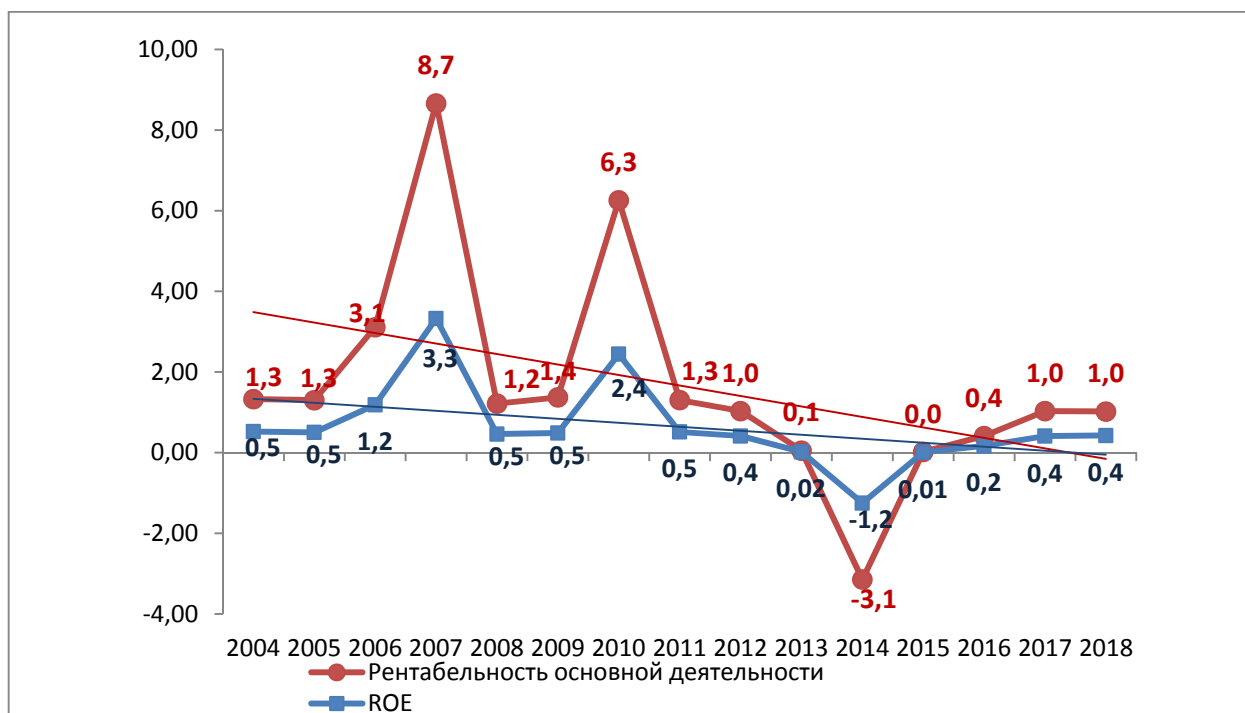


Рис. 1 / Fig. 1. Долгосрочная динамика рентабельности ОАО «РЖД», % / Long-term dynamics of profitability of the JSCo «RZD», %

Источник / Source: рассчитано авторами на основании данных ОАО «РЖД». URL: <http://www.rzd.ru> (дата обращения: 25.03.2019) / calculated by the authors based on the data from the JSCo «RZD». URL: <http://www.rzd.ru> (accessed on 25.03.2019).

отраслевого анализа, но и с макроэкономических, общественных, государственных позиций. При долгосрочном анализе этих результатов необходимо учитывать контекст проведенной на железнодорожном транспорте структурной реформы.

Цель исследования — выявление тенденций изменения ключевых финансово-экономических показателей работы российских железных дорог в условиях структурного реформирования отрасли, сравнение их с финансово-экономическими результатами железных дорог США, достигнутыми в условиях реформирования, и выработка методологии долгосрочного управления финансово-экономической эффективностью железных дорог с конкретными рекомендациями по обеспечению устойчивого роста эффективности ОАО «РЖД».

АНАЛИЗ ДИНАМИКИ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ОАО «РЖД»

В соответствии с Программой структурной реформы на железнодорожном транспорте одна из целей реформы состояла в снижении «совокупных народно-хозяйственных затрат на перевозки грузов железнодорожным транспортом» [7, с. 9]. Это подразумевает реализацию мер по экономии эксплуатационных затрат отрасли. Кроме того, среди задач реформы было выделе-

но «повышение инвестиционной привлекательности системы железнодорожного транспорта» [7, с. 10]. Это требует роста доходности и рентабельности отрасли.

Начальным моментом исследования стал анализ долгосрочного изменения рентабельности капитала и основной деятельности системообразующей компании железнодорожного транспорта — ОАО «РЖД» — за годы реформирования отрасли и в пореформенный период (рис. 1).

Как видно из представленных графиков, уровень рентабельности ОАО «РЖД» невысок. Отдельные «всплески» объясняются, в значительной степени, чисто финансовыми факторами, имевшими место в конкретный период времени. Так, резкий рост рентабельности в 2007 г. был связан в первую очередь с превышением согласованной учредителями денежной оценки вклада в уставный капитал над балансовой стоимостью передаваемого имущества (финансовый результат: + 66,8 млрд руб.), а также с финансированием, полученным из бюджета (финансовый результат: +12,8 млрд руб.).

Существенное увеличение рентабельности в 2010 г. объясняется не только более быстрым ростом доходов от перевозок (+12,8%) по сравнению с эксплуатационными расходами (+7,9%) в усло-

виях посткризисного оживления спроса на перевозки, но и продажей основных средств и иных активов (финансовый результат: +14,7 млрд руб.). Стоит отметить, что хотя в 2010 г. по сравнению с 2009 г. целевое финансирование, полученное из бюджета и внебюджетных фондов, сократилось на 24,6 млрд руб., в целом прибыль в части разницы прочих доходов и расходов выросла на 5,7 млрд руб. к уровню 2009 г.

С другой стороны, отрицательная рентабельность, имевшая место в 2014 г., также во многом связана с чисто финансовыми факторами, наложившимися на ускоренный рост эксплуатационных расходов по сравнению с доходами. Валовая прибыль от перевозочной деятельности уменьшилась в тот год незначительно — на 4,3 млрд руб., а основной отрицательный результат был получен за счет курсовых разниц от изменившейся стоимости активов и обязательств, подлежащих оплате в иностранной валюте (финансовый результат: –142,5 млрд руб.).

Таким образом, в условиях в целом низкой рентабельности ОАО «РЖД» влияние краткосрочных финансовых факторов на ее уровень оказывается очень существенным. На уровень прибыли и рентабельности существенно влияют оценка стоимости основных средств, доля которых в имуществе транспортных компаний составляет около 80% [8] и применяемые стандарты бухгалтерского учета [9]. Это не позволяет на основании данного, безусловно, ключевого показателя эффективности текущей деятельности любой компании в полной мере достоверно оценивать финансово-экономические результаты и устойчивость работы российских железных дорог. Соответственно, нисходящие долгосрочные тренды рентабельности, обусловленные «всплесками» 2007 и 2010 гг. и столь же локальным «провалом» 2014 г., также нельзя априори считать достаточными для значимых, объективных выводов.

АНАЛИЗ КОЭФФИЦИЕНТА ЭКСПЛУАТАЦИОННЫХ ИЗДЕРЖЕК ОАО «РЖД»

В условиях, когда актуальным признается совершенствование показателей финансовой отчетности компаний [10], целесообразно рассмотреть и иные показатели, такие как коэффициент эксплуатационных издержек. Этот показатель определяется как отношение эксплуатационных расходов железной дороги (железнодорожной компании) к величине доходов от перевозок, т. е. характеризует долю

доходов от перевозок, которая направляется на обеспечение эксплуатационной (текущей) деятельности. Преимущество этого показателя состоит в том, что он позволяет оценить именно экономическую эффективность текущей деятельности железных дорог, элиминировав влияние чисто финансовых факторов, таких как курсовые разницы, разница между денежной оценкой вклада и стоимостью передаваемого имущества, создание и восстановление резервов.

Безусловно, целевым результатом деятельности любой акционерной компании является увеличение чистой прибыли. Это относится и к ОАО «РЖД» (при всей его специфике, связанной со 100%-ной собственностью государства на акции, системообразующей ролью в экономике и высокой корпоративной социальной ответственностью), и тем более к частным железнодорожным компаниям. Соответственно, индикатором эффективности деятельности, нацеленной на получение чистой прибыли, является рентабельность. Ведь важна не «масса» прибыли сама по себе, а ее соотношение с задействованным капиталом и текущими затратами (или доходами). Но рост прибыли и рентабельности железных дорог в долгосрочной перспективе, с учетом высокой фондоемкости, трудоемкости и ремонтоемкости отрасли, может быть устойчивым только в том случае, если опирается на оптимизацию эксплуатационных издержек и рост доходов от перевозок. Следует отметить, что под оптимизацией расходов в экономике железнодорожного транспорта понимается не достижение их математического минимума, а приведение издержек «в соответствие:

- с объемами перевозок и доходами от них;
- с требованиями безопасности движения;
- с созданием технических условий для работы на перспективу» [11, с. 87].

Поэтому оценку и анализ рентабельности целесообразно дополнять оценкой и анализом коэффициента эксплуатационных издержек, долгосрочная динамика которого показывает, создаются ли базовые экономические условия для обеспечения устойчивого и высокого уровня финансовой эффективности (рентабельности) или, наоборот, появляется угроза возникновения финансовой неустойчивости и даже убыточности компании в будущем.

Не случайно коэффициент эксплуатационных издержек, называвшийся в прошлом «коэффициент эксплуатации», в первое столетие существова-

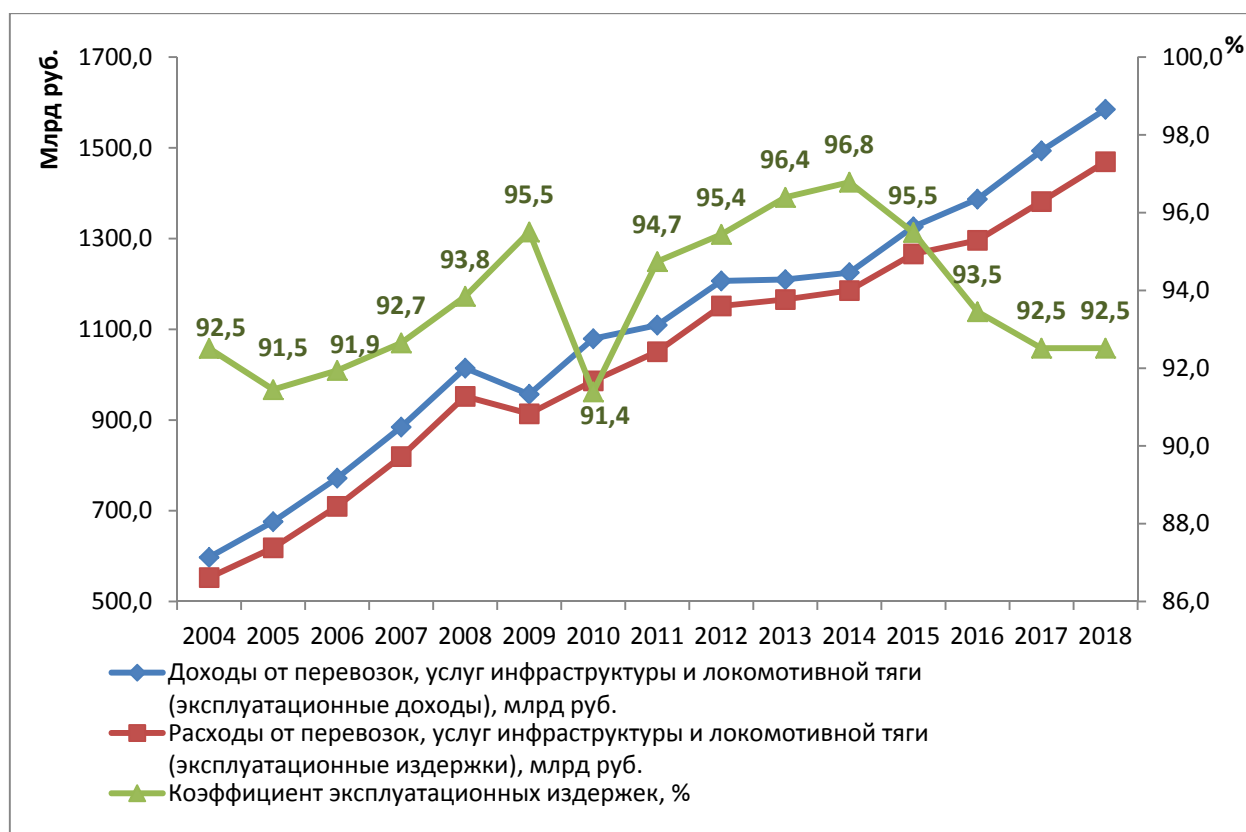


Рис. 2 / Fig. 2. Долгосрочная динамика коэффициента эксплуатационных издержек ОАО «РЖД» и влияющих на него показателей, % / Long-term dynamics of the JSCo "RZD" operating costs ratio and the indicators affecting it, %

Источник / Source: рассчитано авторами на основании данных ОАО «РЖД». URL: <http://www.rzd.ru> (дата обращения: 25.03.2019) / calculated by the authors based on the data from the JSCo "RZD". URL: <http://www.rzd.ru> (accessed on 25.03.2019).

ния железнодорожного транспорта рассматривался в числе ключевых показателей, характеризующих «значение железных дорог в финансовой части народного хозяйства» [12, с. 249].

Во второй половине прошлого века один из виднейших отечественных экономистов, занимавшийся проблемами железнодорожного транспорта, академик Т.С. Хачатуров использовал этот коэффициент для сравнения долгосрочных изменений эффективности деятельности железных дорог наиболее развитых стран мира [13, с. 52].

Коэффициент эксплуатационных издержек используется в управленческой и аналитической деятельности в североамериканской железнодорожной отрасли. В настоящее время внимание к этому показателю возрождается и в нашей стране, и его долгосрочная динамика представляет несомненный интерес для оценки эффективности деятельности российских железных дорог в условиях реформирования (рис. 2).

Следует отметить, что во внетранспортной сфере используются схожие показатели: отноше-

ние операционных расходов к валовым доходам (cost income ratio) [14] и коэффициент затратоемкости компании (share of expenses in revenue) [15].

Для того чтобы повысить ценность данного показателя в управлении деятельностью железнодорожного транспорта, целесообразно использовать шкалу его зональных значений, обоснованную на результатах анализа работы крупных железнодорожных компаний [16] и содержащую качественные характеристики для каждого диапазона значений коэффициента эксплуатационных издержек (см. таблицу). При этом существующий уровень коэффициента эксплуатационных издержек является основой рекомендаций по принятию управленческих решений, результатом реализации которых, в свою очередь, должно стать достижение его целевого уровня. Таким образом, благодаря классификации зональных значений коэффициента эксплуатационных издержек он становится не просто одним из оценочных показателей [14, 15], а ключевым управленческим критерием, индикатором, с одной

Шкала зональных значений коэффициента эксплуатационных издержек и рекомендуемые управленческие решения / Scale of the zonal values of the operating costs ratio and recommended management decisions

Диапазон значений коэффициента эксплуатационных издержек, %	Качественная характеристика	Рекомендуемые управленческие решения
Свыше 100	Неприемлемый уровень	Разработка и реализация оперативной программы антикризисных мер, обеспечивающей снижение эксплуатационных издержек до уровня менее 100%
От 90 до 100	Чрезмерно высокий уровень	Разработка и реализация среднесрочной программы роста эффективности, обеспечивающей снижение коэффициента эксплуатационных издержек до приемлемого уровня на основе повышения экономичности всех технологических процессов, роста производительности и маркетинговых мер, направленных на рост доходности
От 80 до 90	Приемлемый уровень	Разработка и реализация долгосрочной программы повышения стратегической конкурентоспособности и эффективности, обеспечивающей снижение коэффициента эксплуатационных издержек до оптимального уровня на основе инвестиций в инновационные проекты
От 70 до 80	Оптимальный уровень	Разработка и реализация долгосрочной программы устойчивого сбалансированного развития, обеспечивающей сохранение и укрепление рыночных позиций и опережающий рост доходов по сравнению с эксплуатационными издержками, с постепенным снижением коэффициента эксплуатационных издержек
Менее 70	Экстраоптимальный уровень	Оценка соответствия уровня эксплуатационных издержек требованиям устойчивой, технологически и экономически безопасной деятельности и разработка мер по обеспечению устойчивого рыночного позиционирования с выходом в новые сегменты и поддержанием высокого уровня эффективности

Источник / Source: составлено авторами на основании исследования Н.А. Валеева [16] / compiled by the authors on the basis of the study by N.A. Valeev [16].

стороны, рода программных решений, которые должны быть выработаны, а с другой — системным результатом их реализации. Использование методологии производственно-экономического управления, основанного на таком индикаторе, позволяет реализовать долгосрочный поэтапный рост эффективности деятельности железных дорог с обеспечением их технологической и финансово-экономической устойчивости. Это особенно важно для нашей страны, в которой железнодорожный транспорт является основой

транспортной системы и ключевой отраслью экономики.

С учетом изложенного представляет интерес анализ динамики коэффициента эксплуатационных издержек ОАО «РЖД» в долгосрочной ретроспективе, охватывающей становление и развитие компании в условиях реализации структурной реформы отрасли.

В первые годы функционирования ОАО «РЖД» коэффициент эксплуатационных издержек снижался. Одним из ключевых факторов, сделавших

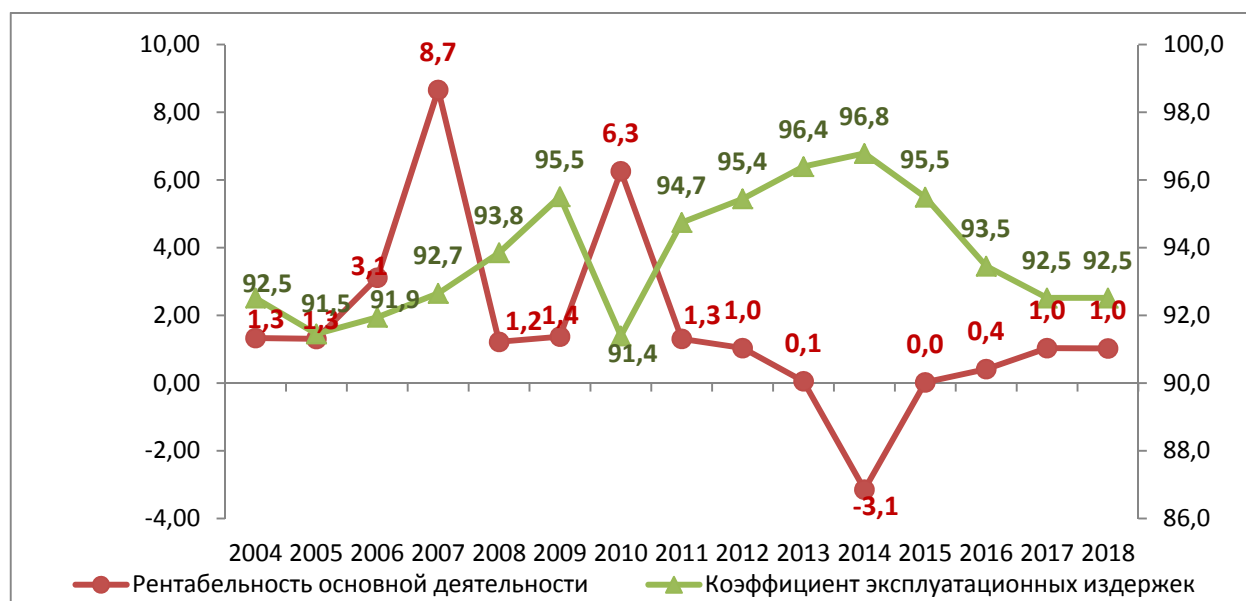


Рис. 3 / Fig. 3. Долгосрочная динамика рентабельности основной деятельности и коэффициента эксплуатационных издержек ОАО «РЖД», % / Long-term dynamics of the profitability of the JSCo "RZD" main activity and its operating costs ratio, %

Источник / Source: рассчитано авторами на основании данных ОАО «РЖД». URL: <http://www.rzd.ru> (дата обращения: 25.03.2019) / calculated by the authors based on the data from the JSCo "RZD". URL: <http://www.rzd.ru> (accessed on 25.03.2019).

это возможным, было сознательное существенное повышение эксплуатационных расходов железнодорожного транспорта в 2002 г., в преддверии создания ОАО «РЖД». В тот год эксплуатационные расходы отрасли были увеличены более чем на 42% при росте приведенной работы железных дорог менее 4%. Основными факторами роста эксплуатационных расходов стали повышение заработной платы более чем на 43%, увеличение объемов капитального ремонта основных фондов, а также их переоценка и уточнение норм амортизационных отчислений, что привело к росту общей величины этих отчислений на 42% [17].

Сформированная «расходная база» учитывалась в рамках тарифного регулирования, так что перед осуществлением главного мероприятия первого этапа структурной реформы отрасли — создания ОАО «РЖД», произошедшего 1 октября 2003 г., был сформирован определенный «запас прочности» в финансово-экономическом отношении. Это было оправданно с позиций не только необходимости обеспечения социальной стабильности и технологической устойчивости в отрасли в период коренных структурных преобразований, но и в контексте макроэкономических условий динамичного восстановительного роста экономики и повышения уровня жизни в стране.

Созданная «расходная база» позволила в первые годы деятельности ОАО «РЖД» не только не

наращивать, но даже снижать коэффициент эксплуатационных издержек за счет замедленного роста эксплуатационных расходов по сравнению с доходами от перевозок.

Однако начиная уже с докризисного 2007 г. проявилась тенденция роста коэффициента эксплуатационных издержек ОАО «РЖД». Это свидетельствовало о снижении экономической эффективности компании. Естественно, что глобальный кризис 2008–2009 гг. (отразившийся на деятельности российских железных дорог в основном в 2009 г.) эту тенденцию усугубил. При этом следует отметить, что в 2009 г. в ОАО «РЖД» были приняты широкомасштабные системные меры по сокращению эксплуатационных затрат. Их удалось снизить более чем на 38 млрд руб., компенсировав тем самым большую часть снижения доходов от перевозок, превысившего 57 млрд руб. [16]. Благодаря этому стало возможным ограничить рост коэффициента эксплуатационных издержек и сохранить рентабельность работы компании «РЖД».

В следующем, 2010 г., в условиях оживления спроса на перевозки доходы ОАО «РЖД» выросли в большей степени, чем эксплуатационные расходы. В результате коэффициент эксплуатационных издержек снизился до минимума за весь рассматриваемый период. При этом рентабельность достигла локального максимума.

Однако в последующие годы сформировавшаяся еще до кризиса тенденция роста коэффициента эксплуатационных издержек восстановилась, а рентабельность вернулась к крайне низкому, порядка 1%, уровню, и продолжила снижаться, вплоть до ухода в зону отрицательных значений в 2014 г. (рис. 3).

Среди долгосрочных факторов, повышавших долю доходов ОАО «РЖД», направляемых на эксплуатационные нужды, следует выделить два.

Первый фактор — это **ценовой диспаритет** — отставание индексации регулируемых государством железнодорожных тарифов от роста рыночных цен на потребляемые железнодорожным транспортом ресурсы. «Только за десятилетие деятельности ОАО „РЖД“ отставание индексации грузовых тарифов от роста цен в промышленности составило около 16%, а ... по отношению к отраслям, являющимся основными клиентами или поставщиками ресурсов железнодорожного транспорта, эти различия ... еще выше» [18, с. 4]. В результате ценового диспаритета рост доходности железнодорожных перевозок отстает от «ценового давления» на эксплуатационные расходы компании со стороны поставщиков ресурсов, включая и наемных работников, заработная плата которых регулярно индексируется, исходя из роста потребительских цен. Особенно остро ценовой диспаритет проявился в 2014 г., когда железнодорожные тарифы на грузовые перевозки были «заморожены» (индексация не проводилась), в то время как рост цен в промышленности и на потребительском рынке (к чему железнодорожный транспорт как трудоемкая отрасль весьма чувствителен), естественно, продолжался. Не удивительно, что коэффициент эксплуатационных издержек в 2014 г. достиг максимума. Это, с учетом добавившихся чисто финансовых факторов, привело к убыточности ОАО «РЖД».

Второй фактор, дополняющий первый, — **изменение структуры грузовых перевозок** российских железных дорог. Выросла доля низкодоходных грузов, относящихся к первому тарифному классу, и снизилась доля высокодоходных, относящихся к третьему тарифному классу [19]. В результате рост средней доходной ставки на 1 тонно-километр оказался значительно ниже уровня индексации тарифов, который существенно отстает от роста цен на промышленную продукцию, в том числе — потребляемую железнодорожным транспортом.

Начиная с 2015 г. регулярные индексации тарифов возобновились. При этом для долговре-

менной финансово-экономической устойчивости важно, что разработаны принципы долгосрочной индексации грузовых тарифов, и в уровне тарифов учитываются специфические потребности развития сети железных дорог, связанные с наличием «узких мест» в пропускных и провозных способностях [20].

В сочетании с мерами по экономии эксплуатационных затрат это позволило «переломить» тенденцию роста коэффициента эксплуатационных издержек, обеспечив его поступательное снижение, что стало основой преодоления убыточности и постепенного роста рентабельности ОАО «РЖД».

В целом за рассматриваемый период, как видно из рис. 3, динамика коэффициента эксплуатационных издержек, в отличие от рентабельности, не имела четко выраженной тенденции убывания или роста. Этот коэффициент колебался в зоне от 90 до 100%, что в соответствии с представленной в табл. 1 классификацией зональных уровней коэффициента эксплуатационных издержек характеризуется как чрезмерно высокий уровень, при котором возможности развития железнодорожной компании ограничены. Чрезмерно высокий уровень коэффициента эксплуатационных издержек порождает низкую величину прибыли и рентабельности, которая в условиях негативного влияния финансовых факторов становится близкой к нулю, как в 2013 и 2015 гг., или даже отрицательной, как в 2014 г. При этом локальные «всплески» рентабельности, как в 2007 г., не решают проблемы ее низкого уровня в долгосрочном периоде.

Таким образом, принципиально важной задачей является переход в зону приемлемого уровня коэффициента эксплуатационных издержек, устойчивое позиционирование в которой позволяет сочетать текущую финансово-экономическую устойчивость с генерацией определенных инвестиционных ресурсов для долгосрочного развития.

АНАЛИЗ ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЖЕЛЕЗНЫХ ДОРОГ США

Для определения подходов к решению указанной задачи важным представляется опыт одной из наиболее развитых и эффективных железнодорожных систем мира — железных дорог США I класса. Железные дороги I класса определяют в США по критерию эксплуатационного дохода, пороговое значение которого меняется по



Рис. 4 / Fig. 4. Долгосрочная динамика рентабельности основной деятельности и коэффициента эксплуатационных издержек железных дорог США I класса, % / Long-term dynamics of the profitability of the U.S. Class I railroads main activity and its operating costs ratio, %

Источник / Source: рассчитано авторами на основании данных Railroad Facts 2016 Edition. Washington, DC: Policy and Economics Department, Association of American Railroads; 2016. 80 p. URL: <https://my.aar.org/Pages/Product-Details.aspx?ProductCode=RFB2016Web> / calculated by the authors based on the Railroad Facts 2016 Edition. Washington, DC: Policy and Economics Department, Association of American Railroads; 2016. 80 p. URL: <https://my.aar.org/Pages/Product-Details.aspx?ProductCode=RFB2016Web>.

годам. Например, в 2011 г. к железным дорогам I класса относились дороги с годовым доходом от 433,2 млн долл. и выше³, а в 2016 г. — железные дороги с годовым доходом от 447,62 млн долл. и выше⁴. Несмотря на изменения как значения данного критерия, так и ситуации на рынке железнодорожных перевозок, состав железных дорог I класса в США устойчив, на протяжении многих лет в их число входят одни и те же семь железнодорожных компаний [21].

Долгосрочная динамика рентабельности и коэффициента эксплуатационных издержек на железных дорогах США I класса принципиально отличается от показателей российских железных дорог за тот же период времени (рис. 4, 5). Основное отличие состоит даже не в уровне показателей — есть объективные факторы, предопределяющие более высокую эффективность североамериканских железных дорог.

Это крайне низкие объемы пассажирских перевозок (в большинстве стран — низкорентабельных или убыточных) или более высокий уровень технического развития. Главное отличие — в динамике показателей.

Коэффициент эксплуатационных издержек имеет ярко выраженную тенденцию к снижению (рис. 4). При этом данный коэффициент претерпел качественные изменения: в 2004–2005 гг. он находился в зоне приемлемых значений (по предложенной классификации), в 2006–2013 гг. — в зоне оптимальных значений, позволяющей обеспечивать устойчивую текущую деятельность, высокую конкурентоспособность и возможность направлять значительные средства на развитие, а в 2014 г. перешел в зону экстраоптимальных значений.

Следует отметить, что подобные качественные изменения целенаправленно планировались североамериканскими железнодорожными компаниями. Например, компания Норфолк Саутерн, имея в 2003 г. коэффициент эксплуатационных издержек более 82%, поставила задачу его снижения до уровня 70–79%⁵. По разработанной классификации это означает переход из зоны

³ Railroad Facts 2016 Edition. Washington, DC: Policy and Economics Department, Association of American Railroads; 2016. 80 p. URL: <https://my.aar.org/Pages/Product-Details.aspx?ProductCode=RFB2016Web> (дата обращения: 15.05.2019).

⁴ Railroad Facts 2017 Edition. Washington, DC: Policy and Economics Department, Association of American Railroads; 2017. 80 p. URL: <https://my.aar.org/Pages/Product-Details.aspx?ProductCode=RFB2017Web> (дата обращения: 15.05.2019).

⁵ Progressive Railroading. 2003(12):22–24.

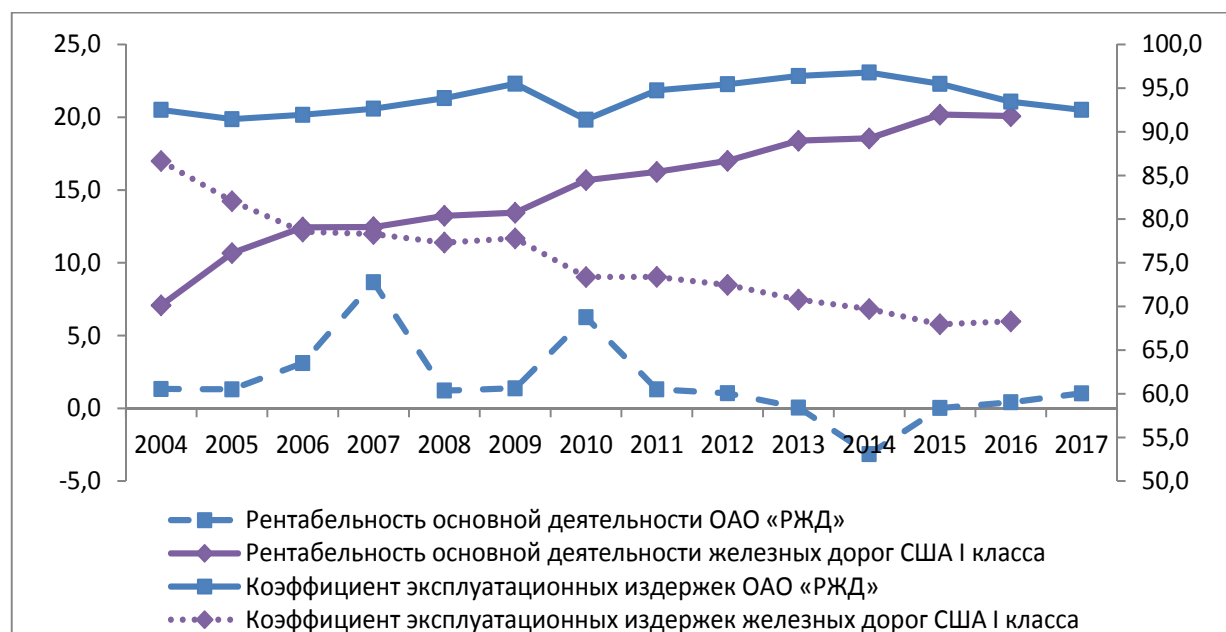


Рис. 5 / Fig. 5. Сравнительный анализ финансово-экономической эффективности ОАО «РЖД» и железных дорог США I класса, % / Comparative analysis of the financial and economic efficiency of the JSCo "RZD" and the U.S. Class I railroads

Источник / Source: рассчитано авторами на основании данных ОАО «РЖД». URL: <http://www.rzd.ru> (дата обращения: 25.03.2019), RAILROAD FACTS 2017 / calculated by the authors based on the data from the JSCo "RZD". URL: <http://www.rzd.ru> (accessed on 25.03.2019), RAILROAD FACTS 2017.

приемлемого в зону оптимального значения данного показателя. И поставленная задача была решена. В 2011 г. коэффициент эксплуатационных издержек компании Норфолк Саутерн составил 73,3%, а в 2016 г. — 72,1%⁶. Таким образом, он достиг оптимальной зоны и продолжает постепенно снижаться.

Радикальное снижение коэффициента эксплуатационных издержек стало основой практически трехкратного повышения уровня рентабельности за 12-летний период (см. рис. 4).

Важно отметить, что в кризисном 2009 г. практически не произошло снижения эффективности деятельности североамериканских железных дорог — возникла лишь пауза, после которой поступательный рост эффективности возобновился.

На примере железных дорог США I класса также видны отличия динамики рентабельности от динамики коэффициента эксплуатационных

издержек. Так, в 2007 г. при некотором снижении коэффициента эксплуатационных издержек рентабельность не изменилась, а в 2011 г., наоборот, рентабельность увеличилась при неизменном коэффициенте эксплуатационных издержек. В 2009 г. при росте коэффициента эксплуатационных издержек рентабельность также незначительно возросла. Несмотря на подобные незначительные отклонения, графики коэффициента эксплуатационных издержек и рентабельности для железных дорог США I класса почти «зеркальны». Это связано с тем, что при достаточно низком коэффициенте эксплуатационных издержек и высокой прибыли специфические финансовые факторы не оказывают существенного влияния на уровень и динамику рентабельности. Она в основном определяется коэффициентом эксплуатационных издержек, и эти показатели являются практически взаимозаменяемыми.

В условиях высокого уровня коэффициента эксплуатационных издержек и невысокой прибыли, характерных для российских железных дорог, финансовые «флуктуации» могут приводить к серьезным отличиям динамики рентабельности от динамики ее фундаментального фактора — коэффициента эксплуатационных издержек (см. рис. 2). Поэтому в таких условиях

⁶ Railroad Facts 2016 Edition. Washington, DC: Policy and Economics Department, Association of American Railroads; 2016. 80 p. URL: <https://my.aar.org/Pages/Product-Details.aspx?ProductCode=RFB 2016Web> (дата обращения: 15.05.2019); Railroad Facts 2017 Edition. Washington, DC: Policy and Economics Department, Association of American Railroads; 2017. 80 p. URL: <https://my.aar.org/Pages/Product-Details.aspx?ProductCode=RFB 2017Web> (дата обращения: 15.05.2019).

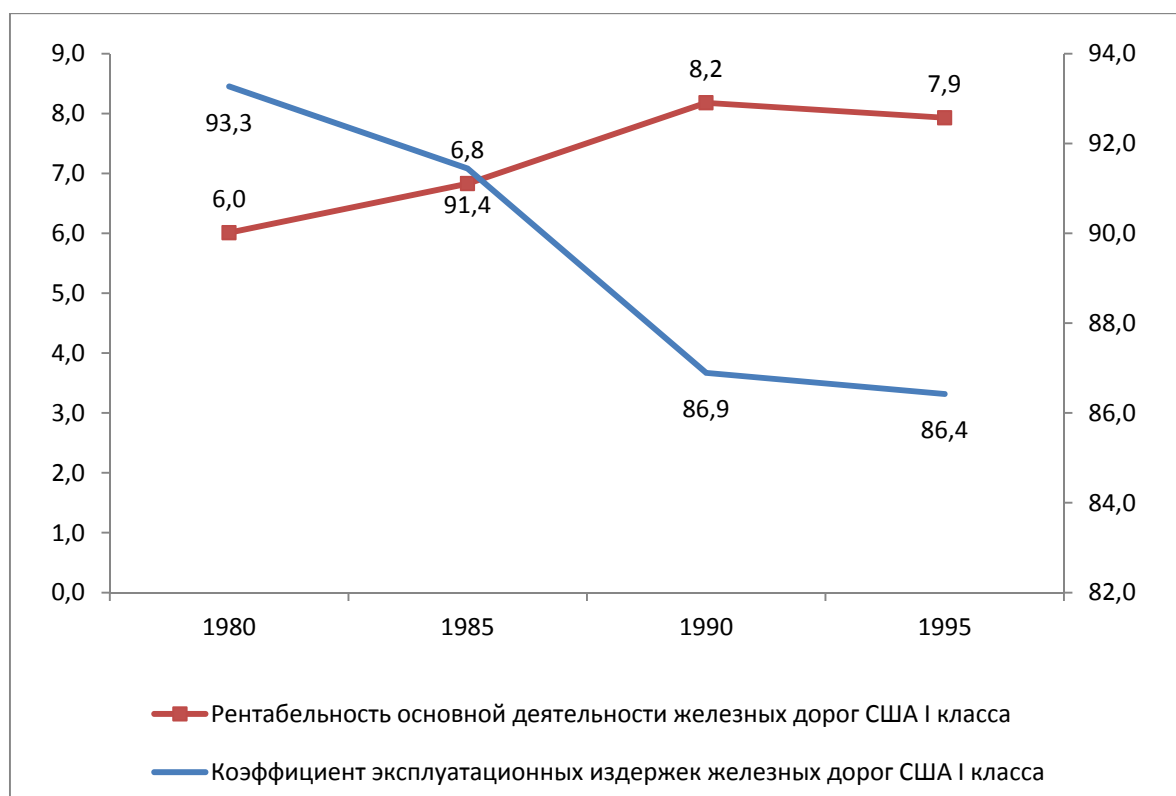


Рис. 6 / Fig. 6. Динамика рентабельности основной деятельности и коэффициента эксплуатационных издержек железных дорог США I класса (1980–1995 гг.), % / Dynamics of the profitability of the U.S. Class I railroads main activity and its operating costs ratio (1980–1995), %

Источник / Source: рассчитано авторами на основании данных RAILROAD FACTS 2017 [16] / calculated by the authors based on the data from the RAILROAD FACTS 2017 [16].

особенно важным является мониторинг и анализ коэффициента эксплуатационных издержек.

Представляет бесспорный интерес сопоставление показателей эффективности деятельности российских железных дорог в условиях реформирования (см. рис. 1, 2) с показателями эффективности железных дорог США I класса в аналогичный период — первые полтора десятилетия после начала реформы (рис. 6).

На железных дорогах США после дерегулирования тарифов и в условиях конкуренции в большинстве регионов различных вертикально интегрированных железнодорожных компаний [22] железные дороги, стремясь привлечь дополнительные объемы перевозок за счет более низких, чем у конкурентов, тарифов, стали сокращать эксплуатационные затраты. Это сокращение происходило более быстрыми темпами, чем снижение тарифов. В результате коэффициент эксплуатационных издержек уменьшался, а рентабельность — росла. Важно, что сокращение издержек североамериканских железных дорог было обеспечено за счет динамичного повышения эффективности использования основных

производственных ресурсов (инфраструктуры, подвижного состава, трудовых ресурсов, топлива) на основе совершенствования технологий и роста инвестиций [23]. Благодаря этому снижение коэффициента эксплуатационных издержек приобрело устойчивый характер и продолжается уже четвертое десятилетие.

Российские железные дороги функционируют в принципиально иных институциональных условиях. Инфраструктурная деятельность является естественно-монопольной [7], инфраструктурные объекты ограничены в хозяйственном обороте, а тарифы регулируются государством. Возникающий в результате дефицит инвестиций ограничивает возможности для инновационного технико-технологического развития [24].

Безусловно, некритичное, «механическое» использование опыта североамериканских железных дорог, в силу названных обстоятельств, не представляется возможным. Но целесообразно его внимательное изучение для возможной адаптации к российским условиям.

Ключевыми направлениями создания условий для устойчивого улучшения финансово-эконо-

мических показателей железнодорожной отрасли нашей страны являются, с одной стороны, расширение рыночных возможностей ОАО «РЖД» и их умелое использование на основе гибкой адаптации к рыночной конъюнктуре и изменяющимся запросам клиентов, а с другой — привлечение частных и частно-государственных инвестиций, в том числе — для реализации инфраструктурных проектов.

Анализ показателей Долгосрочной программы развития ОАО «РЖД» до 2025 г. свидетельствует о том, что в результате ее реализации должны существенно улучшиться финансово-экономические показатели деятельности компании. Так, рентабельность по чистой прибыли по базовому сценарию составит 5,2%, по оптимистичному — 8,7%. Коэффициент издержек (если рассчитать его как отношение текущих расходов к общей выручке) соответственно 84,4 и 79,3%. То есть при реализации базового сценария он будет находиться на приемлемом уровне, а при оптимистичном — даже войдет в оптимальную зону. В любом случае эффективность деятельности компании будет примерно соответствовать уровню эффективности железных дорог США I класса, существовавшему в 2004–2005 гг., который с тех пор значительно возрос (см. рис. 4). Соответственно, перед ОАО «РЖД» будет стоять задача дальнейшего существенного роста эффективности в период после 2025 г. Исходя из представленной методологии долгосрочного управления финансово-экономической эффективностью железнодорожного транспорта, для ее решения можно предложить следующие рекомендации.

Во-первых, организовать мониторинг коэффициента эксплуатационных издержек в годовом, квартальном и месячном измерении как в целом по перевозочно-логистической деятельности компании, так и для отдельных ее сегментов, включая перевозки различных родов грузов и категорий пассажиров по конкретным направлениям. На этой основе вырабатывать меры по оптимизации присутствия компании в различных сегментах транспортного рынка и спектра оказываемых услуг.

Во-вторых, организовать аналогичный мониторинг коэффициента эксплуатационных издержек дочерних и зависимых обществ ОАО «РЖД», что поможет выработке рекомендаций как по мерам корпоративного управления, направленным на повышение эффективности их деятельности, так и по улучшению структуры холдинга «РЖД». Реализация этих мер будет способствовать до-

стижению параметров Долгосрочной программы развития ОАО «РЖД» с выходом на оптимистичный сценарий (или с приближением к нему).

В-третьих, целесообразно уже сейчас приступить к разработке сценарной программы повышения долгосрочной конкурентоспособности и эффективности холдинга «РЖД» на период 2025–2035 гг. По базовому сценарию эта программа должна предусматривать достижение оптимального уровня коэффициента эксплуатационных издержек, по оптимистичному — его дальнейшее снижение в рамках зоны оптимальных значений к ее нижней границе. Заблаговременная разработка и утверждение такой программы позволит обеспечить плавный переход к ее реализации после завершения Долгосрочной программы развития до 2025 г. Это придаст непрерывный характер долгосрочному росту эффективности системообразующей компании железнодорожной отрасли, не допустив воспроизведения в будущем ситуации первых 15 лет ее работы, при которой уровень финансово-экономической эффективности колебался без выраженной тенденции к росту.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализ динамики финансовых результатов ОАО «РЖД» показывает, что в целом при низком уровне прибыли и рентабельности компании на него существенно влияют краткосрочные финансовые факторы, такие как курсовые разницы, выручка от продажи активов и др. В этих условиях целесообразно, наряду с рентабельностью основной деятельности, использовать такой показатель, как коэффициент эксплуатационных издержек. Он характеризует долю доходов от перевозок, направляемую на обеспечение эксплуатационной деятельности. Этот показатель позволяет оценить экономическую эффективность текущей деятельности железнодорожных компаний, элиминировав влияние чисто финансовых факторов. С другой стороны, снижение указанного коэффициента является фундаментальной основой для повышения прибыли и рентабельности, обеспечения финансово-экономической устойчивости железнодорожных компаний. На российских железных дорогах в условиях их структурного реформирования и в пореформенный период коэффициент эксплуатационных издержек колебался в интервале от 92 до 97%. Это чрезмерно высокий уровень, позволяющий обеспечивать прибыльную работу (при невысоком уровне рента-

бельности), но не дающий возможности генерировать существенные инвестиционные ресурсы для технико-технологического развития.

В целом за период функционирования ОАО «РЖД» коэффициент эксплуатационных издержек не имел четко выраженной тенденции изменения, но в последние годы сформировался его понижательный тренд, развитие которого может привести к переходу в зону приемлемых значений данного показателя. Подобный переход достигнут в результате реформирования деятельности железных дорог США на рубеже 1970-х — 1980-х гг. Там коэффициент эксплуатационных издержек также находился в зоне чрезмерно высоких значений, но в результате многолетнего устойчивого роста экономической эффективности перешел сначала в зону приемлемых, затем оптимальных и, наконец, экстраоптимальных значений, что стало основой кардинального роста рентабельности и расширения инвестиционных возможностей североамериканских железных дорог.

В нашей стране возможности снижения коэффициента эксплуатационных издержек железных дорог ограничиваются государственным регулированием тарифов и ухудшением, с точки зрения доходности, структуры грузовых железнодорожных перевозок. Ключевыми направле-

ниями преодоления этих ограничений являются расширение рыночных возможностей ОАО «РЖД» и их гибкое использование, что позволит повысить доходность системообразующей компании отрасли. Основой оптимизации уровня эксплуатационных затрат должно стать инновационное технико-технологическое развитие российских железных дорог, что требует привлечения дополнительных частных инвестиций, в том числе в рамках государственно-частного партнерства.

Предложенная в статье методология долгосрочного управления финансово-экономической эффективностью железных дорог основана на зональной классификации коэффициента эксплуатационных издержек. Выработаны рекомендации по достижению целевых параметров Долгосрочной программы развития ОАО «РЖД» до 2025 г. и разработке программы повышения долгосрочной конкурентоспособности и эффективности ОАО «РЖД» на период 2025–2035 гг. Это должно способствовать формированию тенденции устойчивого долгосрочного роста эффективности российских железных дорог. С учетом отмеченного выше их ключевого значения для экономического и социального развития нашей страны это крайне важно для ускорения роста и повышения эффективности экономики России.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Рышков А.В. Экономическая конъюнктура транспорта. М.: МИИТ; 2008. 130 с.
2. Мачерет Д.А. Динамика железнодорожных перевозок грузов как макроэкономический индикатор. *Экономическая политика*. 2015;10(2):133–150.
3. Идрисов Г.И., Синельников-Мурылев С.Г. Формирование предпосылок долгосрочного роста: как их понимать? *Вопросы экономики*. 2014;(3):4–20.
4. Гринберг Р.С., Сорокин Д.Е. Как переломить складывающиеся негативные макротренды? *Российский экономический журнал*. 2014;(1):12–18.
5. Орешкин М.С. Перспективы экономической политики. *Экономическая политика*. 2018;13(3):8–27. DOI: 10.18288/1994–5124–2018–3–01
6. Ивантер В.В., Порфирьев Б.Н., Сорокин Д.Е. и др. Как придать импульс развитию российской экономики: приоритеты действий (предложения к Основным направлениями деятельности Правительства РФ до 2024 года). *Финансы: теория и практика*. 2018;22(S 1):4–15.
7. Мишарин А.С., Шаронов А.В., Лапидус Б.М. и др. Программа структурной реформы на железнодорожном транспорте (с комментариями). М.: МЦФЭР; 2001. 240 с.
8. Макеева Е.З., Кузьминова Т.Н., Устич Д.П. Переоценка основных средств и ее влияние на финансовые результаты деятельности организаций. *Экономика железных дорог*. 2017;(5):26–32.
9. Аристова Д.А. Оценка финансового состояния холдинга «Российские железные дороги» и материнской компании. Финансовый учет и экономический анализ на железнодорожном транспорте: состояние, проблемы и резервы повышения эффективности производства: Сб. науч. тр. М.: МИИТ; 2016:4–7.
10. Макеева Е.З., Кузьминова Т.Н. Подходы к формированию новой системы показателей финансовой отчетности. *Экономика железных дорог*. 2018;(5):23–27.
11. Лапидус Б.М. Экономические проблемы железнодорожного транспорта. *Экономика железных дорог*. 1999;(1):7–16.

12. Мекк Н. К. Экономика железных дорог и ее эволюция за столетие. *Столетие железных дорог*. 1925;(20):236–253. URL: <https://search.rsl.ru/ru/record/01009162293>.
13. Хачатуров Т. С. Экономика транспорта. М.: Изд-во АН СССР; 1959. 588 с.
14. Батаева Б. С., Кожевина О. В. Оценка эффективности и качества корпоративного управления не-публичными компаниями. *Вестник финансового университета*. 2015;(6):62–72.
15. Рябова Е. В., Самоделкина М. А. Факторы устойчивого роста российских компаний. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(1):104–117. DOI 10.26794/2587–5671–2018–22–1–104–117
16. Валеев Н. А. Управление эксплуатационными затратами железнодорожных компаний. *Экономика железных дорог*. 2017;(12):26–36.
17. Лapidус Б. М. На пороге решающего этапа реформирования железнодорожного транспорта. *Экономика железных дорог*. 2002;(12):8–16.
18. Лapidус Б. М. О вкладе ОАО «РЖД» в формирование ВВП страны и экономических задачах компании в условиях тарифных ограничений. *Вестник научно-исследовательского института железнодорожного транспорта*. 2014;(1):3–7.
19. Хусаинов Ф. И. Анализ доходности грузовых перевозок ОАО «РЖД». *Экономика железных дорог*. 2018;(7):36–48.
20. Хусаинов Ф. И. О долгосрочной динамике железнодорожных грузовых тарифов на 2019–2023 гг. *Экономика железных дорог*. 2018;(10):12–19.
21. Саакян Ю. З. и др. Мировой опыт реформирования железных дорог. М.: ИПЕМ; 2008. 276 с.
22. Cairns M. Expansion of regulated access to railway infrastructure in North America: Implications from practices and recent experiences with regulated access overseas. *Research in Transportation Business & Management*. 2013;6:31–44. DOI: 10.1016/j.rtbm.2012.11.007
23. Мачерет Д. А., Валеев Н. А. Долгосрочная оптимизация эксплуатационных затрат: анализ опыта железных дорог США. *Вестник научно-исследовательского института железнодорожного транспорта*. 2017;76(2):74–84. DOI: 10.21780/2223–9731–2017–76–2–74–84
24. Лapidус Б. М., Мачерет Д. А. Современные проблемы развития и реформирования железнодорожного транспорта. *Вестник научно-исследовательского института железнодорожного транспорта*. 2015;(6):3–8.

REFERENCES

1. Ryshkov A. V. Economic conjuncture of transport. Moscow: MIIT; 2008. 130 p. (In Russ.).
2. Macheret D. A. Dynamics of railway cargo transportation as a macroeconomic indicator. *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*. 2015;10(2):133–150. (In Russ.).
3. Idrisov G. I., Sinel'nikov-Murylev S. G. Forming sources of long-run growth: How to understand them? *Voprosy ekonomiki*. 2014;(3):4–20. (In Russ.).
4. Grinberg R. S., Sorokin D. E. How to reverse the evolving negative macro trends? *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economics Journal*. 2014;(1):12–18. (In Russ.).
5. Oreshkin M. S. Prospects of economic policy. *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*. 2018;13(3):8–27. DOI: 10.18288/1994–5124–2018–3–01 (In Russ.).
6. Ivanter V. V., Porfir'ev B. N., Sorokin D. E. et al. How to boost the development of the Russian economy: Priority actions (Suggestions for the main activities of the State until 2024). *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(S 1):4–15. (In Russ.).
7. Misharin A. S., Sharonov A. V., Lapidus B. M. et al. The program of structural reform in railway transport (with comments). Moscow: Int. Center for Financial and Economic Development; 2001. 240 p. (In Russ.).
8. Makeeva E. Z., Kuz'minova T. N., Ustich D. P. Revaluation of fixed assets and its impact on the financial performance of organizations. *Ekonomika zheleznikh dorog = Railways Economy*. 2017;(5):26–32. (In Russ.).
9. Aristova D. A. Evaluation of the financial condition of the holding “Russian Railways” and the parent company. In: Financial accounting and economic analysis on railway transport: Status, problems and reserves for increasing production efficiency: Coll. sci. pap. Moscow: MIIT; 2016:4–7. (In Russ.).
10. Makeeva E. Z., Kuz'minova T. N. Approaches to the formation of a new system of financial reporting indicators. *Ekonomika zheleznikh dorog = Railways Economy*. 2018;(5):23–27. (In Russ.).
11. Lapidus B. M. Economic problems of railway transport. *Ekonomika zheleznikh dorog = Railways Economy*. 1999;(1):7–16. (In Russ.).

12. Mekh N.K. The economy of railways and its evolution over the century. *Stoletie zheleznykh dorog*. 1925;(20):236–253. URL: <https://search.rsl.ru/ru/record/01009162293> (In Russ.).
13. Khachaturov T.S. Economy of transport. Moscow: USSR Academy of Sciences Publ.; 1959. 588 p. (In Russ.).
14. Bataeva B.S., Kozhevina O.V. The development of tools to assess the effectiveness and quality of corporate governance of non-public companies. *Vestnik Finansovogo universiteta = Bulletin of the Financial University*. 2015;(6):6272. (In Russ.).
15. Ryabova E.V., Samodelkina M.A. Factors of sustainable growth of Russian companies. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(1):104–117. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–1–104–117
16. Valeev N.A. Management of operating costs of railway companies. *Ekonomika zheleznykh dorog = Railways Economy*. 2017;(12):26–36. (In Russ.).
17. Lapidus B.M. On the threshold of a decisive stage of reforming railway transport. *Ekonomika zheleznykh dorog = Railways Economy*. 2002;(12):8–16. (In Russ.).
18. Lapidus B.M. JSC “RZD” contribution to GDP and economic goals in the context of tariff restrictions. *Vestnik nauchno-issledovatel'skogo instituta zheleznodorozhnogo transporta = Vniizht Bulletin (Railway Research Institute Bulletin)*. 2014;(1):3–7. (In Russ.).
19. Khusainov F.I. Analysis of profitability of freight traffic of JSC “Russian Railways”. *Ekonomika zheleznykh dorog = Railways Economy*. 2018;(7):36–48. (In Russ.).
20. Khusainov F.I. On the long-term dynamics of rail freight rates for the years 2019–2023. *Ekonomika zheleznykh dorog = Railways Economy*. 2018;(10):12–19. (In Russ.).
21. Saakyan Yu.Z. et al. World experience in reforming railways. Moscow: Institute of the Problems of Natural Monopolies; 2008. 276 p. (In Russ.).
22. Cairns M. Expansion of regulated access to railway infrastructure in North America: Implications from practices and recent experiences with regulated access overseas. *Research in Transportation Business & Management*. 2013;6:31–44. DOI: 10.1016/j.rtbm.2012.11.007
23. Macheret D.A., Valeev N.A. Long-term optimization of operating costs: An analysis of the US railways tests. *Vestnik nauchno-issledovatel'skogo instituta zheleznodorozhnogo transporta = Vestnik of the Railway Research Institute*. 2017;76(2):74–84. (In Russ.). DOI: 10.21780/2223–9731–2017–76–2–74–84
24. Lapidus B.M., Macheret D.A. Today's problems in development and restructuring of railway transport. *Vestnik nauchno-issledovatel'skogo instituta zheleznodorozhnogo transporta = Vestnik of the Railway Research Institute*. 2015;(6):3–8. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Дмитрий Александрович Мачерет — доктор экономических наук, профессор Российского университета транспорта (МИИТ), Москва, Россия

Dmitrii A. Macheret — Dr. Sci. (Econ.), Professor, Russian University of Transport, Moscow, Russia
macheretda@rambler.ru



Надир Абдулхамитович Валеев — кандидат экономических наук, доцент Российского университета транспорта (МИИТ), Москва, Россия

Nadir A. Valeev — Cand. Sci. (Econ.), Associate professor, Russian University of Transport, Moscow, Russia
valeev_na@mail.ru

Статья поступила 26.02.2019; принята к публикации 13.05.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 26.02.2019; accepted for publication on 13.05.2019.

The authors read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-64-81

УДК 658.3(045)

JEL M14

Трудовая мотивация персонала как фактор повышения финансовых результатов деятельности коммерческого предприятия

О.А. Василенко

Социально-правовой институт экономической безопасности, Домодедово, Россия

<https://orcid.org/0000-0003-0281-6647>

АННОТАЦИЯ

Основой эффективного функционирования любой организации является органичное сочетание взаимодействия человека и организации. Важность различных видов трудовой мотивации, направленной на достижение целей организации и побуждающей персонал к эффективной деятельности, предопределила актуальность исследования. Цель исследования состоит в поиске путей совершенствования системы трудовой мотивации персонала на примере конкретного предприятия и выработке рекомендаций по повышению эффективности деятельности предприятия на основе использования мотивационного механизма. Задачи исследования: провести анализ существующей системы трудовой мотивации персонала, оценить эффективность использования трудовых ресурсов на предприятии, разработать предложения по повышению финансовых результатов деятельности предприятия, используя мотивационный механизм. Объектом исследования является персонал компании ООО «КЛ ГРУПП», специализирующейся на розничной торговле обувью, одеждой и другими изделиями из натуральной кожи. Предмет исследования — система трудовой мотивации персонала и финансовые результаты деятельности компании. В работе применялись следующие методы исследования и анализа: сравнение, монографический, экономико-статистический, горизонтальный и вертикальный анализ, экспертная оценка, социологии, теории организации и другие. Использованы результаты обследования, проводимого территориальными управляющими компании в десяти салонах продаж, с целью выявления интенсивности покупательских потоков и рациональности использования рабочего времени сотрудниками компании. Системный подход к исследованию факторов мотивации позволил разработать предложения по созданию системы трудовой мотивации персонала. Сделаны выводы, что внедрение механизма трудовой мотивации персонала в салоны продаж компании ООО «КЛ ГРУПП» дает следующие результаты: растет удовлетворенность трудом работников компании и эффективность их деятельности, а компания получает при этом годовую прибавку в прибыли. Таким образом трудовая мотивация влияет на финансовые результаты работы компании.

Ключевые слова: методы мотивации; персонал; управление трудовой мотивацией; производительность труда; выручка; прибыль; рентабельность; эффективность деятельности предприятия

Для цитирования: Василенко О.А. Трудовая мотивация персонала как фактор повышения финансовых результатов деятельности коммерческого предприятия. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):64-81. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-64-81

ORIGINAL PAPER

Work Motivation of Staff as a Factor in Improving Financial Performance of a Commercial Enterprise

O.A. Vasilenko

Socio-Legal Institute of Economic Security, Domodedovo, Russia

<https://orcid.org/0000-0003-0281-6647>

ABSTRACT

Effective functioning of any organization is based on a seamless blend of the interaction between a person and organization. The importance of various types of work motivation aimed at achieving the goals of the organization and encouraging staff to work effectively determined the relevance of the study. The purpose of the study is to find ways to improve the system of work motivation, on the example of a particular enterprise, and to develop recommendations for improving the performance of the enterprise based on a motivational mechanism. The research objectives are the following: to analyze the current system of work motivation, to assess the efficiency of labor resources at the enterprise, to develop proposals for improving the financial

performance of the enterprise through the motivational mechanism. The object of the study is the staff of OOO KL GROUP company specializing in retail trade of footwear, clothing and other products made of genuine leather. The subject of the study is the system of work motivation of staff and financial performance of the company. The following methods were used in the work: comparison, monographic, economic and statistical, horizontal and vertical analysis, expert assessment, sociology, organization theory and others. The authors used the results of a survey conducted by the territorial managers of the company in ten sales departments in order to identify the intensity of customer flows and the time-management of the company employees. A systematic approach in studying motivation factors allowed to develop proposals for creating a system of staff motivation at the enterprise. It is concluded that the implementation of the work motivation mechanism in the sales departments of OOO KL GROUP company gives the following results: satisfaction with the employees and their activities increases, and the company receives an annual increase in profits. Thus, work motivation affects the financial performance of the company.

Keywords: methods of motivation; staff; work motivation management; labor productivity; revenue; profit; profitability; enterprise performance

For citation: Vasilenko O.A. Work motivation of staff as a factor in improving financial performance of a commercial enterprise. *Finansy: teoriya i praktika* = Finance: Theory and Practice. 2019;23(3):64-81. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-64-81

ВВЕДЕНИЕ

Понятие трудовой мотивации персонала в организации

Мотивация (от лат. *movere*) — это психофизиологический процесс, управляющий поведением человека и формирующий внутренние побуждающие факторы, действующие через самосознание. «Мотивация» и «стимулирование» — два близких понятия. Однако если понятие «стимул» употребляется в основном для обозначения материального или морального поощрения, то «мотив» используется более широко и охватывает все стороны поведения работника [1, с. 39–40].

Существуют различные факторы мотивации, которые принято разделять на внешние и внутренние. Внутренними факторами мотивации могут выступать: самореализация, самоутверждение, творчество, убежденность, любопытство, потребность в общении. К внешним факторам мотивации можно отнести: деньги, карьеру, положение в обществе, признание и др.

Мотивы по характеру могут быть позитивными или негативными. Позитивным внешним мотивом поведения является поощрение за хорошую работу, а негативным — наказание за ее невыполнение; позитивный внутренний мотив — интересная работа, а негативный — рутинный характер выполняемой работы, вследствие чего от нее человек стремится избавиться.

Мотивация персонала осуществляется на трех взаимосвязанных уровнях, каждый из которых имеет свои особенности.

На личностном уровне осуществляется долгосрочная, среднесрочная и краткосрочная мотивация каждого работника. Здесь действуют все три типа мотивации: привлечения, удержания и эффективного труда персонала. Основными принципами мотивации на личностном уровне являются своевременность, дифференцированный

подход, связь с интересами работника. Важными факторами эффективной мотивации работника на личностном уровне являются ясность задания, его соответствие компетентности и интересам работника.

На групповом уровне осуществляется мотивация результативной и эффективной групповой работы. Мотивация групповой работы сводится к определению круга заданий, выполнение которых возможно групповым способом, и созданию оптимальных условий для группового взаимодействия. Ключевыми факторами эффективной групповой мотивации являются групповые характеристики, лидерство и стиль управления, а принципами — продуманность, доверие и открытость.

На организационном уровне трудовая мотивация персонала осуществляется с помощью экономических и политических методов стимулирования, поддерживаемых всеми подсистемами управления. Важными факторами эффективной мотивации на организационном уровне являются имидж организации и репутация топ-менеджеров, а также ее адекватность стратегическим целям. Принципами организационной мотивации являются ответственность, управляемость и сбалансированность интересов всех категорий работников.

Таким образом, системный подход к мотивации персонала основан на всестороннем учете психофизиологических принципов мотивационного процесса индивидуальной и групповой деятельности, а также действенных методах мотивации привлечения, удержания и эффективного труда. Системный подход включает управление мотивацией работников на всех уровнях с использованием всех видов мотивации: в зависимости от временных рамок — долгосрочной, среднесрочной, краткосрочной и ситуационной; в зависимости от стимулов — материальной и нематериальной [2, с. 25–27].

Теории и методики исследования мотивации персонала

Существующие теории подразделяют трудовую мотивацию на две категории: содержательные и процессуальные.

Содержательные теории мотивации основываются на идентификации внутренних побуждений, называемых потребностями. Эти теории прослеживаются в работах А. Маслоу, С. Бернара, Д. Макклелланда и Ф. Герцберга. Содержательные теории мотивации базируются на потребностях и связанных с ними факторах, определяющих поведение людей [3, с. 252–253].

Процессуальные теории мотивации более современны, основываются на представлениях о том, как ведут себя люди с учетом их восприятия и познания. Основные процессуальные теории — это теории ожидания, теории справедливости, модель мотивации Портера–Лоулера и др.

К процессуальным теориям мотивации мы относим следующие: теорию ожиданий Виктора Врума, теорию справедливости, модель Портера–Лоулера, теорию Y, теорию мотивации Хекмана и Олдхэма и др. Несмотря на различия этих теорий, они не являются взаимоисключающими и эффективно используются в решении задач побуждения людей к эффективному труду. Согласно процессуальным теориям считается, что поведение человека определяется не только потребностями, но и обуславливается также ожиданием возможных последствий выбранного им типа поведения. На практике чаще используют модель Портера–Лоулера, включающую элементы теории ожиданий и теории справедливости. Согласно модели Портера–Лоулера достигнутые результаты зависят от приложенных работником усилий, его способностей, характера, а также оценки его роли в организации [4, с. 56–60].

Таким образом, можно сделать вывод, что мотивация — процесс побуждения себя и других к определенной деятельности, направленной на достижение личных целей или целей организации. В основе этого процесса лежит использование разнообразных мотивов, среди которых можно выделить материальные, социально-психологические, духовные, творческие и т. п. Спроектированная в соответствии с принципами мотивации работа обеспечивает внутреннее удовлетворение, стимулирует качественное выполнение работы, а также выполнение более сложной работы.

Существуют различные методы и методики исследования трудовых мотивов персонала на

предприятии. Наиболее часто используемыми методами являются: опрос, который позволяет выявить особенности мотивации различных категорий персонала; тестирование, позволяющее оценить психологические особенности человека; экспертные оценки, при проведении которых главным инструментом эксперта является специально подготовленная анкета или интервью. В качестве экспертов привлекаются руководители, деловые партнеры или клиенты.

Приведем в табл. 1 некоторые методики и их характеристики для нашего исследования трудовых мотивов и системы мотивации в компании.

Теперь рассмотрим методы управления мотивацией труда, которые аналогичны методам, используемым в управлении персоналом. Среди них есть общие, широко применяемые в управлении другими объектами (производством, народным хозяйством в целом — административные, экономические, социальные методы), и есть частные методы. Управление персоналом и, в частности, мотивацией труда должно основываться на принципах системного подхода и анализа, что означает анализ и принятие решений в отношении персонала с учетом факторов внешней и внутренней среды и их взаимосвязей.

Среди методов управления трудовой мотивацией персонала выделяют обычно три основные группы [5, с. 20–21]:

1. Организационно-административные методы, для которых характерно прямое централизованное воздействие субъекта на объект управления. Эти методы ориентированы на такие мотивы поведения, как осознанная необходимость трудовой дисциплины, чувство долга, стремление человека трудиться в определенной организации.

2. Экономические методы, с помощью которых осуществляется материальное стимулирование коллектива и отдельных работников. Среди них выделяют: методы, используемые федеральными и региональными органами управления (налоговая система, кредитно-финансовый механизм страны и регионов); методы, используемые предприятием (экономические нормативы, система материального поощрения работников, система ответственности за качество и эффективность работы, участие в получении прибыли).

3. Социально-психологические методы, которые наиболее применимы в организациях, где оплата труда не достигает высокого уровня. Они основаны на использовании моральных стимулов к труду и оказания воздействия на личность с помощью психологических приемов, в целях

Таблица 1 / Table 1

Методики, применяемые для исследования системы трудовой мотивации / Methods used to study work motivation system

Наименование / Name	Характеристика методики / Characteristics of the method
Методика «Оценка потребности в одобрении». Разработана американскими психологами П. Дугласом Крауном и Дэвидом А. Марлоу / Methodology "Assessment of the need for approval". Developed by American psychologists Douglas P. Crown and David A. Marlowe	Стремление заслужить похвалу, одобрение является одной из значимых потребностей человека. Выявлению этой потребности служит шкала мотивации одобрения, которая позволяет определить косвенную меру потребности человека в одобрении других людей. Чем выше эта потребность, тем больше поведение испытуемого соответствует одобряемому образцу. Такие люди не возражают против неинтересной работы, более комфортны, податливы социальным воздействиям. У них имеется повышенная потребность в общении
Методика «Диагностика личности на мотивацию к успеху». Разработана Т. Элерс / Methodology "Diagnostics of motivation of the individual to success". Developed by T. Ehlers	Методика оценивает силу стремления к достижению цели, к успеху; составлена на основе опросника из 41 вопроса. Чем выше сумма баллов, тем выше уровень мотивации к успеху. Исследования показали, что чем выше мотивация человека к успеху, достижению цели, тем ниже готовность к риску. Людям, мотивированным на успех и возлагающим надежды на него, свойственно избегать высокого риска
Методика «Структура мотивации трудовой деятельности». Разработана К. Замфир / Methodology "Structure of work motivation". Developed by K. Zamfir	Структура мотивации трудовой деятельности включает три компонента: внутреннюю мотивацию (ВМ), внешнюю положительную мотивацию (ВПМ) и внешнюю отрицательную мотивацию (ВОМ). Соответственно, в опроснике имеются 7 позиций, относящихся к этим компонентам
Методика «Диагностика структуры мотивов трудовой деятельности». Разработана Т.Л. Бадоевым / Methodology "Diagnosis of the structure of motives of labor activity". Developed By T.L. Badoev	Методика направлена на изучение удовлетворенности трудом. Показателем общей удовлетворенности является сумма набранных баллов. Опрос состоит из 13 вопросов. Сотруднику предлагается оценить отношение к различным факторам, влияющим на удовлетворенность трудом по семибалльной шкале. Оцениваемые факторы: значимость профессии, престижность профессии, вид трудовой деятельности, организация труда, санитарно-гигиенические условия, размер заработной платы, возможность повышения квалификации, отношение администрации к труду, отдыху и быту работников, взаимоотношения с коллегами, потребность в общении и коллективной деятельности, потребность в реализации индивидуальных особенностей, возможность творчества в процессе работы, удовлетворенность работой в целом. Условные критерии интерпретации ответов: 0–20% – низкий показатель; 21–40% – пониженный показатель; 41–60% – средний показатель; 61–80% – повышенный показатель; 81–100% – высокий показатель
Методика «Якоря карьеры». Разработана Э. Шейн / Methodology "Career anchors". Developed by E. Shane	Методика позволяет оценить карьерную направленность руководителя и сотрудников, сформировать индивидуальную модель мотивации, исходя из устремлений и направленности каждого конкретного человека (интересов, ценностей, социальных установок)
Методика диагностики трудовых мотивов. Разработана В.И. Герчиковым / Methodology of diagnostics of work motivation. Developed By V. Gerchikov	Методика используется для анализа мотивации российских работников. Изучение трудовых мотивов персонала с помощью методики позволяет определить верное направление в выборе способов мотивирования, тип сотрудника и исходящий из этого способ его стимулирования. На основе анализа с помощью методики можно выстроить оптимальный план мотивирования каждой группы сотрудников, что, в свою очередь, позволит обеспечить рост производительности трудовой деятельности

Источник / Source: разработано автором / developed by the author.

превращения административного задания в осознанный долг, внутреннюю потребность человека.

Эффективность использования трудовых ресурсов на предприятии

Эффективность использования трудовых ресурсов на предприятии измеряется показателями производительности труда. Прямой показатель производительности (показатель отдачи) труда называется выработкой и рассчитывается следующим образом:

$$B = O / Ч_{\text{спр}}, \quad (1)$$

где: B — выработка;

O — объем произведенной продукции;

$Ч_{\text{спр}}$ — среднесписочная численность персонала.

В зависимости от единицы измерения рабочего времени различают выработку: на один отработанный человеко-час (среднечасовая выработка); один отработанный человеко-день (среднедневная выработка); на одного среднесписочного рабочего в год, квартал или месяц (среднегодовая, среднеквартальная или среднемесячная выработка) или на одного работающего за те же периоды времени [6, с. 77–78].

Сложность определения производительности труда состоит в проблеме измерения этого показателя. Разнообразие показателей производительности труда обусловлено возможностями использования различных вариантов исчисления.

Таким образом, сущность производительности труда как эффективности его использования — это соотношение экономического результата деятельности (выручки от реализации произведенной продукции, работ, услуг) и численности персонала и т.д. В этом понимании рост производительности труда является фактором увеличения финансового результата деятельности (роста выручки, прибыли, рентабельности, нормы прибыли) [7, с. 1–9].

Анализ использования трудовых ресурсов на предприятии, производительности труда необходимо рассматривать в тесной связи с оплатой труда. С ростом производительности труда создаются реальные предпосылки для повышения уровня его оплаты. При этом средства на оплату труда нужно использовать таким образом, чтобы темпы роста производительности труда обгоняли темпы роста его оплаты. Только при таких условиях создаются возможности для наращивания темпов расширенного воспроизводства.

Производительность труда — это один из важнейших показателей экономической эффективно-

сти, поэтому чрезвычайно важен учет факторов, влияющих на производительность труда работников. Применительно к предприятию, все факторы можно подразделить на внутренние и внешние.

К внешним факторам относят причины, не зависящие от предприятия: изменение ассортимента и номенклатуры продукции в соответствии со спросом на рынке, приводящее к изменению и трудоемкости; социально-экономические условия в обществе и т.п. Внутренними факторами являются уровень технической оснащенности предприятия, энерговооруженность труда, организация труда и производства, применяемые системы стимулирования труда, т.е. все те факторы, которые зависят от коллектива и его руководителей.

Факторы, оказывающие влияние на рост производительности труда, можно объединить в три группы [8, с. 22–24]:

1. Материально-технические. Они связаны с применением новой техники, использованием новых технологий, материалов и видов сырья.
2. Организационно-экономические. Данные факторы определяются уровнем организации управления, производства и труда.
3. Социально-психологические. Эти факторы подразумевают социально-демографический состав коллектива, его уровень подготовки, морально-психологический климат в коллективе, трудовую дисциплину, общественные и естественные условия протекания труда.

Резервы повышения производительности труда — это незадействованные возможности экономии трудовых затрат.

На конкретном предприятии работа, направленная на увеличение производительности труда, может вестись за счет:

- резервов уменьшения трудоемкости, т.е. модернизации и автоматизации производства, внедрения новых технологий и т.д.;
- резервов оптимизации использования рабочего времени (управления производством и организации труда, совершенствования структуры предприятия);
- совершенствования структуры кадров и самих кадров (изменения соотношения управленческого и производственного персонала, повышения квалификации работников) [9, с. 129–130].

Создание нормальных условий труда на всех рабочих местах служит основой высокой трудовой отдачи персонала различных категорий, т.е. фактором достижения эффективности его работы.

МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ (НА ПРИМЕРЕ КОМПАНИИ ООО «КЛ ГРУПП»)

Трудовая мотивация персонала в современных условиях оказывает значительное воздействие на экономическую эффективность и финансовые результаты деятельности предприятия и в конечном итоге на его позиции на рынке. Покажем на примере конкретного предприятия влияние трудовой мотивации на эффективность работы персонала, эффективность деятельности предприятия и финансовые результаты компании.

Основным видом экономической деятельности компании «КЛ ГРУПП», созданной в 2013 г., является розничная торговля обувью, одеждой и изделиями из натуральной кожи в специализированных магазинах. Компания имеет региональную оргструктуру, в которую входят головной офис в Москве и 109 салонов продаж, из которых 52 салона расположены в Москве и Московской области и 57 — в регионах. Среднесписочный состав компании на 01.01.2019 г. составляет 488 человек.

Территориальными управляющими компании ООО «КЛ ГРУПП» в конце 2018 г., по инициативе генерального директора компании, было проведено обследование в 10 салонах продаж (5 салонов в Москве и 5 — в регионах). Целью обследования явилась разработка предложений по повышению уровня и результатов мотивации компании на основе использования мотивационных механизмов. Предмет исследования — влияние мотивационных механизмов на эффективность труда в салонах.

Анализ эффективности деятельности персонала проводился на основе исследования интенсивности покупательского спроса и рациональности использования рабочего времени с помощью его хронометража.

В исследовании эффективности системы мотивации использовались следующие методики теории мотивации:

1) методы опросной методики Т.Л. Бадоева, с целью изучения удовлетворенности трудом всех звеньев структуры персонала компании, когда сотруднику предлагалось оценить свое отношение к различным факторам, влияющим на удовлетворенность трудом по семибалльной шкале. Опрос состоял из 13 вопросов;

2) методика диагностики трудовых мотивов, разработанная В.И. Герчиковым, которая позволила выявить ценностную ориентацию определенной группы работников и всего коллектива, направленность мотивации, направления совершенствования работы;

3) методы экспертных оценок с помощью интервью и специально разработанных анкет.

Руководство компании исходило из того, что знание факторов мотивации работника является для руководителя основополагающим, поскольку именно соотношение внутренних и внешних факторов мотивации помогает согласовать интересы сотрудника и компании, разработать систему мотивации для сотрудников. Для того чтобы сотрудники действительно качественно выполняли свои обязанности, необходимо создавать благоприятные условия труда и проводить комплексное стимулирование и мотивацию персонала.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЙ

Основные финансово-экономические показатели деятельности ООО «КЛ ГРУПП»

Источником информации для анализа послужила финансовая отчетность предприятия за 2016–2018 гг. (табл. 2).

Анализ финансово-экономической деятельности ООО «КЛ ГРУПП» за 2016–2018 гг. показал, что выручка, прибыль и рентабельность имеют тенденцию к росту, что говорит о том, что предприятие развивается, повышается эффективность его деятельности. Однако рост выручки компании за 2018 г. составил 6,2%, а рост годового фонда заработной платы — 9%. При этом производительность труда практически не менялась, т.е. рост годового фонда оплаты труда опережает рост выручки и производительности труда. Следовательно, руководству предприятия необходимо обратить внимание на эффективность использования трудовых ресурсов и уровень организации труда.

Анализ эффективности использования трудовых ресурсов

Анализ показателей эффективности использования трудовых ресурсов «КЛ ГРУПП» показал, что среднесписочная численность в 2018 г. выросла по сравнению с 2017 г. на 6,15%, в связи с открытием пяти новых салонов, что говорит о росте компании, расширении объемов работы, продвижении на новые рынки [10, с. 48–53].

Фонд заработной платы в 2018 г. по сравнению с 2017 г. вырос на 9%. Выручка за 2018 г. также оказалась выше, чем за 2017 г. на 6,2%, а производительность труда осталась почти на том же уровне. Таким образом, темп роста ФЗП (9%) оказался больше темпа роста выручки (6,2%) на 2,8%.

При рассмотрении вопросов эффективности использования трудового персонала ООО «КЛ ГРУПП» был проведен анализ качественного состава трудо-

Таблица 2 / Table 2

Основные финансово-экономические показатели деятельности ООО «КЛ ГРУПП» /
Key financial and economic performance indicators at ООО KL GROUP

Показатель / Indicator	2016	2017	2018	2018 к 2017, (+, -)	2018/ 2017, %
Выручка от реализации товаров, тыс. руб. / Revenue from sale of goods, thousand rubles	1 013 301	1 268 530	1 347 170	78 640	6,20
Себестоимость продукции, тыс. руб. / Production cost, thousand rubles	929 750	1 170 630	1 240 050	69 420	5,93
Прибыль от продаж, тыс. руб. / Sales profit, thousand rubles	61 681	87 920	94 570	6 650	7,56
Чистая прибыль, тыс. руб. / Net profit, thousand rubles	31 341	39 302	48 323	6 982	16,90
Рентабельность продаж, % / Profitability of sales, %	6,1	6,93	7,02	0,09	1,30
Рентабельность по чистой прибыли, % / Net profit margin, %	3,1	3,1	3,6	0,5	13,89
Среднесписочная численность работников, чел. / Average number of employees, people	452	458	488	30	6,15
Фонд заработной платы, тыс. руб. / Salary fund, thousand rubles	113 931	118 219	128 891	16 879	9,00
Выработка на одного человека в год, тыс. руб./ чел. / Production per person per year, thousand rubles / person	2241,8	2769,7	2768,6	-1,1	-0,04
Фондоотдача / Capital productivity	80,1	93,0	94,5	1,5	1,60

Источник / Source: разработано автором / developed by the author.

вых ресурсов: по полу, возрасту, уровню образования. Было выявлено следующее: 72% коллектива составляют женщины и всего 28% — мужчины. Наметила тенденция к омоложению состава работников, что имеет как положительные (новый уровень образования), так и отрицательные стороны (недостаток опыта). Что касается образования, то большинство работников имеют высшее образование — 58%, причем такое положение наблюдается больше в регионах, чем в Москве, где соотношение обратное.

По состоянию на конец года текучесть кадров составила 19%. В настоящее время основной причиной увольнения на предприятии является трудность для продвижения по карьерной лестнице. Представленные выше показатели отражают общесекторальную тенденцию в экономике страны в обеспечении производства кадрами, и в частности непривлекательность сферы деятельности для молодых специалистов ввиду низкого уровня оплаты труда и отсутствия возможности карьерного роста.

Кадровая политика предприятия неэффективна, что подтверждается такими фактами, как преобладающий рост фонда заработной платы всей компании над ростом производительности и выручкой компании. Следовательно, нужна мотивация для сокращения потерь времени из-за простоев, увеличения производительности труда, роста выработки и выручки. На самом деле, предприятие открывает новые точки продаж, увеличивает средства на выплату заработной платы, а выработка и рентабельность растут медленнее, чем фонд заработной платы. Рост выработки и рентабельности возможен. Как этого достичь, мы покажем на нашем примере — роста эффективности труда через трудовую мотивацию.

Обоснование мероприятий по повышению финансовых результатов деятельности компании
 Прибыль — это важнейший показатель, характеризующий финансовый результат деятельности

предприятия, поскольку в ее увеличении заинтересованы все участники производства.

Факторы, влияющие на прибыль, могут классифицироваться по разным признакам. Однако прибыль хозяйствующего субъекта формируется под влиянием экономических факторов, которые подразделяются на внешние и внутренние факторы. К внешним факторам относятся те, которые не зависят от деятельности предприятия или не контролируются им. Остановимся на внутренних факторах, зависящих от деятельности предприятия и контролируемых им. К ним мы относим:

- объем и качество реализованной продукции, товаров;
- политику ценообразования на предприятии;
- уровень себестоимости и других затрат;
- качество менеджмента разного уровня;
- уровень организации труда;
- уровень образования и квалификации кадров;
- технический уровень производственных фондов;
- научно-техническое творчество, творческую инициативу работников;
- экономическую заинтересованность работников и др.

Рост прибыли зависит во многом от снижения затрат на производство продукции, а также от увеличения объема реализованной продукции. В процессе осуществления производственной деятельности предприятия, связанной с производством, реализацией продукции и получением прибыли, эти факторы находятся в тесной взаимосвязи и зависимости.

Проведенный анализ финансовых результатов деятельности компании ООО «КЛ ГРУПП» за 2016–2018 гг. привел нас к следующим выводам. Рост выручки, прибыли и рентабельности говорит о том, что предприятие развивается, повышается эффективность его деятельности.

Анализ структуры расходов в общем объеме выручки, а также анализ структуры себестоимости по элементам затрат, проделанный финансовыми менеджерами предприятия за последние три года, показали, что управленческие и административные расходы предприятия менялись очень незначительно, а затраты по элементам в структуре себестоимости за 2016–2018 гг. менялись в большей части почти пропорционально росту объема реализации товаров. Поэтому на рост прибыли в значительной степени оказывает влияние рост объемов продаж, повышение уровня организации труда, рост эффективности использования трудовых ресурсов.

Основываясь на вышесказанном, наши предложения по повышению финансовых результатов деятельности «КЛ ГРУПП» будут строиться на следующих установках. Необходимо разработать и провести мероприятия, направленные на повышение производительности труда, используя мотивационные механизмы, что принесет дополнительный доход в виде выручки от продажи товаров, прибыли и рентабельности.

Анализ трудовой мотивации персонала на предприятии

Представим некоторые выводы по результатам нашего исследования.

1. Мотивационная деятельность компании «КЛ ГРУПП» обозначена достаточно слабо. Главным мотивационным звеном являются управляющие салонов в Москве и регионах. В компании используются административные методы управления в форме обязательного предписания (приказ, запрет). Персоналом занимается отдел кадров, который, основываясь на реальных возможностях организации, осуществляет наем и отбор квалифицированного персонала, разработку режимов работы и др.

2. Помимо формальной организационной структуры, которая определяет структуру подчинения, прав, обязанностей и ответственности, присутствует также неформальная структура, с помощью которой решаются производственные задачи предприятия на основе человеческих отношений. Также в коллективе сложилась неформальная межличностная система симпатий и антипатий, которая оказывает непосредственное влияние на мотивацию работников.

3. Существующая система премирования является одним из весомых мотивирующих факторов для работников предприятия ООО «КЛ ГРУПП». Что касается должностных окладов руководителей и специалистов, то здесь присутствует окладная и тарифная система оплаты труда согласно штатному расписанию. Существуют профессиональные надбавки за индивидуальные профессиональные качества и квалификацию работника, а также надбавки за качественное отношение к труду, перевыполнение плана по продажам. Эти надбавки увеличивают базовую часть заработной платы, тем самым несут стимулирующий характер, но в то же время начисление этих надбавок имеет субъективное мнение начальника, которое не отражает вклад каждого сотрудника в общее дело предприятия, что в конечном итоге может привести к конфликтной ситуации на предприятии.

4. Что касается премирования работников, то премиальная часть начисляется на должностной оклад или тариф работника, отражая фактически отработанное время [11, с. 20–21]. Премирование за выполнение производственных показателей не показывает индивидуального вклада каждого работника, так как коэффициент трудового участия для продавцов и водителей-грузчиков одинаковы. [12, с. 25–27]. Согласно значению этого коэффициента и общего премиального фонда, у менеджеров по продажам и водителей-грузчиков сумма премии будет одинаковой. Такой подход к премированию не раскрывает индивидуальных способностей каждого работника и может также привести к конфликту.

5. Традиционно работа по формированию системы мотивации в компании «КЛ ГРУПП» строится таким образом: в организации уже действует некая система оплаты труда, и администрация ощущает необходимость ее изменения. Однако представление о желаемой системе оплаты зачастую строится на неверном представлении о реальных трудовых мотивах персонала.

6. Вопросы трудовой мотивации являются важными для любой организации, поскольку считается, что эффективный работник — это высокомотивированный работник. Для ООО «КЛ ГРУПП» необходимо правильно выявить мотивы работников, научиться на них воздействовать и, затем, получить более мотивированного и более производительного работника.

7. Весь персонал компании ООО «КЛ ГРУПП» (условно) можно разделить на четыре группы: руководящий состав (высший состав управления), управленческий и административный персонал (средний состав управления); специалисты (исполнительский состав — менеджеры по продажам, кассиры), рабочий персонал.

Представим некоторые результаты исследований для построения системы мотивации, исходя из результатов опроса управленческого и административного персонала, а также опроса менеджеров по продажам в салонах, от деятельности которых, в значительной степени, зависят объемы продаж (табл. 3).

Как видим из табл. 3, самыми приоритетными оказались для менеджеров в салонах продаж мотивы, направленные на получение большего дохода, продвижение по службе и повышение квалификации, а на последнем месте — возможность риска. Немаловажно то, что приоритетными для них также оказались такие мотивы, как: интересная и многообразная деятельность, возможность

применения личных способностей, возможность работать творчески.

У управленческого и административного состава — картина иная. Для них наиболее приоритетными оказались мотивы, направленные на управленческую деятельность, оказание влияния на коллег и статус в организации, а мотивы профессионального роста и многообразной деятельности — чуть ли не на последнем месте.

8. Анализ характерных управленческих установок по мотивации для менеджеров среднего звена и менеджеров по продажам компании дал чрезвычайно интересные результаты. Для них характерны ориентация на успех, стремление к самостоятельности и расширению сферы ответственности. Однако готовность к принятию решений, неизбежному риску при принятии решений стоит у них на последнем месте. В ООО «КЛ ГРУПП» менеджеры всех звеньев хотят получать большее вознаграждение за то, что работают самостоятельно, однако нести ответственность за риск предпочитают переложить на высшее руководство компании.

В табл. 4 представлены результаты анализа управленческих мотивационных установок для управленческо-административного состава и менеджеров по продажам в салонах, выявленные в ходе опроса.

Мы видим, что мотивационная ориентация на готовность делать больше, чем нужно, и готовность к инновациям и новым идеям выше у менеджеров по продажам, чем у управленческого и административного состава, а мотивационные установки, направленные на прибыль и успех, а также готовность к риску, одинаковы у всех рассматриваемых групп. Возможно, совершенствование системы управления персоналом в целом, а не только системы оплаты труда, позволит разрешить данное противоречие. В такой ситуации руководство компании не может себе позволить пренебрежения к проблемам совершенствования системы стимулирования менеджеров в салонах.

9. Теперь перейдем к анализу результатов исследования, проводимого в «КЛ ГРУПП» относительно удовлетворенности различными аспектами рабочей ситуации. В ходе опроса, в котором принимали участие около 100 человек, подавляющая часть опрошенных заявили, что их устраивают факторы-мотиваторы. Здесь нами была использована методика «Диагностика структуры мотивов трудовой деятельности» Т.Л. Бадоева, направленная на изучение удовлетворенности трудом, когда сотруднику предлагалось оценить свое отношение к различным факторам, влияющим на удовлетво-

Таблица 3 / Table 3

Мотивы для выполнения управленческих функций в ООО «КЛ ГРУПП» / Motives for performing management functions in ООО KL GROUP

№ / No.	Мотив / Motive	Место в рейтинге / Place in the ranking	
		Менеджеры по продажам / Sale Managers	Управленческий и административный персонал / Management and administrative staff
1	Большой доход / Bigger salary	1	11
2	Продвижение по службе / Job promotion	2	12
3	Повышение квалификации / Professional development	3	14
4	Интересная и многообразная деятельность / Interesting and diverse activities	4	13
5	Возможность применения личных способностей / Possibility to use personal skills	5	8
6	Возможность работать творчески / Opportunities to work creatively	6	9
7	Возможность самовыражения / Self-expression	7	10
8	Самостоятельность в работе / Independence in work	8	7
9	Социальные контакты, работа с людьми / Social contacts, work with people	9	4
10	Управленческая деятельность / Management activities	10	1
11	Руководящая деятельность приносит удовлетворение / Leadership brings satisfaction	11	6
12	Большее влияние на деятельность коллег / Greater influence on the activities of colleagues	12	2
13	Возможность общения / Possibility of communication	13	5
14	Статус в организации / Status in the organization	14	3
15	Статус в семье / Family Status	15	15
16	Возможность риска / Risk opportunity	16	16

Источник / Source: разработано автором / developed by the author.

ренность трудом по семибалльной шкале. Опрос состоял из 13 вопросов. Опрошенные показали следующие результаты: у управленческого и административного состава — повышенный уровень удовлетворенности трудом (равен 65%), у менеджеров по продажам — более низкий показатель (40%). Почти все работники заявили о том, что их устраивает разнообразие работы, факторы человеческого отношения с коллегами, с руководителями. Однако сотрудники коммерческого предприятия единодушно заявили, что недовольны заработной платой, решением социально-бытовых проблем,

а менеджеры в салонах не удовлетворены также возможностью повышения квалификации и применения творческих способностей в процессе работы.

10. Далее посмотрим, что происходит на нашем предприятии с уровнем трудовой активности. В «КЛ ГРУПП» мы имеем повышенный уровень трудовой активности у менеджеров по продажам (63%), при этом он выше, чем уровень удовлетворенности работой (40%). У управленческого и административного состава, наоборот, — средний уровень трудовой активности (59%), причем он ниже, чем уровень удовлетворенности работой (65%).

Таблица 4 / Table 4

Анализ управленческих мотивационных установок ООО «КЛ ГРУПП» / Analysis of management motivational sets in ООО KL GROUP

№ / No.	Ориентация / Orientation	% от числа опрошенных / % of respondents	
		Менеджеры по продажам / Sale Managers	Управленческий и административный персонал / Management and administrative staff
1	Ориентация на прибыль и успех / Profit and success orientation	75	75
2	Самостоятельность / Independence	68	85
3	Ответственность / Responsibility	65	75
4	Готовность следовать желаниям сотрудников / Willingness to follow the wishes of employees	51	40
5	Готовность делать больше, чем нужно / Willingness to do more than necessary	70	33
6	Приоритет новых идей / Prioritizing new ideas	43	32
7	Готовность к инновациям / Openness to innovations	40	30
8	Готовность к риску и принятию решений / Tolerance for risk and decision-making	27	27

Источник / Source: разработано автором / developed by the author.

11. Теперь перейдем к анализу факторов, которые влияют на трудовую активность. Опрос показал, что основным фактором, снижающим уровень трудовой активности, является некорректное использование руководством мер административного воздействия. Факторами, повышающими уровень трудовой активности, были названы моральное и в первую очередь материальное стимулирование. Действительно, на предприятии поощрения, преимущественно в денежной форме, совершались негласно и имели незначительный размер. Распоряжения отдавались в основном в устной форме, а наказания — в письменной. При этом наказание являлось довольно часто публичным. При высокой значимости неформальных отношений в организации административные воздействия такого характера воспринимались персоналом негативно.

12. Применяя методику диагностики трудовых мотивов В.И. Герчикова, нами была выявлена ценностная ориентация двух групп работников. Проблема мотивации исследовалась нами применительно к управленческо-административному и исполнительскому составу компании (менеджерам по продажам в салонах).

Далее определим механизм мотивации и направления работы. На основе анализа полученных данных проведенного исследования мотивации, нами была выбрана для дальнейших исследований группа исполнительского звена — менеджеры в салонах. Механизмы мотивации будем использовать применительно к ним, так как у них в структуре мотивов приоритетными оказались профессиональный рост, желание к интересной и многообразной деятельности, возможности применения личных способностей и самовыражения, желание к творческой работе, готовность делать больше, чем нужно. Все эти мотивы должны обеспечить повышение производительности трудовой деятельности.

Выводы по результатам исследования системы мотивации

Проанализировав систему мотивации в ООО «КЛ ГРУПП», можно сделать некоторые выводы.

1. Следствием невысокой мотивации персонала в компании являются:

- высокая текучесть кадров;
- слабая связь результатов труда исполнителей и поощрения;

- слабая перспектива карьерного роста сотрудников;
- неудовлетворенность работой сотрудников;
- недостаточный уровень исполнительской дисциплины;
- недостаточный профессиональный уровень персонала;
- безынициативность сотрудников;
- негативная оценка персоналом деятельности руководства;
- недостаточное внимание к учебе и стажировке персонала;
- неразвитость соцкультбыта предприятия;
- неэффективная система стимулирования труда;
- низкая эффективность методов нормативно-го описания труда.

2. Традиционно работа по формированию системы мотивации в компании «КЛ ГРУПП» строится таким образом: в организации уже действует некая система мотивации, и руководство ощущает необходимость ее изменения. Однако представление о материальных мотивах и желаемой системе оплаты зачастую строится на неверном представлении о реальных трудовых мотивах персонала. Прежде чем решать вопрос о повышении заработной платы, нужно тщательно изучить мотивационную структуру сотрудников.

3. Для управленческого и административного состава труд практически нормировать невозможно, поэтому управлять ими можно преимущественно через мотивацию и стимулирование. От эффективности их мотивации во многом зависит результативность работы компании. Если говорить о рядовых исполнителях (менеджерах по продажам в салонах), то труд их, как правило, регулируется различными регламентами, начиная с нормы выработки и заканчивая должностной инструкцией.

4. Гипотеза, что существует прямая связь между удовлетворенностью трудом и трудовой активностью, нередко бывает неверна. Там, где управление осуществляется административными методами, люди работают по приказу, очень часто из-за страха потерять работу, они крайне не удовлетворены своей работой, но тем не менее очень активны, поскольку для них единственный шанс сделать карьеру — выждать определенный момент и «выскочить» на более высокий уровень управления. Страх потерять работу также повышает трудовую активность. Существует прямая связь между размером зарплаты и уровнем удовлетворенности трудом.

Таким образом, можно сделать выводы, что на предприятии сложился как раз такой пере-

ломный момент, когда построение эффективной системы мотивации может поддерживать достаточно высокий уровень эффективности работы в долгосрочном периоде, т.е. назрела острая необходимость изменения системы мотивации труда [13, с. 15–20].

ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Система трудовой мотивации персонала на предприятии

Система трудовой мотивации персонала на предприятии играет важную роль в управлении персоналом, так как она позволяет установить назначение и место сотрудников в коллективе, выявить лидеров и обеспечить их поддержку, обеспечить эффективные коммуникации и разрешить конфликты в коллективе и, наконец, связать мотивацию людей с конечными финансовыми результатами деятельности предприятия.

Для любой компании очень важно работать не только с клиентами, но и с собственным персоналом, ведь именно от него напрямую зависит успешность выполнения поставленных задач. Грамотно выстроенная система мотивации позволяет повысить уровень лояльности и мотивированности персонала, а значит, и эффективность его деятельности. В то же время для того, чтобы программы по мотивации персонала работали эффективно, необходимо учитывать индивидуальные особенности каждого сотрудника.

В настоящее время существует множество методов мотивации персонала, которые носят как материальный, так и нематериальный характер. И только от правильного использования сочетаний этих элементов будет зависеть итоговый результат.

На основе изучения теоретических основ мотивации и анализа практических результатов проведенного исследования по использованию различных методов и инструментов мотивации, предлагаем систему трудовой мотивации персонала для ООО «КЛ ГРУПП» (табл. 5).

Мероприятия по внедрению механизма трудовой мотивации персонала на предприятии

Эффективность работы во многом зависит от того, насколько рационально организован труд и насколько рационально используется рабочее время. Инструментом, позволяющим оценить текущую ситуацию по этому вопросу, является фотография рабочего времени, которая позволяет не только оптимизировать рабочее время, но и определить структуру рабочего времени и наиболее затратные операции и работы, вы-

Таблица 5 / Table 5

Система трудовой мотивации персонала для ООО «КЛ ГРУПП» / System of work motivation of staff at ООО KL GROUP

Мотивация / Motivation			
Материальная / Material			Моральная / Moral
Оплата труда / Salary	Премирование / Bonus payment	Социальный пакет / Social package	Благодарности / Gratitudes
Дифференциация заработной платы / Wage differentiation	Проценты / Interest	Отпуск (учебный) / Leave (study)	Доска почета / Board of honor
Бонусы с учетом квалификации / Bonuses based on qualification	Материальная помощь / Material assistance	Оплата больничного листа / Sick pay	Почетная грамота за выслугу лет / Honorary certificate for long service
		Пенсионное страхование / Pension insurance	
Вознаграждение за конечный результат по продажам / Reward for the final result on sales	Распределение прибыли из прибыли компании / Distribution of profits from the company's profit	Медицинское страхование / Health insurance	Повышение квалификации / Advanced training
Четкое положение об оплате труда персонала за ошибки в работе / Clear regulations on compensation of staff for errors in work	Четкое положение о премировании / Clear regulations on bonuses	Декретный отпуск / Maternity leave	Корпоративные мероприятия / Corporate events
	Оплата стажировки за рубежом для профессионального роста / Paying international internship for professional growth	50% оплаты за детсад / 50% of payment for a kindergarten	

Источник / Source: разработано автором / developed by the author.

явить потери рабочего времени и их причины [13, с. 5–10].

Последнее обследование в ООО «КЛ ГРУПП» проводилось в декабре 2018 г. территориальными управляющими в 10 салонах продаж (5 салонов в Москве и 5 — в регионах). Цель наблюдения — выявить интенсивность покупательских потоков, а также рациональность использования сотрудниками рабочего времени для использования механизма трудовой мотивации. Результаты, полученные за 7 дней наблюдения, анализировались.

Было установлено, что основной поток покупателей в салонах проходит в обеденное время с 12.00 до 14.00 и в вечерние часы с 17.00 до 19.00. Меньше всего покупателей до 10.00 и после 20.00, поэтому

было рекомендовано рационально использовать это время на работу с товаром и поддержание порядка в салоне.

В результате наблюдения было выявлено, что производительность сотрудников всех салонов выросла на 5% после изучения предоставленного им хронометража их рабочего дня и мотивирования по Программе мотивации ООО «КЛ ГРУПП», включающей следующие вознаграждения:

- за 1-е место — оплату семидневной стажировки в Италии на предприятиях, производящих и торгующих итальянской обувью лучших брендов (Pollini, Baldinini, Ballin, Casadei и др.) с возможностью роста в «КЛ ГРУПП» (на должность территориального управляющего);

- 2-е и 3-е места — благодарность с занесением в личное дело.

Покажем результаты обследования в расчетах.

У сотрудников салона сменный график работы. Продолжительность смены 11 часов. За месяц у каждого сотрудника в среднем получается 15 смен, в году 12 месяцев. Неявок на работу в связи с временной нетрудоспособностью не было, следовательно, рабочие смены были отработаны работниками в полном объеме.

В результате среднечасовая выработка (производительность) одного сотрудника в 2018 г. составила:

$$2768,6 / (11 \times 12 \times 15) = 1,398, \text{ т.е. } 1398 \text{ руб.}$$

Производительность выросла на 5%, что составит среднечасовую выработку одного сотрудника примерно 1468 руб., отсюда его выработка в год составит:

$$1468 \times 11 \times 12 \times 15 = 2906,6 \text{ тыс. руб.}$$

Изменение выработки одного сотрудника в год после внедрения предложения по повышению трудовой мотивации менеджеров будет равно:

$$\Delta \text{Ввр} = 2906,6 - 2768,6 = 138 \text{ тыс. руб.}$$

Эффективность предложенного мероприятия

Покажем, как правильное использование механизма трудовой мотивации сотрудников компании позволяет связать ее с конечными финансовыми результатами деятельности предприятия.

Во всех салонах компании работают 227 менеджеров, от которых непосредственно зависит объем продаж.

Изменение выручки в год после внедрения предложенного мероприятия составит:

$$\Delta \text{Вг} = 138 \text{ тыс. руб.} \times 227 = 31\,326 \text{ тыс. руб.}$$

Годовая выручка всей компании вырастет на 31 326 тыс. руб. и составит:

$$\text{Вг} = 1\,347\,170 + 31\,326 = 1\,378\,496 \text{ тыс. руб.,}$$

т.е. вырастет на 2,33%.

Будем считать, что в результате роста производительности труда менеджеров по продажам на 5% вырастут их надбавки к заработной плате,

вследствие чего заработная плата (условно максимально) вырастет на 2%.

Поскольку годовой рост средней заработной платы в год по всей компании составляет ежегодно примерно 2,3%, то учтем и эти данные для того, чтобы отразить влияние мотивационного механизма в Отчете о финансовых результатах компании за год.

При неизменной численности персонала Фонд заработной платы вырастет на:

$$\Delta \text{ФЗП} = 128\,891 \times 2,3\% + 60\,708 \times 2\% = 4178 \text{ тыс. руб.,}$$

где 60 708 тыс. руб. — годовой ФЗП менеджеров по продажам.

Отчисления на социальные нужды составят 1253 тыс. руб.

Таким образом, себестоимость продаж вырастет на 5431 тыс. руб.

Реализация нашего предложения потребует увеличения коммерческих расходов предприятия на 50 тыс. руб., а управленческих — на 250 тыс. руб.

Теперь покажем, как изменится Отчет о финансовых результатах компании ООО «КЛ ГРУПП» за год после внедрения предложения по использованию механизма трудовой мотивации на предприятии (табл. 6).

В табл. 7 представим эффективность деятельности ООО «КЛ ГРУПП» в результате внедрения предложения по использованию механизма мотивации персонала.

Сравнительный анализ с более ранними результатами работы салонов показал, что после внедрения предложения по улучшению мотивации, простой в работе менеджеров по продажам уменьшились на 10%. Время, затрачиваемое на работу с товаром, увеличилось на 5%, на обслуживание и консультации клиентов — на 5%.

Таким образом, внедрение предложения по улучшению мотивации и стимулирования труда в салонах «КЛ ГРУПП» дало следующие результаты:

- производительность труда работников салонов выросла на 5%;
- годовая выручка всего предприятия увеличилась на 2,3%;
- прибыль от продаж в год выросла на 27%;
- рентабельность продаж выросла на 1,7%, достигнув 8,72%.

На основании вышеизложенного можно утверждать, что предложенное мероприятие по использованию механизма мотивации труда в ООО «КЛ ГРУПП» эффективно и может быть использовано во всех салонах компании.

Таблица 6 / Table 6

Влияние предложения по использованию механизма трудовой мотивации на финансовые результаты деятельности ООО «КЛ ГРУПП», тыс. руб. / Impact of the proposal to use work motivation mechanism on the financial performance of OOO KL GROUP, thousand rubles

Показатель / Indicator	До внедрения предложения / Before the proposal	После внедрения предложения / After the proposal	Изменение (+, –) / Change (+, –)	Изменение, % / Change, %
Выручка / Revenue from sale of goods	1 347 170	1 378 496	31 326	2,33
Себестоимость продаж / Production cost	(1 240 050)	(1 245 481)	(5 431)	0,44
Валовая прибыль (убыток) / Gross profit (loss)	107 120	133 015	25 895	24,17
Коммерческие расходы / Commercial expenses	(9 630)	(9 680)	(50)	0,52
Управленческие расходы / Administrative expenses	(2 920)	(3 170)	(250)	8,56
Прибыль (убыток) от продаж / Sales profit	94 570	120 165	25 595	27,06
Доходы от участия в других организациях / Income from participation in other organizations	–	–	–	–
Проценты к получению / Interest receivable	–	–	–	–
Проценты к уплате / Interest payable	(1 741)	(1 741)	–	–
Прочие доходы / Other income	401	401	–	–
Прочие расходы / Other expenses	(32 910)	(32 910)	–	–
Прибыль (убыток) до налогообложения / Profit (loss) before tax	60 320	85 915	25 595	42,43
Текущий налог на прибыль / Current income tax	(12 064)	(17 183)	(5 119)	42,43
Изменение отложенных налоговых обязательств / Changes in deferred tax liabilities	(134)	(134)	–	–
Изменение отложенных налоговых активов / Changes in deferred tax assets	201	201	–	–
Чистая прибыль (убыток) / Net profit	48 323	68 799	20 476	42,37

ВЫВОДЫ

Мотивированный персонал — залог успешной работы компании для реализации ее стратегии и упрочения положения на рынке. Сегодня для эффективной деятельности организации требуются ответственные и инициативные работники, высокоорганизованные и стремящиеся к трудовой самореализации личности.

Основная цель процесса мотивации — это получение максимальной отдачи от использования имеющихся трудовых ресурсов, что позволяет по-

высить общую результативность и прибыльность деятельности предприятия.

На основании изучения теоретических основ мотивации и результатов исследования по использованию на практике механизма мотивации в салонах продаж компании «КЛ ГРУПП» были сделаны следующие выводы:

1. Мотивационный механизм компании хотя и представлен, но находится в зачаточном состоянии и требует усилий для разработки и внедрения. Мотивационная политика компании окончательно

Таблица 7 / Table 7

Эффективность деятельности ООО «КЛ ГРУПП» в результате внедрения механизма мотивации персонала / Performance of ООО KL GROUP as a result of the implementation of the staff motivation mechanism

Показатель / Indicator	До внедрения предложения / Before the proposal	После внедрения предложения / After the proposal	Изменение (+, -) / Change (+, -)	Изменение, % / Change, %
Часовая выработка одного работника, тыс. руб. / Hour production of one employee, thousand rubles	1,398	1,468	0,07	5
Производительность труда (годовая выработка одного работника), тыс. руб. / Labor productivity (Annual output of one employee), thousand rubles	2768,6	2906,6	138	5
Выручка в год, тыс. руб. / Revenue per year, thousand rubles	1 347 170	1 378 496	31 326	2,33
Прибыль от продаж в год, тыс. руб. / Sale profit per year, thousand rubles	94 570	120 165	25 595	27,06
Рентабельность продаж, % / Profitability of sales, %	7,02	8,72	1,7	24,21
Рентабельность по чистой прибыли, % / Net profit margin, %	3,59	4,99	1,4	38,99
Фонд заработной платы / Salary fund	128 891	133 069	4178	3,24

Источник / Source: разработано автором / developed by the author.

не разработана вследствие отсутствия в структуре управления мотивирующего звена и специалиста в области организации труда.

2. Предложена система трудовой мотивации персонала, которая должна сыграть важную роль в управлении персоналом, позволит обеспечить эффективные коммуникации и разрешить конфликты в коллективе.

3. На примере показано, что внедрение механизма мотивации труда в салонах ООО «КЛ ГРУПП» дало следующие результаты:

- производительность труда работников салонов выросла на 5%;
- годовая выручка всего предприятия увеличилась на 2,3%;
- прибыль от продаж в год выросла на 27%;

- рентабельность продаж выросла на 1,7%, достигнув 8,72%.

Таким образом, можно утверждать, что предложенное мероприятие эффективно и может быть использовано во всех салонах продаж компании в целях повышения эффективности использования трудовых ресурсов и финансовых результатов деятельности предприятия. На примере наглядно показано, что правильное использование механизмов мотивации позволяет связать трудовую мотивацию сотрудников компании с конечными финансовыми результатами деятельности всего предприятия.

4. В настоящее время существует множество методов мотивации персонала, которые носят как материальный, так и нематериальный характер.

И только от правильного использования сочетаний этих элементов будет зависеть итоговый результат.

Наиболее эффективным, на наш взгляд, является следующий подход к разработке и использованию мотивационного механизма и системы мотивации в управлении персоналом, который потребует решения ряда задач:

- во-первых, изучение теоретического материала по различным методикам и инструментам, применяемым для исследования мотивационного профиля сотрудников и анализа системы мотивации, которые позволят выявить ценностную ориентацию работника или коллектива, направленность мотивации, направления совершенствования работы;
- во-вторых, на практике исследование структуры материальных и моральных мотивов сотрудников компании и конкретизация их сущности в условиях развития компании;
- в третьих, выявление факторов, определяющих структуру мотивационного механизма;
- в-четвертых, определение возможности использования мотивационных механизмов в соответствии с целями развития компании (разработка предложений о внедрении механизмов и расчет эффективности их использования);
- в-пятых, выбор соответствующего комплекса инструментов воздействия на трудовое поведение персонала;
- в-шестых, на основе изучения теоретического материала и полученных результатов всех исследований принятие решений об использовании мотивационных механизмов и изменениях в системе трудовой мотивации персонала компании.

РЕКОМЕНДАЦИИ

Для совершенствования системы мотивации персонала на предприятии «КЛ ГРУПП» необходимо:

1. Разработать полный комплекс мероприятий по управлению трудовой мотивацией, используя:

а) организационно-административные методы и социально-психологические методы, превращая административное задание в осознанный долг, внутреннюю потребность хорошо работать; повысить эффективность методов нормативного описания труда;

б) экономические методы, для чего необходимо разработать систему стимулирования труда всех звеньев организационной структуры; усовершенствовать систему материального поощрения работников, способную повысить ответственность сотрудников за качество, эффективность работы и участие в получении прибыли.

2. Использовать механизмы мотивации, направленные на снижение текучести и удержание ценных кадров не предприятия, повышение инициативы менеджеров всех звеньев и руководства, квалификации и профессионального роста, уровня исполнительской дисциплины, перспективы карьерного роста сотрудников.

Совершенствование системы трудовой мотивации всех звеньев персонала позволит обеспечить компании более высокую степень удовлетворенности персонала своим рабочим местом, своим руководством, своим компенсационным пакетом, и, что немаловажно, заставит гораздо внимательнее относиться к результатам своего труда, повышая его эффективность. Все это, в свою очередь, отразится на росте финансовых результатов деятельности всей компании и эффективности ее деятельности.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Кондратьев О. В., Мелихов Ю. Е., Снежинская М. В. Мотивация персонала. Нет мотива — нет работы. М.: Альфа-Пресс; 2005.
2. Яковлева Т. Г. Мотивация персонала. Построение эффективной системы оплаты труда. СПб.: Питер; 2009.
3. Армстронг М. Практика управления человеческими ресурсами. 10-е изд. СПб.: Питер; 2010.
4. Шапиро С. А. Мотивация и стимулирование персонала. М.: ГроссМедиа Ферлаг; 2005.
5. Соломанидина Т. О., Соломанидин В. Г. Управление мотивацией персонала (в таблицах, схемах, тестах, кейсах). М.: Журнал «Управление персоналом»; 2005.
6. Василенко О. А. Курс лекций по дисциплине «Финансовый анализ». Домодедово: Социально-правовой институт экономической безопасности; 2016.
7. Заров К. Г. Обобщенный анализ возможностей повышения прибыли коммерческого предприятия. *Финансовый менеджмент*. 2008;(1):1–9.
8. Генкин Б. М. Методы повышения производительности и оплаты труда. М.: Норма; 2018.
9. Базаров Т. Ю., Еремин Б. Л. Управление персоналом. М.: Юнити-Дана; 2015.
10. Кравченко Л. И. Анализ хозяйственной деятельности в торговле. 8-е изд. М.: Новое знание; 2005.
11. Лукич Р. М. Материальная мотивация продавцов. Причины, возможности, ограничения. М.: Манн, Иванов и Фербер; 2010.

12. Ветлужских Е. Мотивация и оплата труда. Инструменты. Методики. Практика. М.: Альпина Паблишер; 2016.
13. Herzberg F., Mausner B., Snyderman B.B. The motivation to work. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers; 2011.
14. Finney M.I. How to motivate employees. Upper Saddle River, NJ: FT Press; 2010.
15. Коновалова Г.И. Проблемы управления затратами на предприятии и способы их решения. *Менеджмент в России и за рубежом*. 2008;(1):97–99.

REFERENCES

1. Kondrat'ev O.V., Melikhov Yu.E., Snezhinskaya M.V. Staff motivation. No motive — no work. Moscow: Alfa-Press; 2005. (In Russ.).
2. Yakovleva T.G. Staff motivation. Building an effective wage system. St. Petersburg: Piter Publ.; 2009. (In Russ.).
3. Armstrong M. Armstrong's handbook of human resource management practice. 10th ed. Transl. from Eng. St. Petersburg: Piter Publ.; 2010. (In Russ.).
4. Shapiro S.A. Motivation and incentives of personnel. Moscow: GrossMedia Ferlag; 2005. (In Russ.).
5. Solomanidina T.O., Solomanidin V.G. Management of staff motivation (in tables, charts, tests, cases). Moscow: "Upravlenie personalom" Journal; 2005. (In Russ.).
6. Vasilenko O.A. A course of lectures on the discipline "Financial Analysis". Domodedovo: Social and Legal Institute of Economic Security; 2016. (In Russ.).
7. Zarov K.G. Generalized analysis of opportunities to increase profits of a commercial enterprise. *Finansovyi menedzhment = Financial Management*. 2008;(1):1–9. (In Russ.).
8. Genkin B.M. Methods of increasing productivity and wages. Moscow: Norma Publ.; 2018. (In Russ.).
9. Bazarov T. Yu., Eremin B.L. Personnel management. Moscow: Unity-Dana; 2015. (In Russ.).
10. Kravchenko L.I. Analysis of economic activities in trade. 8th ed. Moscow: Novoe znanie; 2005. (In Russ.).
11. Lukic R.M. Material motivation of sellers: Reasons, opportunities, limitations. Moscow: Mann, Ivanov and Ferber; 2010. (In Russ.).
12. Vetluzhskikh E. Motivation and pay: Instruments. Techniques. Practice. Moscow: Alpina Publisher; 2016. (In Russ.).
13. Herzberg F., Mausner B., Snyderman B.B. The motivation to work. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers; 2011.
14. Finney M.I. How to motivate employees. Upper Saddle River, NJ: FT Press; 2010.
15. Konovalova G.I. Problems of cost management in the enterprise and ways to solve them. *Menedzhment v Rossii i za rubezhom = Management in Russia and Abroad*. 2008;(1):97–99. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Василенко Ольга Андриановна — кандидат экономических наук, доцент, заведующая кафедрой экономики и финансов, Социально-правовой институт экономической безопасности, Домодедово, Россия

Olga A. Vasilenko — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Head of the Department of Economics and Finance, Socio-Legal Institute of Economic Security, Domodedovo, Russia
ovasilenko@mail.ru

Статья поступила 25.03.2019; принята к публикации 13.05.2019.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was received on 25.03.2019; accepted for publication 13.05.2019.

The author read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-82-95

УДК 33(045)

JEL E22, E69

Индексный метод оценки эффективности функционирования видов экономической деятельности

А.Ш. Камалетдинов^а, А.А. Ксенофонтов^б

Финансовый университет, Москва, Россия

^а <http://orcid.org/0000-0003-2237-5199>; ^б <http://orcid.org/0000-0003-0672-7828>

АННОТАЦИЯ

Предметом исследования являются экономики субъектов РФ и функционирующие на их территориях отрасли хозяйственной деятельности. Цель исследования – разработка методов оценки эффективности функционирования отраслей экономики и видов экономической деятельности в границах 85 субъектов Российской Федерации и создание рейтинга эффективности функционирования субъектов РФ по виду экономической деятельности «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды». Применялись экономико-статистические методы, системный анализ, а также общенаучные методы сравнений и сопоставлений. Основные расчеты выполнены на основе разработанного авторами индекса эффективности налоговых поступлений по видам экономической деятельности. Он базируется на 13 индикаторах, каждый из которых соответствует виду экономической деятельности и оценивает уровень экономического развития субъекта РФ. Проанализированы отчеты о налоговых доходах и численности занятого населения в разрезе видов экономической деятельности. Анализ данных и оценка параметров проводились с помощью программы статистической обработки информации – IBM SPSS Statistics 20, аналитического модуля информационно-аналитической системы региональных налоговых поступлений «Налоги РФ» и табличного процессора MS Excel 365. На основе предложенного метода получено распределение субъектов РФ в соответствии со значениями индекса налоговых поступлений по всем видам экономической деятельности в 2016 г. Рассмотрена эффективность налоговых поступлений по отдельным индикаторам, входящим в индекс. Получено распределение субъектов РФ по индикатору вида экономической деятельности «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды». Рассчитаны индикаторы распределения для каждого субъекта РФ. Построены графики, отображающие структуру индекса эффективности налоговых поступлений в Московской области и в Республике Алтай в 2016 г. Предлагаемая методика позволяет получить комплексный показатель деятельности и развития системы, дать оценку ее потенциалу, определить цели, выявить инфраструктурные проблемы, недостатки в диверсификации экономики, оценить инвестиционные риски и угрозы.

Ключевые слова: региональная экономика; индексный метод; индекс; занятое население; налоговый доход; вид экономической деятельности

Для цитирования: Камалетдинов А.Ш., Ксенофонтов А.А. Индексный метод оценки эффективности функционирования видов экономической деятельности. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):82-95. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-82-95

ORIGINAL PAPER

Index Method of Evaluating the Performance of Economic Activities

A. Sh. Kamaletdinov^a, A. A. Ksenofontov^b

Financial University, Moscow, Russia

^a <https://orcid.org/0000-0003-2237-5199>; ^b <http://orcid.org/0000-0003-0672-7828>

ABSTRACT

The subject of the research is the economies of the constituent entities of the Russian Federation and the branches of economic activity functioning in their territories. The aim of the study is to develop methods for assessing the efficiency of economic sectors and types of economic activity within the boundaries of 85 constituent entities of the Russian Federation and to create a rating of the efficiency of the constituent entities by the type of economic activity “Production

and distribution of electricity, gas and water". Economic and statistical methods, system analysis, as well as general scientific methods of comparison were used. The main calculations are based on the tax revenue efficiency index developed by the authors by types of economic activity. It is based on 13 indicators, where each corresponds to the type of economic activity and assesses the level of economic development of a constituent entity of the Russian Federation. The authors analyzed the reports on tax revenues and the number of employed population in the context of economic activities. Data analysis and parameter estimation were carried out by means of the statistical information processing program IBM SPSS Statistics 20, the analytical module of the Russian Taxes regional tax revenue information analysis system and the MS Excel 365 tabular processor. Based on the proposed method, the distribution of the constituent entities of the Russian Federation was obtained according to the values index of tax revenues for all types of economic activity in 2016. The effectiveness of tax revenues for individual indicators included in the index was considered. The distribution of the constituent entities of the Russian Federation by the type of economic activity "Production and distribution of electricity, gas and water" was obtained. The distribution indicators for each constituent entity of the Russian Federation were calculated. Graphs showing the structure of the tax revenues efficiency index in the Moscow region and in the Altai Republic in 2016 were built. The proposed method allows to obtain a comprehensive indicator of the system's activities and development, to assess its potential, to define goals, to identify infrastructural problems and the shortcomings in economic diversification, as well as to evaluate investment risks and threats.

Keywords: regional economy; index method; index; employed population; tax income; type of economic activity

For citation: Kamaletdinov A. Sh., Ksenofontov A.A. Index method of evaluating the performance of economic activities. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(3):82-95. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-82-95

ВВЕДЕНИЕ

Экономика Российской Федерации находится в сложной ситуации. На экономическое развитие страны влияют как внешние, так и внутренние факторы. К внешним факторам, препятствующим развитию экономики, можно отнести обострение геополитической ситуации, постоянное расширение санкционных списков, направленное против деятельности российских компаний, нестабильность мировых рынков, падение цен на энергоресурсы и пр. Список внутренних факторов, замедляющих темпы экономического развития страны, еще более обширен. К ним можно отнести: затянувшийся финансово-экономический кризис, технологическую отсталость отечественных компаний и отраслей производства, неэффективное использование человеческих и природных ресурсов, невыгодные условия кредитования компаний на внутреннем рынке, старение и низкие темпы ввода основных фондов и пр.

В работе [1, с. 118–127] рассмотрено функционирование экономики РФ как диффузной системы и разработана модель макроэкономической производственной функции, являющейся аналогом функции Кобба–Дугласа [2, с. 139–165]. В работе [3, с. 120–127] представлена концептуальная модель финансово-экономического функционирования субъекта РФ, где эффективность экономической деятельности региона оценивается через производимый на ее территории налоговый доход. Данного рода аспект будет применен в исследованиях, описанных ниже.

В статье [4, с. 63–70] предпринята первая попытка использования индексного метода для ана-

лиза эффективности функционирования субъектов РФ. Здесь же представлен рейтинг эффективности функционирования субъектов РФ. В результате все субъекты были разделены на три кластера: группа субъектов опережающего развития, группа субъектов, стремящихся к среднему значению, и субъекты, отстающие в экономическом развитии.

В работе [5, с. 139–145] на примере Ивановской области показана технологическая отсталость расположенных на ее территории обрабатывающих производств, старение и низкие темпы введения основных фондов и неэффективное использование активного и занятого населения. Аналогичного рода исследованиям посвящены работы отечественных и зарубежных авторов [6], [7, с. 113–116], [8, с. 7–10].

Авторы предприняли попытку исследовать финансово-экономическое состояние субъектов РФ на основе индексного метода в разрезе видов экономической деятельности. Индексный метод относится к методам статистического анализа и его прикладной аспект исследований используется во многих отраслях науки и техники. Особое применение данный метод получил в экономических исследованиях. При этом затрагиваются различные аспекты экономической и управленческой деятельности.

Наибольшую популярность данный метод завоевал в области макроэкономических исследований. Так, на Всемирном экономическом форуме в Давосе в 2018 г. было предложено использовать индекс инклюзивного развития стран (Inclusive Development Index; IDI). Этот индекс оценивает экономическое положение 107 стран по критериям экономического роста, устойчивости и справедливости. IDI

основывается на двенадцати индикаторах, которые объединены в три группы. Специалисты форума считают, что IDI отражает уровень экономического развития страны лучше, чем индикатор роста ВВП¹.

По оценке IDI, первую позицию рейтинга занимает Норвегия, а последнюю — Республика Мозамбик. Российская Федерация находится на 19 позиции, проигрывая четыре пункта Республике Казахстан.

Применению индексного метода в экономических исследованиях посвящен ряд работ зарубежных авторов. Особое внимание уделено разработке методов расчета индекса стабильного экономического благосостояния, известного как Genuine Progress Indicator (GPI). GPI был разработан Германом Дэйли и Джоном Коббом в 1989 г. Данный индекс был предложен учеными в качестве «способа оценки экономики, который дает лучшие ориентиры для тех, кто заинтересован в увеличении экономического благосостояния» [9]. GPI — это величина ВВП на душу населения страны, скорректированная на сумму затрат, инвестированных в социально-экономическое и экологическое развитие. Создание GPI является одной из удачных попыток синтеза агрегированного монетарного индекса. На сегодняшний день в области исследования GPI известны следующие работы: [10, с. 13–28], [11, с. 162–172], [12, с. 330–341].

Индексный метод используется и для оценки развития территорий РФ. Консорциумом Леонтьевский центр — AV Group разработан документ, имеющий название «Индекс конкурентоспособности регионов — Полюсы роста России (AV RCI-2015)»². В этой работе описывается методика создания и применения Индекса конкурентоспособности регионов, где он определяет возможность региона конкурировать за рынки сбыта и ресурсы. Подобного рода исследования проводятся и в работах «Анализ факторов повышения конкурентоспособности России на международном рынке» [13] и «Оценка экономического развития стран на основе индекса глобальной конкурентоспособности» [14, с. 128–138].

В экологической экономике часто используется индекс устойчивости окружающей среды

(Environmental Sustainability Index, ISE), разработанный Колумбийским и Йельским университетами для Всемирного экономического форума в Давосе. Прикладной аспект использования ISE на современном этапе отражен в работах [15, с. 13–28] и [16, с. 285–300].

Также индексный метод может применяться в логистике [17, с. 158–169], при анализе развития зеленого производства [18, с. 229–248], анализе эффективности производственной деятельности в различных отраслях экономики [19, с. 639–662], [20, с. 243–261] и пр.

Предметом данного исследования является экономика субъектов РФ и функционирующие на их территориях отрасли хозяйственной деятельности. В качестве рассматриваемых территорий выступили 85 субъектов Российской Федерации. Проанализированы 13 видов экономической деятельности.

Цель исследования — разработка методов оценки эффективности функционирования отраслей экономики в границах 85 субъектов Российской Федерации в разрезе видов экономической деятельности. В том числе, создание рейтинга эффективности функционирования субъектов Российской Федерации по виду экономической деятельности, в частности по распределению электроэнергии, газа и воды.

Исследования проводились на основе экономико-статистических методов, системного анализа, а также общенаучных методов сравнений и сопоставлений. Основные расчеты выполнены с помощью разработанного авторами индексного метода анализа видов экономической деятельности субъектов РФ.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЙ

Для объективной оценки экономической активности субъектов РФ авторами предлагается метод, основанный на интегральном показателе налоговых поступлений по всем видам экономической деятельности — индексе эффективности налоговых поступлений. Для оценки эффективности налоговых поступлений в субъектах РФ в работе предлагается использовать индексный метод.

При вычислении значений индекса использовались статистические данные за 2015–2016 гг., представленные Федеральной налоговой службой (ФНС) РФ и статистические данные по основным социально-экономическим показателям, предоставляемые Федеральной службой государственной статистики (ГКС) РФ. Для упрощения последующего анализа собранные данные были консолидированы в базе данных информационно-аналитической

¹ Индекс инклюзивного развития 2018: Всемирный экономический форум в Давосе. Новости экономики (economynews.ru). 1999–2018. URL: <http://www.economynews.ru/mirovaja-jekonomika/524-indeks-inkluzivnogo-razvitiya-2018-vsemimyj.html> (дата обращения: 26.07.2018).

² Индекс конкурентоспособности регионов — Полюсы роста России (AV RCI — 2015). URL: http://av-group.ru/wp-content/uploads/2015/10/AV_RCI_2015.pdf (дата обращения: 26.07.2018).

системы региональных налоговых поступлений «Налоги РФ» [21, с. 56–57].

В настоящее время система федеральных округов Российской Федерации включает девять структурных единиц, в состав которых входят 85 субъектов. Министерством экономического развития РФ и Федеральным агентством по техническому регулированию и метрологии разработан «Общероссийский классификатор видов экономической деятельности — ОК 029–2014»³ (ОКВЭД), претерпевший незначительные изменения в 2018 г. В соответствии с данным документом мы имеем глубокую детализацию всех экономических отраслей РФ. В приведенных расчетах были использованы данные, предоставляемые ФНС РФ: форма статистической налоговой отчетности № 1-НОМ⁴ и ГКС РФ «Регионы России. Социально-экономические показатели»⁵. В перечисленных отчетах выделяют укрупненные, соответствующие разделам ОКВЭД, виды экономической деятельности (табл. 1).

Введем следующий относительный показатель эффективности деятельности. Он равен отношению величины налогового дохода к среднегодовой численности занятого населения субъекта РФ по определенному виду экономической деятельности. Назовем этот показатель относительным показателем эффективности налоговых поступлений (ОПЭН) по виду экономической деятельности. Для каждого субъекта можно определить тринадцать таких показателей (по числу видов экономической деятельности, $m = 13$) — ОПЭН _{ij} , где индекс i принимает значения от 1 до 85 (по числу субъектов в РФ, $n = 85$), а индекс j соответствует виду экономической деятельности и, значит, изменяется в пределах от 1 до 13.

Данный показатель характеризует налоговый доход в среднем по субъекту, который приносит в бюджет страны один работник, занятый соответствующим видом экономической деятельности. В дальнейшем этот показатель для простоты обозначения и использования будем обозначать как X_{ij} .

Далее вычислим для каждого вида экономической деятельности среднюю величину относительного показателя эффективности налоговых поступлений по всем субъектам. В результате получим тринадцать средних величин, которые определялись

по формуле простой средней $\bar{X}_j = \frac{\sum_{i=1}^n X_{ij}}{n}$.

Затем для каждого налога определим дисперсию D_j и среднее квадратическое отклонение σ_j относительного показателя эффективности налоговых поступлений по всем субъектам. Эти показатели вариации были рассчитаны по следующим

формулам: $D_j = \frac{\sum_{i=1}^n (X_{ij} - \bar{X}_j)^2}{n-1}$ и $\sigma_j = \sqrt{D_j}$.

С помощью вычисленных средних величин проведем центрирование всех относительных показателей X_{ij} по формуле $\dot{X}_{ij} = X_{ij} - \bar{X}_j$. Если теперь к полученным центрированным относительным показателям $\dot{X}_{ij}$ применить операцию нормирования с помощью средних квадратических отклонений σ_j , то получим стандартизованные относительные показатели эффективности налоговых поступлений (индикаторы) для каждого вида экономической деятельности по всем субъектам

$U_{ij} = \frac{\dot{X}_{ij}}{\sigma_j}$. Отметим, что величины U_{ij} не имеют

размерности. Кроме того, все средние величины стандартизованных относительных показателей эффективности налоговых поступлений для каждого вида экономической деятельности равны нулю, т.е. $\bar{U}_j = 0$ для всех j , а все дисперсии этих показате-

телей $D_j = \frac{\sum_{i=1}^n (U_{ij} - \bar{U}_j)^2}{n-1}$ равны единице.

Поскольку на величину налоговых доходов по различным видам экономической деятельности оказывает влияние множество факторов разной природы, то можно предполагать, что стандартизованные величины U_{ij} подчиняются разным законам распределения, но с одинаковыми средними и дисперсиями. Таким образом, каждый субъект РФ можно охарактеризовать системой безразмерных показателей с одинаковыми средними величинами, равными нулю, и дисперсиями, равными единице.

Если для каждого субъекта просуммировать полученные показатели по всем видам экономической деятельности, то в итоге будем иметь значения некоторого совокупного показателя, отражающего эффективность налоговых поступлений в субъекте

³ Росстандарт «ОК 029–2014 (КДЕС Ред.2). Общероссийский классификатор видов экономической деятельности» от 31.01.2014 № 14-ст. Собрание законодательства Российской Федерации с изм. и доп. в ред. от 29.03.2018.

⁴ Отчет по форме 1-НОМ по состоянию на 01.01.2017 в разрезе субъектов Российской Федерации. Nalog.ru: Федеральная налоговая служба РФ. 2005–2018. URL: https://www.nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6092076/ (дата обращения: 19.09.2018).

⁵ Регионы России. Социально-экономические показатели. URL: // <http://www.gks.ru/>; Федеральная служба государственной статистики. 1999–2018. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/region/reg-pok17.pdf (дата обращения: 21.09.2018).

Таблица 1 / Table 1

Отношение долей ВЭД в налоговых поступлениях и занятом населении в 2015–2016 гг. / Ratio of shares of foreign economic activity in tax revenues and the employed population in 2015–2016

№ / No.	Вид экономической деятельности / Type of Economic Activity (TEA)	Доля ВЭД в налоговых поступлениях, $d_{\text{нп}}$, в % / Share of TEA in tax revenues, $d_{\text{нп}}$, %		Доля ВЭД в занятом населении, $d_{\text{зн}}$, в % / Share of TEA in the employed population, $d_{\text{зн}}$, %		Отношение $d_{\text{нп}}$ к $d_{\text{зн}}$ / Relation $d_{\text{нп}}$ to $d_{\text{зн}}$	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
1	Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство; рыболовство, рыбоводство / Agriculture, hunting and forestry; fishing, fish farming	0,80	0,86	9,42	7,63	0,08	0,11
2	Добыча полезных ископаемых / Mining	34,31	29,52	1,59	1,55	21,69	19,01
3	Обрабатывающие производства / Manufacturing industries	19,75	22,45	14,39	14,22	1,37	1,58
4	Производство и распределение электроэнергии, газа и воды / Production and distribution of electricity, gas and water	3,45	4,13	2,81	2,76	1,23	1,50
5	Строительство / Construction	4,80	5,24	8,26	8,65	0,58	0,61
6	Оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и предметов личного пользования / Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles, motorcycles, household goods and personal items	12,12	12,37	18,85	18,92	0,64	0,65
7	Гостиницы и рестораны / Hotels and restaurants	0,67	0,74	1,96	2,29	0,34	0,32
8	Транспорт и связь / Transport and communication	6,40	6,55	8,04	8,30	0,80	0,79
9	Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг / Real estate transactions, lease and provision of services	11,92	12,31	8,78	9,93	1,36	1,24
10	Образование / Education	2,33	2,34	8,10	7,70	0,29	0,30
11	Здравоохранение и предоставление социальных услуг / Health and social services	1,90	1,91	6,62	6,39	0,29	0,30
12	Предоставление прочих коммунальных, социальных и персональных услуг / Provision of other public, social and personal services	1,51	1,56	3,74	4,40	0,40	0,35
13	Другие виды деятельности / Other activities	0,04	0,02	7,44	7,26	0,00	0,00

Источник / Source: рассчитано авторами на основе данных ФНС РФ. URL: https://www.nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6092076/ (дата обращения: 19.09.2018); ГКС РФ. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/region/reg-pok17.pdf (дата обращения: 21.09.2018) / calculated by the authors based on the data from the Federal Tax Service of the Russian Federation. URL: https://www.nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6092076/ (accessed on 19.09.2018) and the SSC of the Russian Federation. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/region/reg-pok17.pdf (accessed on 21.09.2018).

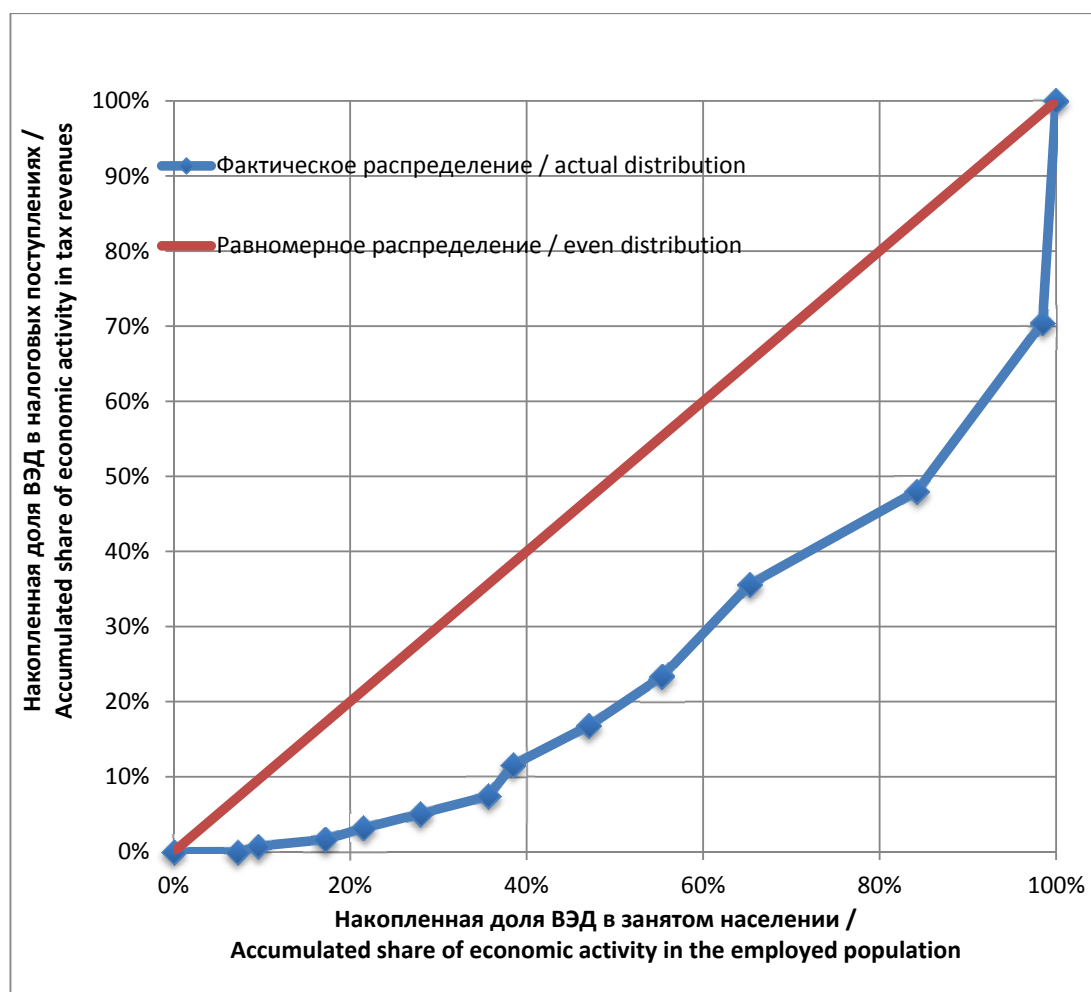


Рис. 1 / Fig. 1. Распределение налоговых поступлений по ВЭД в 2016 г. (ломаная линия – фактическое распределение; пунктирная линия – равномерное распределение) / Distribution of tax revenues by economic activity in 2016 (broken line – the actual distribution; dotted line – even distribution)

Источник / Source: построено авторами на основе данных ФНС РФ. URL: https://www.nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6092076/ (дата обращения: 19.09.2018); ГКС РФ. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/region/reg-pok17.pdf (дата обращения: 21.09.2018) / built by the authors based on data from the Federal Tax Service of the Russian Federation. URL: https://www.nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6092076/ (accessed on 19.09.2018); GKS RF. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/region/reg-pok17.pdf (accessed on 21.09.2018).

по всем видам экономической деятельности:

$$I_i = \sum_{j=1}^m U_{ij}. \text{ Полученный индекс эффективности}$$

налоговых поступлений базируется на тринадцати индикаторах, каждый из которых соответствует виду экономической деятельности и оценивает уровень экономического развития субъекта (значение индекса в i -м субъекте равняется I_i).

Оценим долю каждого вида экономической деятельности в общем налоговом доходе и в численности занятого населения (табл. 1).

Из табл. 1 видно, что доля ВЭД «Добыча полезных ископаемых» составляет почти треть от всех налоговых поступлений.

Сравнивая структуру налоговых поступлений и занятого населения, видно, что отношения долей налоговых поступлений $d_{\text{нп}}$ к долям занятого населения $d_{\text{зн}}$ по видам экономической деятельности значительно различаются между собой (например, в 2016 г. наибольшее значение 19,01 наблюдалось для ВЭД «Добыча полезных ископаемых», а наименьшее — 0,11 для ВЭД «Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство; рыболовство, рыбоводство»). Отличаются они и от равномерного распределения налоговых поступлений (в этом случае отношение долей $d_{\text{нп}}$ к $d_{\text{зн}}$ равно единице).

На рис. 1 представлен график распределения налоговых поступлений по видам экономической

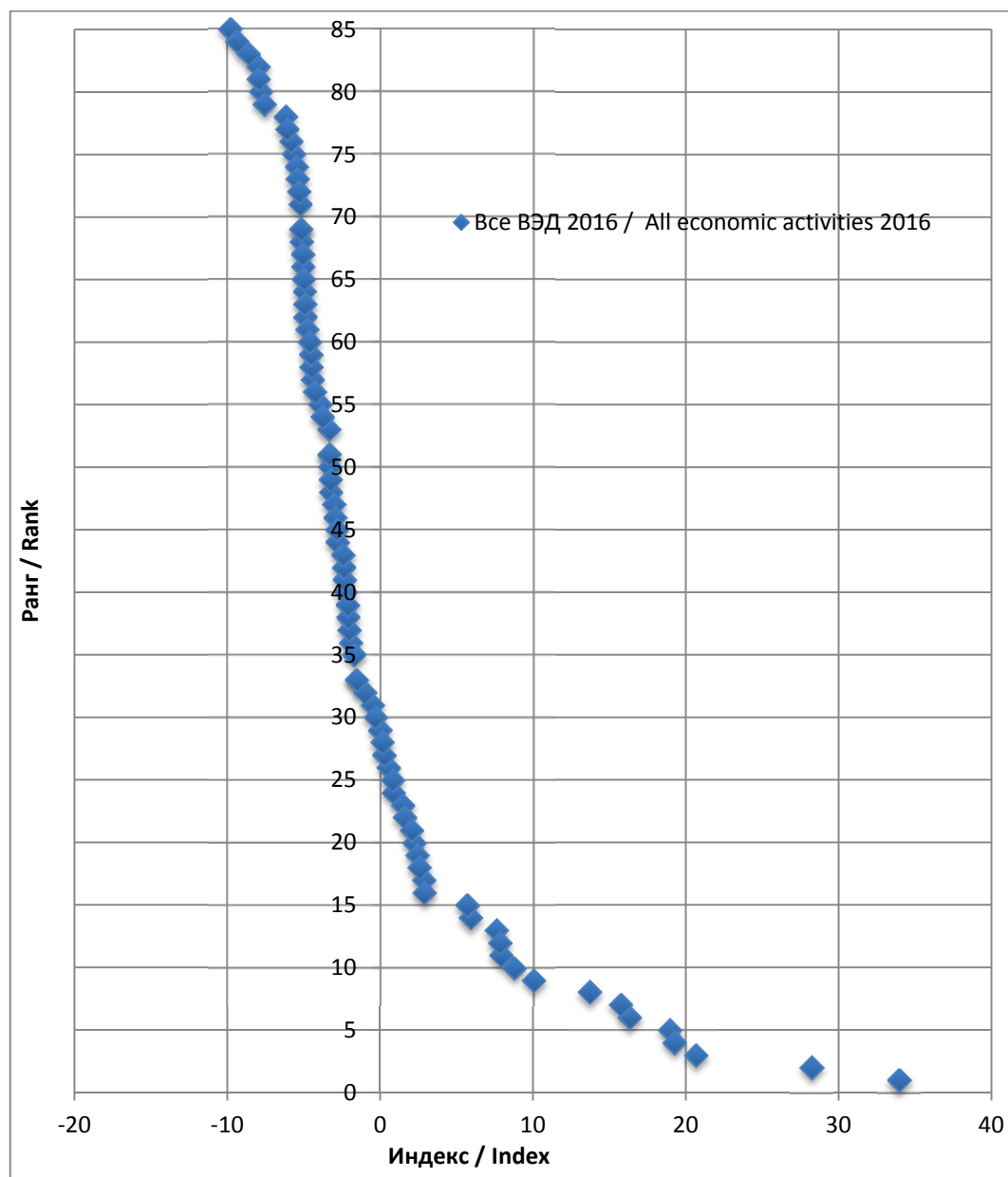


Рис. 2 / Fig. 2. Распределение субъектов РФ в соответствии со значениями индекса налоговых поступлений по всем ВЭД в 2016 г. / Distribution of the constituent entities of the Russian Federation in accordance with the tax revenues index for all types of economic activity in 2016

Источник / Source: построено авторами на основе данных табл. 1 / developed by the authors based on Tabl. 1.

деятельности (аналог кривой Лоренца), который наглядно демонстрирует неравенство такого распределения (значительное отклонение от равномерного распределения).

Степень неравномерности налоговых поступлений по видам экономической деятельности можно оценить количественно. Для такой оценки используем аналог коэффициента Лоренца K_L . Величину этого коэффициента можно определить по формуле

$$K_L = \frac{1}{2} \sum_j |d_{нпj} - d_{знj}|, \quad (1)$$

где суммирование производится по всем видам экономической деятельности. Значение коэффициента K_L , отражающего неравномерность налоговых поступлений по видам экономической деятельности в 2016 г., оказалось равным 0,40. Полученное значение коэффициента K_L говорит о том, что распределение налоговых поступлений по видам экономической деятельности в 2016 г. значительно отличается от равномерного распределения.

Предлагаемый авторами индекс эффективности налоговых поступлений является интегральным

Таблица 2 / Table 2

Индикатор распределения субъектов РФ по ВЭД «Производство и распределение электроэнергии газа и воды» в 2016 г. / Indicator of distribution of the constituent entities of the Russian Federation by type of economic activity "Production and distribution of electricity, gas and water" in 2016

Субъект РФ / Constituent entity of the Russian Federation	Индикатор по 1240 / Indicator 1240	Ранг / Rank	Субъект РФ / Constituent entity of the Russian Federation	Индикатор по 1240 / Indicator 1240	Ранг / Rank
Москва	5,46855	1	Нижегородская обл.	-0,29498	44
Красноярский край	4,38956	2	Республика Карелия	-0,30163	45
Ханты-Мансийская АО	2,21977	3	Калужская область	-0,32573	46
Республика Хакасия	1,89342	4	Кабардино-Балк. Респ.	-0,32852	47
Санкт-Петербург	1,61829	5	Оренбургская обл.	-0,32902	48
Иркутская обл.	1,50083	6	Еврейская АО	-0,35516	49
Московская обл.	1,4381	7	Приморский край	-0,39471	50
Ленинградская обл.	1,24543	8	Ивановская обл.	-0,41518	51
Тюменская обл.	1,11134	9	Забайкальский край	-0,41524	52
Амурская обл.	1,10717	10	Респ. Северная Осетия	-0,41681	53
Ставропольский край	0,64021	11	Респ. Марий Эл	-0,42119	54
Ямало-Ненецкий АО	0,53125	12	Пензенская обл.	-0,42483	55
Магаданская обл.	0,38516	13	Вологодская обл.	-0,42684	56
Тульская обл.	0,30986	14	Рязанская обл.	-0,42811	57
Свердловская обл.	0,30364	15	Севастополь	-0,42813	58
Мурманская обл.	0,27138	16	Липецкая обл.	-0,43485	59
Камчатский край	0,27018	17	Кемеровская обл.	-0,44914	60
Новосибирская обл.	0,22632	18	Смоленская обл.	-0,45503	61
Саратовская обл.	0,19555	19	Республика Крым	-0,46636	62
Ростовская обл.	0,15088	20	Белгородская обл.	-0,46737	63
Калининградская обл.	0,07724	21	Воронежская обл.	-0,47341	64
Челябинская обл.	0,06231	22	Алтайский край	-0,50418	65
Респ. Башкортостан	0,04357	23	Респ. Мордовия	-0,5377	66
Курганская обл.	0,04078	24	Омская обл.	-0,54277	67
Томская обл.	0,03717	25	Курская обл.	-0,54752	68
Краснодарский край	0,02234	26	Астраханская обл.	-0,5752	69
Тверская обл.	-0,02663	27	Орловская обл.	-0,59274	70
Ярославская обл.	-0,04949	28	Новгородская обл.	-0,59961	71
Сахалинская обл.	-0,08211	29	Респ. Адыгея	-0,6092	72
Респ. Дагестан	-0,08899	30	Архангельская обл.	-0,6145	73
Ненецкий АО	-0,1304	31	Удмуртская Респ.	-0,62054	74
Хабаровский край	-0,1342	32	Республика Алтай	-0,63453	75
Республика Саха	-0,13707	33	Тамбовская обл.	-0,65505	76
Чувашская Респ.	-0,15907	34	Ульяновская обл.	-0,65973	77
Республика Коми	-0,18091	35	Чукотский АО	-0,66153	78
Пермский край	-0,18875	36	Республика Бурятия	-0,66884	79
Респ. Татарстан	-0,19606	37	Брянская обл.	-0,71352	80
Республика Тыва	-0,2024	38	Кировская обл.	-0,72622	81
Карачаево-Черк. Респ.	-0,22021	39	Псковская обл.	-0,83866	82
Самарская обл.	-0,27729	40	Респ. Калмыкия	-0,84296	83
Волгоградская обл.	-0,28408	41	Чеченская Респ.	-0,98714	84
Владимирская обл.	-0,28646	42	Респ. Ингушетия	-1,04336	85
Костромская обл.	-0,28845	43			

Источник / Source: рассчитано авторами на основе данных ФНС РФ. URL: https://www.nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6092076/ (дата обращения: 19.09.2018); ГКС РФ. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/region/reg-pok17.pdf (дата обращения: 25.07.2017) / calculated by the authors based on the data from the Federal Tax Service of the Russian Federation. URL: https://www.nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/6092076/ (accessed on 19.09.2018); GKS RF. URL: http://www.gks.ru/free_doc/doc_2017/region/reg-pok17.pdf (accessed on 25.07.2017).

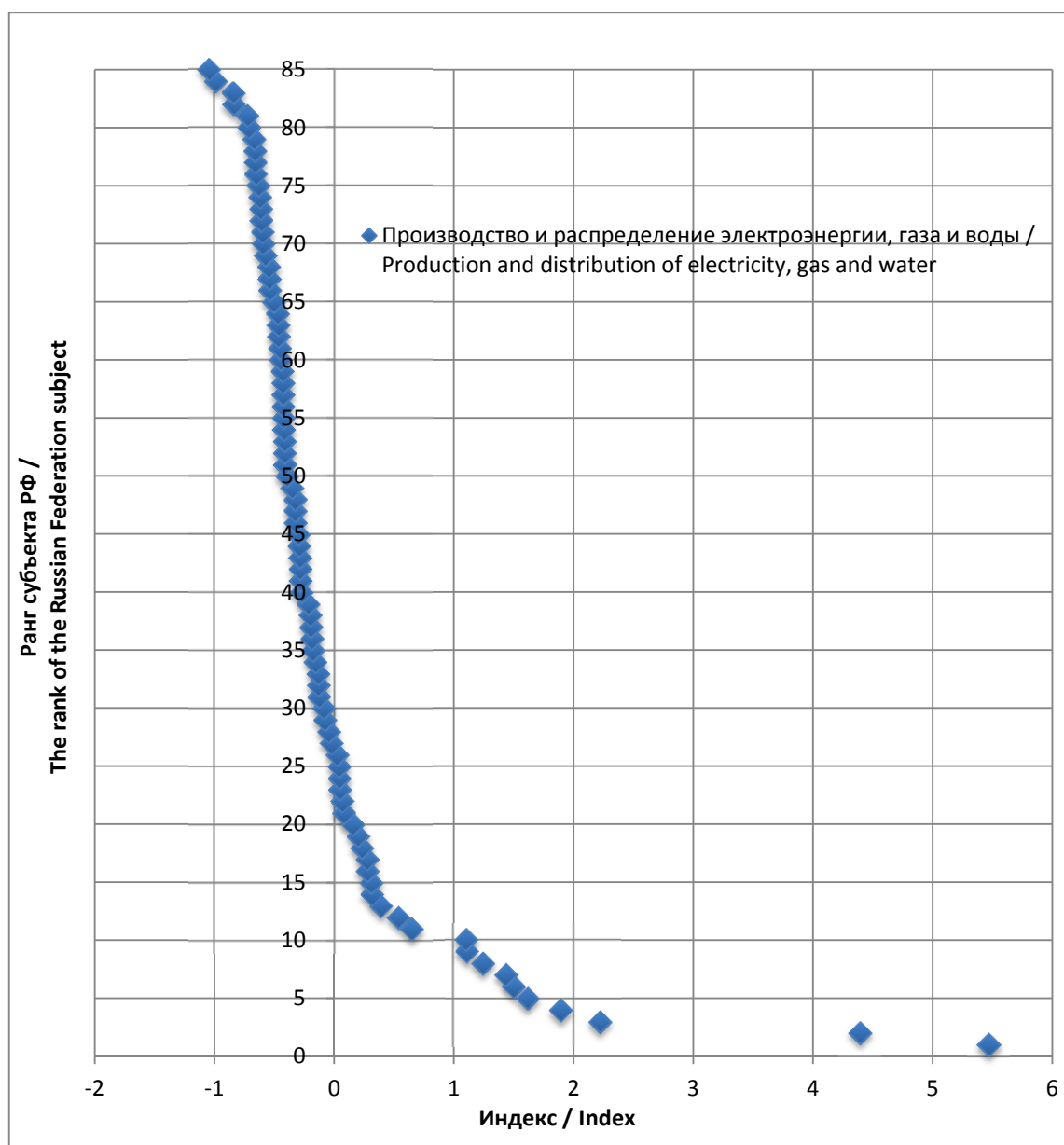


Рис. 3 / Fig. 3. Распределение субъектов РФ в соответствии со значениями индекса налоговых поступлений по ВЭД «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды» в 2016 г. / Distribution of the constituent entities of the Russian Federation in accordance with the tax revenues index by type of economic activity “Production and distribution of electricity, gas and water” in 2016

Источник / Source: построено авторами на основе данных табл. 2 / developed by the authors based on Table 2.

показателем, который может использоваться для измерения уровня экономического развития регионов, их межсубъектного сравнения и оценки эффективности налоговых поступлений в различных видах экономической деятельности. Методика построения индекса дает возможность анализировать его (и его отдельных индикаторов) динамику, что позволяет оценивать изменения в экономической деятельности субъектов в перераспределении роли видов экономической деятельности с точки зрения эффективности налоговых поступлений.

Предлагаемая методика расчета индекса предоставляет возможность использовать множество измерений в любой социально-экономической системе (оценивающих ресурсный, экономический, социальный и т.п. потенциалы системы), что позволяет получить комплексный показатель экономического развития системы, оценки ее потенциала, определить цели, выявить инфраструктурные проблемы, недостатки в диверсификации экономики, оценить инвестиционные риски и угрозы.

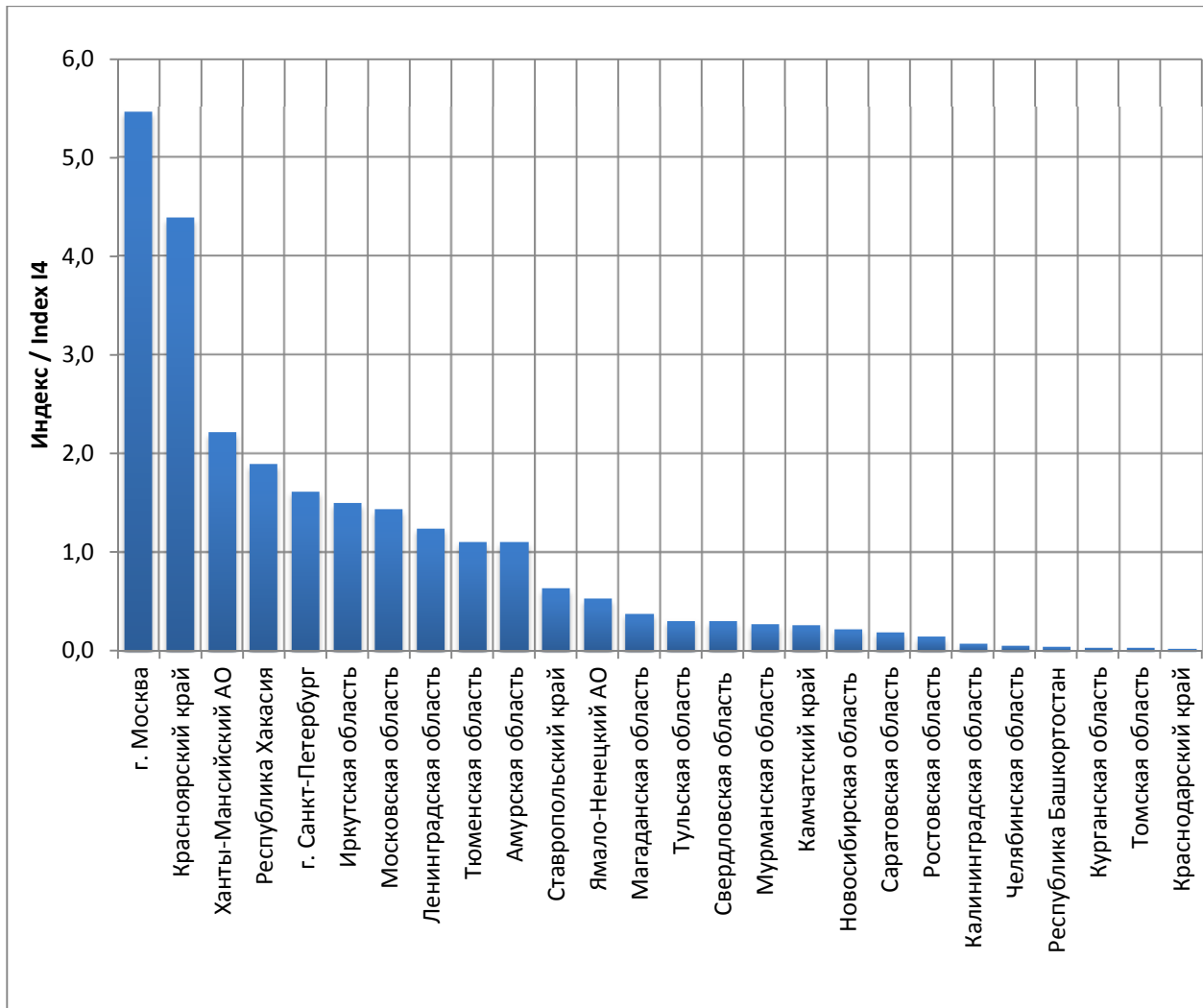


Рис. 4 / Fig. 4. Ранжированный ряд значений индекса эффективности налоговых поступлений по ВЭД «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды», превышающих среднее значение / Ranked number of values of the tax revenues efficiency index by type of economic activity "Production and distribution of electricity, gas and water", exceeding the average value

Источник / Source: построено авторами на основе данных табл. 2 / developed by the authors based on Tabl. 2

Приведем несколько примеров, демонстрирующих возможное применение индекса эффективности налоговых поступлений при анализе экономической деятельности субъектов РФ. На рис. 2 показано распределение субъектов РФ в соответствии со значениями индекса эффективности налоговых поступлений *I*.

Видно, что имеет место достаточно сильное расслоение субъектов РФ по эффективности налоговых поступлений. Например, число субъектов, у которых значение индекса является положительным (выше среднего уровня), равно 28, а в 57 субъектах значение этого показателя ниже нуля.

Можно рассмотреть эффективность налоговых поступлений по отдельным видам экономической деятельности, т.е. по отдельным индикаторам, вхо-

дящим в индекс. В табл. 2 представлено распределение субъектов РФ по индикатору в ВЭД «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды». Из табл. 2 следует, что наиболее развитыми по данному ВЭД субъектами являются Москва, Красноярский край и Ханты-Мансийский автономный округ. Всего выше среднего уровня (нулевая отметка) располагаются 26 субъектов, а ниже — 59. Наиболее слабыми оказались Республика Ингушетия, Чеченская Республика, Республика Калмыкия, Псковская и Кировская области. Можно сделать вывод о весьма неравномерном развитии ВЭД «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды» среди субъектов РФ.

На основе табл. 2 построим графики в рис. 3, 4. На рис. 3 изображена кривая распределения субъ-

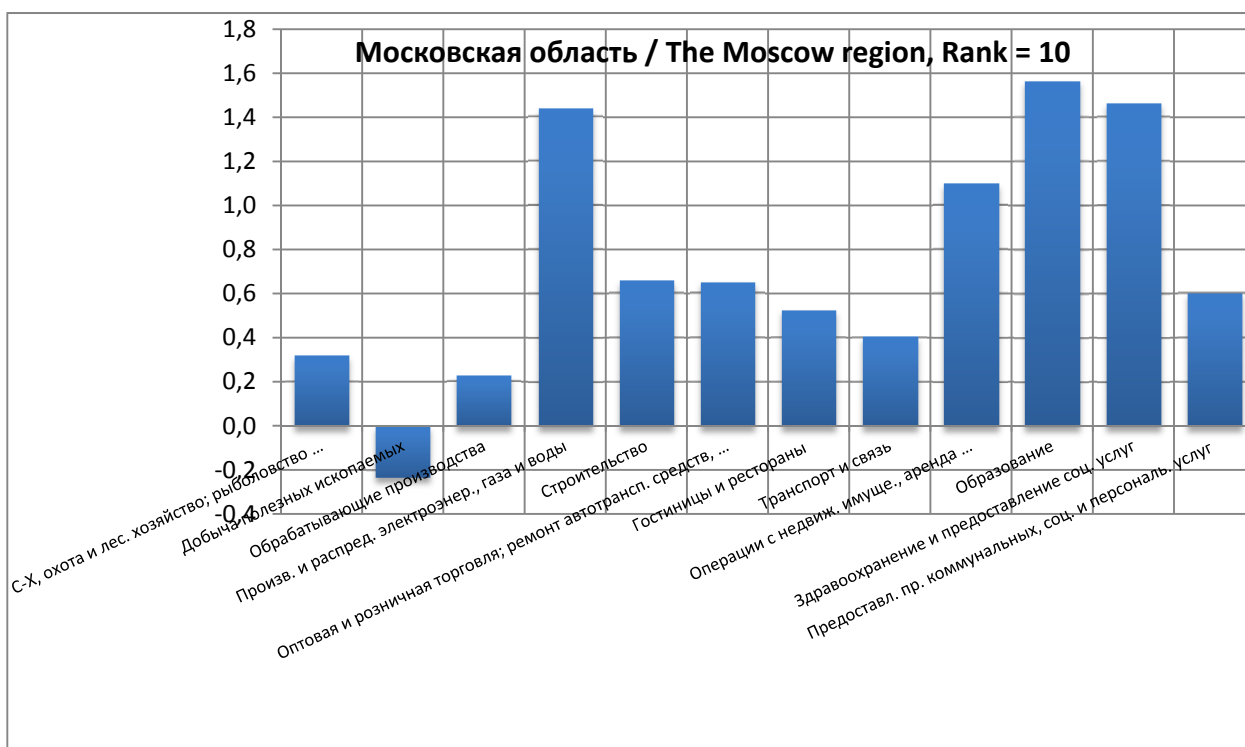


Рис. 5 / Fig. 5. Структура индекса эффективности налоговых поступлений в Московской области в 2016 г. / Structure of the tax revenues efficiency index in the Moscow region in 2016

Источник / Source: построено авторами на основе данных табл. 1 / developed by the authors based on Tabl. 1.

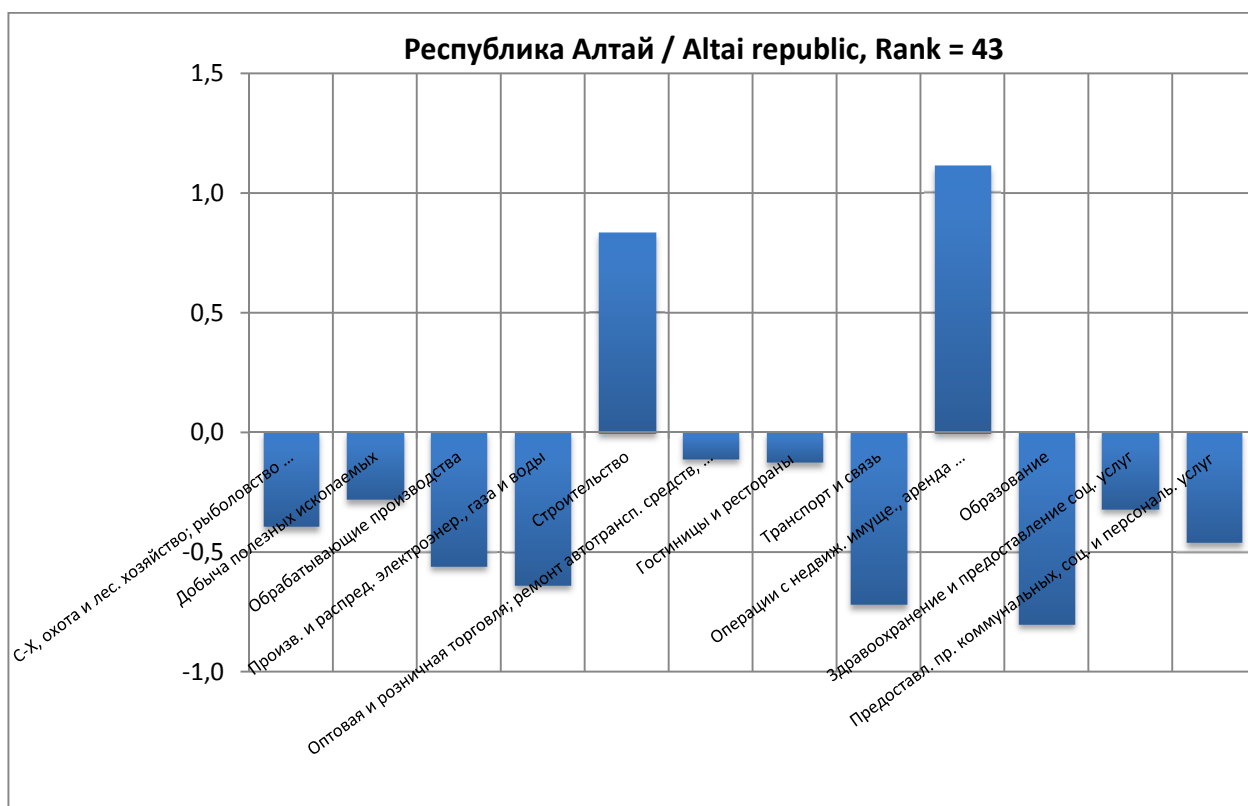


Рис. 6 / Fig. 6. Структура индекса эффективности налоговых поступлений в Республике Алтай в 2016 г. / Structure of the tax revenues efficiency index in the Republic of Altai in 2016

Источник / Source: построено авторами на основе данных табл. 1 / developed by the authors based on Tabl. 1.

ектов по индикатору, отражающему эффективность налоговых поступлений по ВЭД «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды».

На рис. 4 показана гистограмма положительных значений индекса эффективности налоговых поступлений по ВЭД «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды» (индикатор I_4) в порядке убывания.

Рассмотрим эффективность налоговых поступлений субъектов по видам экономической деятельности. Для этого надо оценить все слагаемые (индикаторы), входящие в индекс. Например, на рис. 5 представлена гистограмма, отражающая структуру индекса эффективности налоговых поступлений для Московской области (значение индекса равно 8,72; занимает 10-е место среди субъектов РФ по этому показателю). Видно, что наибольшая эффективность налоговых поступлений в этом субъекте наблюдается по такому ВЭД, как «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды».

Рассмотрим эффективность налоговых поступлений в субъекте, который находится в середине ранжированного списка субъектов (значение индекса равно -2,44; занимает 43-е место среди субъектов РФ по этому показателю).

Структура индекса для этого субъекта, представленная на рис. 6, указывает на то, что по всем ВЭД эффективность налоговых поступлений близка к средним значениям, практически значения всех показателей находятся внутри интервалов $(-\sigma; +\sigma)$.

ВЫВОДЫ

В статье проведен обзор научных работ отечественных и зарубежных авторов в области применения индексного метода и его индикаторов. Выявлено, что данный метод широко применяется в различных областях экономики и управления.

Предложен индекс эффективности налоговых поступлений, базирующийся на 13 индикаторах, каждый из которых соответствует виду экономической деятельности и оценивает уровень экономического развития субъекта РФ.

На основе предложенного метода получено распределение субъектов РФ в соответствии со значениями индекса налоговых поступлений по всем ВЭД в 2016 г. Рассмотрена эффективность налоговых поступлений по отдельным индикаторам, входящим в индекс. Получено распределение субъектов РФ по индикатору вида экономической деятельности «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды». Рассчитаны индикаторы распределения для каждого субъекта РФ. Построены графики, отображающие структуру индекса эффективности налоговых поступлений в Московской области и Республике Алтай в 2016 г.

Следует отметить, что представленный в работе индексный метод позволяет оценивать эффективность (результативность) налоговых поступлений в субъектах РФ одновременно по всем видам экономической деятельности, проводить сравнение субъектов между собой по значениям и структуре этого показателя, классифицировать субъекты РФ по результативности налоговых доходов, анализировать изменение индекса в динамике и прогнозировать его значения в будущем. Предлагаемая методика расчета индекса дает возможность использовать множество факторов различной природы, воздействующих на социально-экономическую систему (экономические, социально-демографические, технологические и т.п.), что позволяет получить комплексный показатель деятельности и развития системы, оценки ее потенциала, определить цели, выявить инфраструктурные проблемы, недостатки в диверсификации экономики, оценить инвестиционные риски и угрозы.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Камалетдинов А. Ш., Ксенофонтов А. А. Моделирование доходов социально-экономических систем на основе производственной функции. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(1):118–127. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–1–118–127
2. Cobb C. W., Douglas P. H. A theory of production. *The American Economic Review*. 1928;18(1-Suppl.):139–165.
3. Ксенофонтов А. А., Камалетдинов А. Ш. Управление финансовой деятельностью социально-экономических систем. *Вестник Университета (Государственный университет управления)*. 2017;(3):120–127.
4. Камалетдинов А. Ш., Ксенофонтов А. А. Оценка экономического состояния субъектов РФ на основе индексного метода. *Финансы: теория и практика*. 2016;20(6):63–70. DOI: 10.26794/2587–5671–2016–20–6–63–70
5. Камалетдинов А. Ш., Ксенофонтов А. А. Применение прикладных методов для проведения маркетинга территорий в РФ. *Инновации и инвестиции*. 2017;(10):53–57.
6. Френкель А. А. и др. Российская экономика в 2011–2013 годах: тенденции, анализ, прогноз. Аналитический доклад. М.: Финансовый университет; 2013. 118 с.

7. Касаев Б.С., Ртищев А.В. Трехсекторная модель экономики и проблемы снижения пространственной поляризации регионов России. *Инновации и инвестиции*. 2013;(5):113–116.
8. Трифонов П.В. Оценка инвестиционного климата и механизмов реализации инновационных проектов в Республике Крым. *Экономика и управление: проблемы, решения*. 2015;2(10):7–10.
9. Daly H.E., Cobb J.B., Jr. For the common good: Redirecting the economy toward community, the environment, and a sustainable future. Boston, MA: Beacon Press; 1989. 534 p.
10. Hamilton C. The genuine progress indicator methodological developments and results from Australia. *Ecological Economics*. 1999;30(1):13–28. DOI: 10.1016/S 0921–8009(98)00099–8
11. Bleys B., Whitby A. Barriers and opportunities for alternative measures of economic welfare. *Ecological Economics*. 2015;117:162–172. DOI: 10.1016/j.ecolecon.2015.06.021
12. Bagstad K.J., Shammin M.R. Can the Genuine Progress Indicator better inform sustainable regional progress? — A case study for Northeast Ohio. *Ecological Indicators*. 2012;18:330–341. DOI: 10.1016/j.ecolind.2011.11.026
13. Сапрыкина А.К., Дадонов В.А. Анализ факторов повышения конкурентоспособности России на международном рынке. *Гуманитарный вестник МГТУ им. Н.Э. Баумана*. 2016;(7):6.
14. Гревцев А.А. Оценка экономического развития стран на основе индекса глобальной конкурентоспособности. *Проблемы прогнозирования*. 2009;(6):128–138.
15. Sales B., Rover S., da Silva Ferreira J. Coherence in the disclosure of environmental practices of companies listed on the Business Sustainability Index (ISE). *Revista Ambiente Contábil*. 2018;10(2):1–22. DOI: 10.21680/2176–9036.2018v10n2ID 12641 (In Portug.).
16. López M.V., García A., Rodríguez L. Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*. 2007;75(3):285–300. DOI: 10.1007/s10551–006–9253–8
17. Rezaei J., van Roekel W.S., Tavasszy L. Measuring the relative importance of the logistics performance index indicators using Best Worst Method. *Transport Policy*. 2018;68:158–169. DOI: 10.1016/j.tranpol.2018.05.007
18. Meng B., Chi G. Evaluation index system of green industry based on maximum information content. *The Singapore Economic Review*. 2018;63(2):229–248. DOI: 10.1142/S 0217590817400094
19. Azapagic A. Developing a framework for sustainable development indicators for the mining and minerals industry. *Journal of Cleaner Production*. 2004;12(6):639–662. DOI: 10.1016/S 0959–6526(03)00075–1
20. Azapagic A., Perdan S. Indicators of sustainable development for industry: A general framework. *Process Safety and Environmental Protection*. 2000;78(4):243–261. DOI: 10.1205/095758200530763
21. Косарев И.М. Информационные технологии в системном анализе налоговой статистики. Мат. III Междунар. науч.-практ. конф. «Системный анализ в экономике — 2014» (Москва, 13–14 ноября 2014 г.). М.: Финансовый университет; 2015:56–57.

REFERENCES

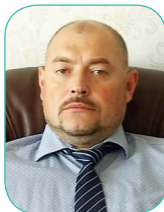
1. Kamaletdinov A. Sh., Ksenofontov A.A. Modeling of the income of social and economic systems on the basis of the production function. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(1):118–127. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–1–118–127 (In Russ.).
2. Cobb C.W., Douglas P.H. A theory of production. *The American Economic Review*. 1928;18(1-Suppl.):139–165.
3. Ksenofontov A.A., Kamaletdinov A. Sh. Financial management of social and economic systems. *Vestnik Universiteta (Gosudarstvennyi universitet upravleniya)*. 2017;(3):120–127. (In Russ.).
4. Kamaletdinov A. Sh., Ksenofontov A.A. Assessment of the economic state of the subjects of the Russian Federation based on the index method. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2016;20;(6):63–70. DOI: 10.26794/2587–5671–2016–20–6–63–70 (In Russ.).
5. Kamaletdinov A. Sh., Ksenofontov A.A. Applied methods for marketing of territories of the Russian Federation. *Innovatsii i investitsii = Innovation & Investment*. 2017;(10):53–57. (In Russ.).
6. Frenkel' A.A. et al. Russian economy in 2011–2013: Trends, analysis, forecast. Analytical report. Moscow: Financial University; 2013. 118 p. (In Russ.).
7. Kasaev B.S., Rtishchev A.V. Three-sector model of the economy and the problem of reducing the spatial polarization of Russia's regions. *Innovatsii i investitsii = Innovation & Investment*. 2013;(5):113–116. (In Russ.).
8. Trifonov P.V. Assessment of the investment climate and mechanisms for the implementation of innovative projects in the Republic of Crimea. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya*. 2015;2(10):7–10. (In Russ.).

9. Daly H.E., Cobb J.B., Jr. For the common good: Redirecting the economy toward community, the environment, and a sustainable future. Boston, MA: Beacon Press; 1989. 534 p.
10. Hamilton C. The genuine progress indicator methodological developments and results from Australia. *Ecological Economics*. 1999;30(1):13–28. DOI: 10.1016/S 0921–8009(98)00099–8
11. Bleys B., Whitby A. Barriers and opportunities for alternative measures of economic welfare. *Ecological Economics*. 2015;117:162–172. DOI: 10.1016/j.ecolecon.2015.06.021
12. Bagstad K. J., Shammin M. R. Can the Genuine Progress Indicator better inform sustainable regional progress? — A case study for Northeast Ohio. *Ecological Indicators*. 2012;18:330–341. DOI: 10.1016/j.ecolind.2011.11.026
13. Saprykina A. K., Dadonov V. A. Analysis of the factors of increasing Russia's competitiveness on the international market. *Gumanitarnyi vestnik MGTU im. N. E. Baumana = Humanities Bulletin of BMSTU*. 2016;(7):6. (In Russ.).
14. Grevtsev A. A. Estimation of economic development of countries based on the global competitiveness index. *Problemy prognozirovaniya = Studies on Russian Economic Development*. 2009;(6):128–138. (In Russ.).
15. Sales B., Rover S., da Silva Ferreira J. Coherence in the disclosure of environmental practices of companies listed on the Business Sustainability Index (ISE). *Revista Ambiente Contábil*. 2018;10(2):1–22. DOI: 10.21680/2176–9036.2018v10n2ID 12641 (In Portug.).
16. López M. V., Garcia A., Rodriguez L. Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*. 2007;75(3):285–300. DOI: 10.1007/s10551–006–9253–8
17. Rezaei J., van Roekel W. S., Tavasszy L. Measuring the relative importance of the logistics performance index indicators using Best Worst Method. *Transport Policy*. 2018;68:158–169. DOI: 10.1016/j.tranpol.2018.05.007
18. Meng B., Chi G. Evaluation index system of green industry based on maximum information content. *The Singapore Economic Review*. 2018;63(2):229–248. DOI: 10.1142/S 0217590817400094
19. Azapagic A. Developing a framework for sustainable development indicators for the mining and minerals industry. *Journal of Cleaner Production*. 2004;12(6):639–662. DOI: 10.1016/S 0959–6526(03)00075–1
20. Azapagic A., Perdan S. Indicators of sustainable development for industry: A general framework. *Process Safety and Environmental Protection*. 2000;78(4):243–261. DOI: 10.1205/095758200530763
21. Kosarev I. M. Information technologies in the system analysis of tax statistics. In: Proc. 3rd Int. sci.-pract. conf. "System analysis in the economy-2014" (Moscow, 13–14 Nov., 2014). Moscow: Financial University; 2015:56–57. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Анвар Шагизович Камалетдинов — кандидат физико-математических наук, доцент, доцент Департамента менеджмента, Финансовый университет, Москва, Россия
Anvar Sh. Kamaletdinov — Cand. Sci. (Phys.-Math.), Associate Professor, Department of management, Financial University, Moscow, Russia
 akamale@mail.ru



Андрей Александрович Ксенофонтов — кандидат физико-математических наук, доцент, доцент Департамента менеджмента, Финансовый университет, Москва, Россия
Andrei A. Ksenofontov — Cand. Sci. (Phys.-Math.), Associate Professor, Department of management, Financial University, Moscow, Russia
 a.ksenofontov@mail.ru

Статья поступила 25.10.2018; принята к публикации 13.05.2019.
 Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.
 The article was received on 25.10.2018; accepted for publication on 13.05.2019.
 The authors read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-96-111

УДК 338.2(045)

JEL G21

Проблемы и перспективы развития микрофинансовых организаций в Российской Федерации

В.А. Цветков^а, М.Н. Дудин^б, С.Н. Сайфиева^с^{а, б, с} Институт проблем рынка Российской Академии наук (ИПР РАН), Москва, Россия;^б Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия^а <https://orcid.org/0000-0002-7674-4802>; ^б <https://orcid.org/0000-0001-6317-2916>;^с <https://orcid.org/0000-0002-7874-3862>

АННОТАЦИЯ

Активное развитие микрофинансовых организаций в России имеет двоякое значение. С одной стороны, они востребованы населением, с другой — затруднен государственный контроль над их деятельностью. В исследовании раскрыты сущность, проблемы и перспективы развития микрофинансовых организаций в России. Цель авторов статьи — определить суть противоречивого развития сегмента финансового рынка и предложить механизмы, способные разрешить эти противоречия. Используются системный подход и статистические методы. Анализировалась аналитико-статистическая информация Банка России. Отсутствие со стороны государства адекватных механизмов регулирования и контроля над деятельностью микрофинансовых организаций обусловлено пробелами в законодательной базе. Это стало причиной роста доли просроченной задолженности, высокой закредитованности населения, активизации деятельности коллекторов, увеличения судебных исков. Предложены мероприятия, способные повысить уровень прозрачности сделок микрофинансирования без увеличения нагрузки на контролирующие органы. Среди них: привлечение частных инвесторов-кредиторов в микрофинансовую деятельность с развитием интернет-инфраструктуры, создание специальной online-платформы для регистрации сделок по микрозаймам между физическими и/или юридическими лицами в режиме реального времени с фиксированием их в Банке России и в налоговых службах. Также необходимо внести изменения в законодательство о микрофинансовой деятельности. Данная последовательность действий приведет к сокращению теневого сектора в сегменте микрофинансирования и на финансовом рынке Российской Федерации в целом. Сформулированные в статье предложения могут быть использованы для разработки антикризисной программы Правительства Российской Федерации в указанной сфере.

Ключевые слова: финансовый рынок; микрофинансовые организации; микрозаймы; микрокредитные компании; правовое регулирование; налоговые службы; кредитоспособность населения; механизмы контроля; статистические показатели

Для цитирования: Цветков В.А., Дудин М.Н., Сайфиева С.Н. Проблемы и перспективы развития микрофинансовых организаций в Российской Федерации. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):96-111. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-96-111

Problems and Prospects of Development of Microfinance Organizations in the Russian Federation

V.A. Tsvetkov^а, M.N. Dudin^б, S.N. Saifieva^с^{а, б, с} Market Economy Institute, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia;^б Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia^а <https://orcid.org/0000-0002-7674-4802>; ^б <https://orcid.org/0000-0001-6317-2916>;^с <https://orcid.org/0000-0002-7874-3862>

ABSTRACT

Intensive development of microfinance organizations in Russia has a double meaning. On the one hand, they are claimed by the population; on the other hand, the state control over their activities is difficult. The study reveals the nature, problems and prospects of development of microfinance organizations in Russia. The aim of the authors is to determine

the nature of the controversial development of the financial market segment and suggest mechanisms that can resolve these contradictions. The study used a systematic approach and statistical methods. The authors analyzed analytical and statistical information of the Bank of Russia. The lack of adequate mechanisms for the state regulation and control over the activities of microfinance organizations the state is due to the gaps in the legislative framework. This was the reason for the increase in the share of overdue debts, the high debt load of the population, the intensification of collectors, the increase in lawsuits. The actions are proposed for increasing transparency of microfinance transactions without increasing the administrative burden on regulatory authorities. Among them are: attracting private investors-lenders to microfinance activities with the development of Internet infrastructure, creating a special online platform to register microloan transactions between individuals and / or legal entities in real time with recording them in the Bank of Russia and in tax services. It is also necessary to amend the legislation on microfinance activity. This sequence of actions will lead to a reduction in the informal sector in the microfinance segment and in the financial market of the Russian Federation as a whole. The proposals made in the article can be used to develop the anti-crisis program of the Government of the Russian Federation in this area.

Keywords: financial market; microfinance organizations; microloans; microcredit companies; legal regulation; tax services; population solvency; control mechanisms; statistical indicators

For citation: Tsvetkov V.A., Dudin M.N., Saifueva S.N. Problems and prospects of development of microfinance organizations in the Russian Federation. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(3):96-111. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-96-111

ВВЕДЕНИЕ

Для реализации мероприятий в рамках Основных направлений развития финансового рынка на период 2016–2018 гг., 2019–2021 гг. Банк России совместно с Правительством Российской Федерации разработал специальный план мероприятий (дорожную карту), сохранив три приоритетные цели его развития:

1. Повышение уровня и качества жизни граждан Российской Федерации за счет использования инструментов финансового рынка.

2. Содействие экономическому росту за счет предоставления конкурентного доступа субъектам российской экономики к долговому и долевым финансированию, инструментам страхования рисков.

3. Создание условий для роста финансовой индустрии.

В рамках реализации первой цели предусмотрено повышение финансовой грамотности и доступности финансовых услуг для населения и субъектов малого и среднего предпринимательства посредством развития сектора микрофинансирования¹.

Микрофинансовые организации — это коммерческие финансовые организации, выдающие заемщикам на условиях срочности, платности и возвратности микрозаймы (аналоги кредитов, но, как правило, небольшие суммы на короткий срок).

Микрофинансовые организации (МФО) не являются кредитными, хотя сущность их деятельности

похожа на кредитную деятельность коммерческих банков [1]. Изначально микрофинансированием назывались услуги, связанные с выдачей небольших по объемам займов (микрозаймов) лицам, для которых ограничен по тем или иным причинам доступ к традиционному банковскому кредитованию (удаленность населенного пункта, отсутствие кредитной истории или наличие отрицательных моментов в кредитной истории, незначительная сумма при незначительном сроке и т.п.). Сейчас же микрофинансирование действует в рамках выдачи займов небольшой суммы на условиях срочности, возвратности, платности и на короткий срок. Кроме этого, микрофинансовые организации могут оказывать услуги, связанные со сбережением денег, страхованием, лизингом, денежными переводами и платежами [2].

Микрофинансирование (как инструмент финансового рынка и удовлетворения потребностей общества) получил стимул своего развития в актуальном (для современного состояния) виде в последней четверти XX в. Именно тогда в ряде развивающихся стран (Бангладеш, Бразилия, Индия) появились программы микрофинансирования. Первым таким проектом принято считать проект по финансированию малообеспеченных слоев населения, который был разработан бангладешским экономистом и бизнесменом Мухаммедом Юнусом. Программа состояла в следующем: жителям страны в качестве займов выдавались небольшие суммы собственных денег его МФО, но только при условии, что они будут вложены в небольшое собственное дело, а не направлены на потребительские расходы. Постепенно данная инициатива переросла в создание «Грамин Банка»

¹ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019–2021 годов. URL: <http://vkk-journal.ru/wp-content/uploads/Osnovnyie-napravleniya-razvitiya-finryinka-Tekst.pdf> (дата обращения: 03.04.2019).

(Grameen Bank of Bangladesh), ставшего первым микрофинансовым банком в мире, и по сей день остающимся эталоном классического эффективного микрофинансирования [3].

В целом же микрофинансовые институты активно развивались и масштабировались только в достаточно бедных странах Азии и Африки.

Но сейчас микрофинансирование (как финансовый инструмент и инструмент удовлетворения потребностей) используется также в европейских странах, США, СНГ, БРИКС и др.

Можно констатировать, что в настоящее время микрофинансирование интегрируется в мировой финансовый рынок и становится альтернативой банковскому кредиту: создаются электронные системы микрофинансирования, биржи кредитов, в том числе в системе электронных денег WEBMONEY и т.п. [4–6].

Огромная роль в становлении микрофинансирования принадлежит ООН, которая сформировала новые приоритеты, объявив 2005 г. «Годом микрофинансирования», а в 2007 г. наградив Нобелевской премией мира основоположника современного микрофинансирования Мухаммеда Юнуса. То есть в целом микрофинансирование в современном понимании не является «ростовщическим кредитом», который существовал еще в древности, был связан с высокими ставками и практически кабальными условиями. Современное микрофинансирование должно поддерживать развитие общества, включая малое предпринимательство, но не должно стать бизнесом, связанным с кабальным и ростовщическим кредитованием, каковым в реальности в отдельных случаях оно является [7]. Поэтому развитие финансового (в том числе и микрофинансового) рынка страны должно быть сбалансированным относительно реального сектора экономики в целях обеспечения ее стабильного роста [8, 9].

С. В. Соловьева и М. Ю. Ремезова отмечают, что в России действует множество банков развития и фондов, но инвестиционная деятельность по-прежнему развита слабо [10]. Авторы указывают на отсутствие эффективного механизма трансформации финансовых ресурсов в инвестиции, которые зачастую не покидают банковскую систему, обходя реальный сектор экономики. В целях решения проблемы предлагается разработка механизма прямой покупки Банком России облигаций институтов развития, выпускаемых для финансирования инвестиционных проектов стратегического значения и для рефинансирования банков любой собственности под залог таких бумаг. Снижение

доступности ресурсов на мировых финансовых рынках для российских компаний в результате введения санкций, по идее, должно было выступить катализатором развития кредитования внутреннего рынка. К сожалению, этого не произошло в результате действия следующих негативных факторов: нестабильности макроэкономических показателей, ограниченности ресурсной базы, высокой стоимости кредитов [11]. В ситуации, когда рентабельность продукции большинства предприятий отечественной экономики ниже ставки процента, банковская система оказывает подавляющее воздействие на финансы предприятий [12, 13].

Деятельность микрофинансовых организаций делает возможным доступ к финансовым продуктам для тех лиц, у которых имеются сложности в получении банковских кредитов. Но, с другой стороны, деятельность микрофинансовых организаций легализует «ростовщический» бизнес. Основная проблема состоит в том, что микрофинансирование осуществляется под очень высокие проценты без учета реальной кредитоспособности заемщиков, и при взыскании долга микрофинансовые организации часто нарушают действующее законодательство.

Субъекты финансового (в том числе и микрофинансового) рынка должны проводить исследования по изучению потребностей в кредитовании населения. Необходимо внести изменения в действующее законодательство, в котором нужно прописать различные варианты кредитного обеспечения не только предприятий, но и физических лиц. В качестве альтернативы микрофинансированию следует разрабатывать программы для кредитования различных категорий граждан, вести контроль над образованием новых организаций в финансовой сфере и возвращением долгов по кредитам.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЙ

Исторические предпосылки и тенденции становления микрофинансирования в России

В России история микрофинансирования началась с конца XIX в. В 1895 г. появился новый тип кредитных организаций, имевший название «кредитные товарищества» (фактически это был аналог современного кредитного кооператива), а уже в начале XX в. количество таких организаций превысило 16 тыс. при общем числе пайщиков более 10 млн человек. Однако в конце 30-х гг. прошлого века, в эпоху советской индустриализации, деятельность обществ взаимного кредита и иных кредитных кооперативов была прекращена, их функции передали государственному

банку. Дальнейшее развитие этот сегмент получил в нашей стране лишь с началом рыночных реформ.

В период с 1990 по 1992 г. начали появляться первые кредитные кооперативы (кредитные союзы). Такие организации необходимы были для финансирования зарождающегося малого предпринимательства при еще неразвитой банковской системе. На этом этапе отсутствовала нормативно-правовая база деятельности МФО, где были бы определены понятия «микрофинансирование» и «микрофинансовая деятельность». В дальнейшем те или иные направления микрофинансирования стали формировать новые формы предоставления займов в виде кредитных потребительских кооперативов (включая сельскохозяйственные), обществ взаимного кредитования.

Но на фоне отсутствия внятного нормативно-правового регулирования микрофинансовой деятельности наиболее активно стал развиваться не официальный, а теневой сектор со всеми вытекающими отсюда последствиями: предельно высокие процентные ставки, нелегитимные способы возврата задолженности, рейдерство и рэкет.

В период с 2004 по 2010 г. численность потребителей микрофинансовых услуг увеличилась более чем в 5 раз (число заемщиков превысило 100 млн человек), а количество обслуживаемых субъектов малого предпринимательства составило порядка 400 тыс. человек. При этом микрофинансовые организации были представлены разными формами, основными следует считать кредитные потребительские кооперативы.

С 2011 г. деятельность МФО в России регулируется законом «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях»² (далее — Закон о микрофинансовой деятельности). Законом проведено разграничение микрофинансовых организаций и кредитных потребительских кооперативов (последние в современном правовом статусе не рассматриваются как микрофинансовые организации), а также микрофинансовые организации четко отграничены от иных хозяйствующих субъектов национального финансового рынка. Согласно его основным положениям принято называть микрофинансированием деятельность юридических лиц, которые имеют статус микрофинансовой организации, иных юридических лиц, которые также

имеют право осуществлять микрофинансовую деятельность по предоставлению микрозаймов. Сведения о таких организациях должны вноситься в государственный реестр микрофинансовых организаций.

При этом в зависимости от масштабов деятельности и величины активов (капитала) выделяются следующие виды микрофинансовых организаций (данная норма вступила в силу в 2016 г.):

- микрофинансовые компании (МФК);
- микрокредитные компании (МКК).

Основные отличия МФК от МКК связаны с механизмами привлечения денежных средств (капитала). Так, микрофинансовые компании могут привлекать средства физических лиц (при определенных условиях, которые предусмотрены законом), а микрокредитные компании могут привлечь заемные средства только от учредителей. Все МФО (МКК, МФК) могут получать банковские кредиты³.

Статья 12 Закона о микрофинансовой деятельности содержит информацию об ограничениях в деятельности микрофинансовых организаций. Следует отметить наиболее важные и значимые из них:

- 1) микрофинансовые организации не могут выдавать займы в иностранной валюте;
- 2) микрофинансовые организации не могут менять (увеличивать) в одностороннем порядке ставки и комиссионные вознаграждения по займам;
- 3) микрофинансовые организации не могут применять к заемщикам штрафные санкции при полном или частичном досрочном погашении займа при условии, что МФО получила уведомление об этом не позднее, чем за 10 дней до даты погашения;
- 4) микрофинансовые организации не могут осуществлять любые виды профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- 5) микрофинансовые организации не могут выдавать заемщику — юридическому лицу или индивидуальному предпринимателю микрозаймы, если сумма основного долга заемщика — юридического лица или индивидуального предпринимателя перед этой микрофинансовой организацией по договорам в случае предоставления такого микрозайма превысит 3 млн руб.;

² Федеральный закон от 02.07.2010 № 151-ФЗ «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях» (в ред. от 29.07.2017). Собрание законодательства РФ. 2010. № 27. Ст. 3435.

³ Микрофинансовые и микрокредитные компании. Credit-Banking. URL: https://cbkg.ru/articles/mikrofinansovye_i_mikrokreditnye_kompanii_najjdite_otlichija.html (дата обращения: 10.10.2018).

6) микрофинансовые организации не могут начислять заемщику проценты и иные платежи, если сумма таких начислений превышает основную сумму долга без процентов («тело» микрозайма) в 4 раза. Это касается только договоров сроком до года и не относится, к сожалению, к начислению штрафов и пеней. Данный запрет должен быть прописан на первой странице договора займа.

АНАЛИЗ ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ МИКРОФИНАНСОВОГО СЕГМЕНТА

Итак, основное назначение микрофинансовых организаций — предоставление микрозаймов населению, предпринимателям без образования юридического лица и в отдельных случаях юридическим лицам.

Микрофинансовые организации обязаны иметь правовой статус юридического лица, формировать отчетность в соответствии с требованиями Банка России, соблюдать установленные нормативы, выдавать микрозаймы только в валюте РФ (рублях).

Микрозайм, в свою очередь, — это сумма денежных средств, которую получает заемщик от займодавца по договору на условиях, соответствующих нормам, установленным законом (возвратность, срочность, платность). Сумма такого займа не может превышать 1 млн руб. Договоры на микрозаймы — это производные от договора займа (ст. 807 ГК РФ). Законодательством деятельность микрофинансовых организаций поставлена в определенные рамки, поэтому вне правового поля остается деятельность «ростовщиков» (как правило, физических лиц, дающих денежные средства другим физическим лицам на определенный срок под проценты по обычному договору займа).

Все микрофинансовые организации, которые осуществляют выдачу микрозаймов, включены в специальный государственный реестр. Включение и исключение из реестра, порядок его ведения определит надзорный орган в этой сфере (Банк России). Данные реестра находятся на сайте Банка России в открытом списке. Поскольку микрофинансовые организации подконтрольны Банку России, то, соответственно, вся актуальная статистика размещена на официальном сайте ЦБ РФ. Иные аналитические данные, представленные, например, на портале рейтингового агентства «Эксперт РА»⁴,

не отличаются от данных, размещенных на сайте Банка России более чем на 3–5%.

Соответственно, информация по микрофинансовым организациям, размещенная на сайте Банка России, является не только актуальной, но и достоверной. Поэтому далее в статье основная аналитико-статистическая информация будет представлена со ссылкой на сайт Банка России.

На середину октября 2017 г. общее количество зарегистрированных в реестре Банка России МФО составляло 2271 ед. На 25 октября 2018 г. их стало 2016 ед. За год количество микрофинансовых организаций сократилось на 11%. По состоянию на 09 апреля 2019 г., общее количество микрофинансовых организаций составило 1992 ед., т.е. сокращение их количества составило еще 1,2%. Динамика изменения количества микрофинансовых организаций на российском финансовом рынке в период с 2012 г. по III кв. 2018 г. включительно отражена в *табл. 1*.

В *табл. 2* для сравнения приведена динамика кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций (см. *табл. 2*).

С 2012 по 2018 г. в России количество организаций, имеющих право осуществлять банковские операции, сократилось практически вдвое (на 53,2%), микрофинансовых организаций — на 20,1%, что, безусловно, связано усилением надзора Банка России, который обеспечивает очищение рынка от недобросовестных участников⁵. Ключевая причина исключения микрофинансовых организаций из реестра — нарушение регламента функционирования и нормативно-правового регулирования. Учитывая, что микрофинансовый рынок покинули преимущественно слабые игроки, сокращение числа организаций, внесенных в реестр, не оказало влияния на развитие сегмента в целом.

Исключение из реестра в основном связано с ужесточением регулирования и контроля на этом рынке, повышением требований к размеру капитала микрофинансовых организаций. Можно также отметить и тот факт, что еще с 2014 г. все микрофинансовые организации, ранее применявшие упрощенную систему налогообложения, должны были перейти к основной системе налогообложения. Это, безусловно, увеличило и административную, и фискальную нагрузку на их деятельность.

⁴ См., например, Рынок микрофинансирования по итогам 2018 года: адаптивная стратегия. URL: <https://raexpert.ru/researches/mfo/2018> (дата обращения: 21.05.2019).

⁵ Микрофинансирование. Центральный банк РФ (Банк России). URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/71165/review_mfo_18Q3.pdf (дата обращения: 12.04.2019).

Таблица 1 / Table 1

Количество МФО в России, их регистрация и исключение из реестра, единиц / Number of microfinance organizations in Russia, their registration and exclusion from the register, units

Показатель / Indicator	Показатели по годам / Indicators by year						
	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 (III кв.)
Количество МФО на начало года	998	2503	3850	4153	3663	2588	2271
Включено в реестр	1574	1970	1632	1191	696	1142	1066
Исключено из реестра	69	623	1329	1681	1771	1459	1336
Количество МФО на конец года	2503	3850	4153	3663	2588	2271	2001

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России. URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/OKP-MFO_04-2017.pdf (дата обращения: 10.10.2018) / compiled by the authors according to the Bank of Russia. URL: http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/OKP-MFO_04-2017.pdf (accessed on 10.10.2018).

Таблица 2 / Table 2

Количество организаций, имеющих право на осуществление банковских операций, единиц / Number of organizations eligible for banking operations, units

Показатель / Indicator	Показатели по годам / Indicators by year						
	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 (III кв.)
Количество, всего на конец года / Quantity, total at the end of the year	1094	1074	1052	1024	978	567	512

Источник / Source: составлено авторами по данным Статистического бюллетеня Банка России за соответствующий период. URL: <https://www.cbr.ru/publ/bbs/> (дата обращения: 20.05.2019) / compiled by the authors according to the Statistical Bulletin of the Bank of Russia for the corresponding period. URL: <https://www.cbr.ru/publ/bbs/> (accessed on 05.20.2019).

В целом, учитывая специфику деятельности и цели создания различных российских МФО, все эти организации по состоянию на октябрь 2018 г. могут быть условно разделены на следующие основные группы:

1) крупные сетевые микрофинансовые организации, которые имеют широкую разветвленную систему офисов обслуживания, проводят агрессивную рекламную политику в сети Интернет, в СМИ, нередко привлекают банковские кредиты и выпускают собственные облигации, привлекают займы населения (если получили соответствующий статус МФК);

2) региональные микрофинансовые организации, которые имеют один или несколько офисов продаж в рамках своего региона, где имеется спрос на микрозаймы, в основном со стороны населения;

3) специализированные микрофинансовые организации, занимающиеся, как правило, одним видом микрозаймов, к примеру, под залог недвижимости или автомобилей и т.п.;

4) микрофинансовые организации, которые аффилированы с коммерческими банками или крупными компаниями. Это дает преимущество таким организациям (быстрая и невысокая стоимость кредитования для формирования капитальной базы и активов, наличие доступа к пулу потребителей и т.п.);

5) микрофинансовые организации, созданные для финансирования малого предпринимательства (как было указано выше, их удельный вес по количеству в общей совокупности составляет всего 11%). Они часто участвуют в региональных и федеральных программах, направленных на поддержку малого и среднего предпринимательства;

Таблица 3 / Table 3

Объемы и динамика микрофинансирования на российском рынке / Volumes and dynamics of microfinance in the Russian market

Показатель / Indicator	Показатели на конец года / Indicators at the end of the year						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	III кв. 2018
Портфель микрозаймов всего, млн руб.	47923	68050	57282	70300	88100	112800	148586
Просроченная задолженность, %	15,2	18,0	18,8	25,0	34,0	42,4	32,9
Чистая прибыль, млн руб.	3379	4809	4769	4085	7907	5267	8404
Капитал, млн руб.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	61408	66709	33405

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14700/review_mfo_16.pdf (дата обращения 10.10.2018) / compiled by the authors according to the Bank of Russia. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14700/review_mfo_16.pdf (accessed on 10.10.2018).



Динамика портфеля микрозаймов, выданных микрофинансовыми организациями / Dynamics of the microloan portfolio issued by microfinance organizations

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14700/review_mfo_16.pdf (дата обращения 10.10.2018) / compiled by the authors according to the Bank of Russia. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14700/review_mfo_16.pdf (accessed on 10.10.2018).

6) микрофинансовые организации, которые работают исключительно в виртуальном пространстве, выдавая онлайн-микрозаймы без посещения офисов. Они используют для привлечения клиентов интернет-маркетинг, собственные web-платформы, условия публичной оферты, составленной по нормам ГК РФ. К ри-

скам их деятельности отнесено несовершенство правовой базы⁶.

⁶ Рынок микрофинансирования, создание и особенности осуществления деятельности МФО. Юридическая компания «Декарт». URL: <https://idekart.ru/articles/124463> (дата обращения 11.10.2018).

Таблица 4 / Table 4

Отдельные показатели деятельности финансовых организаций, млн руб. / Selected indicators of financial organizations, million rubles

Показатель / Indicator	Показатели на конец года / Indicators at the end of the year						
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	III кв. 2018
Объем кредитов, депозитов и прочих размещенных средств, предоставленных организациям, физическим лицам и кредитным организациям	25 110 510	29 886 148	35 222 770	34 844 819	36 931 187	42 160 694	44 589 984
Кредиты, предоставленные субъектам малого и среднего предпринимательства	6 023 724	6 933 243	5 568 433	4 540 505	4 559 661	5 304 913	4 717 972
Уставный капитал	1 332 095	1 451 360	1 598 428	2 333 974	2 381 043	2 513 715	26 12982
Общий объем прибыли (+) / убытков (–), полученных действующими кредитными организациями	930 133	884 297	780 722	263 694	788 429	870 321	900 507

Источник / Source: составлено авторами по данным Статистического бюллетеня Банка России за соответствующий период. URL: <https://www.cbr.ru/publ/bbs/> (дата обращения 20.05.2019) / compiled by the authors according to the Statistical Bulletin of the Bank of Russia for the corresponding period. URL: <https://www.cbr.ru/publ/bbs/> (accessed on 05.20.2019).

В 2017 г. наибольший удельный вес приходится на микрокредитные компании (порядка 97%), не более 3% — на микрофинансовые. В 2018 г., соответственно, 97,3 и 2,7%, за I квартал 2019 г. — 97,4 и 2,6%.

Сокращение портфеля микрозаймов в 2014 г. и его последующий рост тесно связан с кризисом. В 2014 г. имело место сокращение спроса в экономике, вследствие чего уменьшился объем микрозаймов, но в 2015 г., при продолжающемся сокращении спроса население начало активно переходить с рынка потребительских банковских кредитов на рынок микрозаймов (табл. 3, 4). Рынок микрофинансирования в полной мере является отражением общего уровня экономического развития: именно в периоды рецессии и оживления экономики темпы роста микрофинансового сегмента замедляются или ускоряются за счет сжатия/расширения границ потребителей финансовых услуг — малоимущей и нуждающейся частей населения страны [14]. Изменение динамики объемов микрофинансирования на российском рынке отражены в табл. 3.

Темпы прироста портфеля в 2017 г. ускорились: профильные активы (совокупный портфель микро-

займов) выросли на 28,0% (за предыдущий год — на 25,3%). В результате портфель активов достиг 112,8 млрд руб. (см. табл. 3). В 2017 г. быстрее всего росла задолженность по основному долгу по микрозаймам, выданным физическим лицам, на 33,1% с начала января по конец декабря 2017 г. В то же время темп прироста показателя по юридическим лицам составил 19,6%. Портфель микрозаймов, выданных индивидуальным предпринимателям, за тот же период увеличился на 6,0%.

Чистая прибыль микрофинансовых организаций (см. табл. 3) за 2017 г. составила 5,3 млрд руб., что на треть меньше значения предыдущего года. Микрофинансовые компании заработали 74,7% от всего объема прибыли, полученного микрофинансовыми организациями. Собственный капитал за год увеличился на 8,6% и достиг 66,7 млрд руб. Рентабельность капитала составила 8,2% годовых. Но необходимость создания к концу 2017 г. резервов на возможные потери по микрозаймам в 100%-ном объеме от расчетной величины снижает прибыль микрофинансовых организаций.

Давление на финансовый результат микрофинансовых организаций также может оказывать изменение операционных расходов, связанное

с расширением штатов для соответствия утвержденному базовому стандарту по управлению рисками.

На конец сентября 2018 г. размер профильных активов (портфеля) микрофинансовых организаций увеличился на 32,9% по сравнению со значением на конец III квартала предыдущего года и достиг 148,6 млрд руб. Рост произошел за счет портфеля микрофинансовых компаний (прирост 45,2%, до 84,3 млрд руб.), увеличение которого в первую очередь было обеспечено положительной динамикой в сегменте физических лиц. Всего на микрозаймы физическим лицам пришлось 81,4% совокупных профильных активов микрофинансовых организаций, доля малого и среднего предпринимательства (как получателя микрофинансовых услуг) составила 18,3%. Изменения регулирования деятельности микрофинансовых организаций и, в том числе, ограничение максимальной ежедневной процентной ставки до 1% с 1 июля 2019 г. будут способствовать переходу части компаний, работающих в сегменте «займы до зарплаты» (или сегмент PDL — от англ. *pay day loans*), в сегмент среднесрочных потребительских займов (или в сегмент IL — от англ. *Installments*).

Представляет интерес сопоставление некоторых показателей деятельности отечественного микрофинансового сектора и других финансовых организаций (табл. 4).

За анализируемый период объем кредитов, депозитов и прочих размещенных средств, предоставленных финансовыми организациями другим организациям, физическим лицам и кредитным организациям вырос на 77,5%, а финансирование субъектов малого и среднего предпринимательства сократилось на 21,7%, что объясняет повышение интереса последних к микрофинансированию.

В 2012–2018 гг. произошло двукратное увеличение уставного капитала (96,2%). Финансовый результат сократился на 3,2%. Его изменение происходило неравномерно. Наименьшее значение зафиксировано в 2015 г.

Сопоставление отдельных показателей деятельности финансового и микрофинансового секторов российской экономики, представленных в табл. 3 и 4, свидетельствует о колоссальной разнице в их масштабах при поступательном развитии последнего. Если разница в объемах кредитования в 2012 г. составляла 524 раза, то в 2018 г. — 300 раз. Соотношение уставного капитала — в среднем 52 раза. Полученная финансовыми организациями прибыль в 2012 г. в 275,3 раза превышала прибыль, полученную микрофинансовым сектором, в 2018 г. — в 107,2 раза.

Как видно из представленных в табл. 5 данных, договоры микрозайма в основном заключают физические лица. За анализируемый период их доля составляет порядка 100%, при этом происходит снижение количества заключенных договоров с предпринимателями и юридическими лицами. Снижается сумма задолженности по основному долгу по выданным микрозаймам среди предпринимателей и юридических лиц, а по физическим лицам — неуклонно растет: с 2016 по III кв. 2018 г. на 5,7%.

Сумма выданных микрозаймов индивидуальным предпринимателям и юридическим лицам за анализируемый период сократилась на 1,7%, а физическим лицам выросла на 3,4% (см. табл. 5).

За анализируемый период следует отметить замедление темпов роста портфеля микрозаймов «до зарплаты» (в сумме не более 30 тыс. руб. на срок не более 30 дней). Данный факт следует рассматривать как результат планомерной работы Банка России, направленной на повышение качества оценки рисков данного сегмента, включая совершенствование требований по формированию резервов на возможные потери по займам для микрофинансовых организаций⁷ и введение повышающего коэффициента (1,1), увеличивающего при расчете норматива достаточности капитала нагрузку на капитал по займам «до зарплаты».

Анализ официальных статических данных позволяет сделать вывод о том, что сегмент микрофинансирования развивается, но его потенциал выше существующего рынка (более чем в три раза), на это указывают и официальные источники макрорегулятора финансового рынка⁸, и научные исследования тенденций и закономерностей развития микрофинансирования в России [13, 15]. Это связано с высоким спросом на микрофинансовые услуги со стороны населения и малых предпринимателей, что является закономерным следствием снижения уровня жизни и ограничения доступности кредитных продуктов для малого бизнеса.

Совокупность всех функций (социального и экономического плана), которые выполняют

⁷ Установление новых категорий для формирования МФО резервов на возможные потери по займам МСП (пониженные значения по сравнению с обычными ЮЛ) и PDL-займам (повышенные значения — 100% с 91 дня просрочки).

⁸ Обзор ключевых показателей микрофинансовых организаций. Банк России. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14700/review_mfo_16.pdf (дата обращения 29.10.2018); files.rmcenter.ru/year/2018/11/BankRossii_OBZOR.pdf (дата обращения 06.02.2019).

Таблица 5 / Table 5

Структура ключевых показателей деятельности микрофинансовых институтов в 2016–2017 гг., I–III кв. 2018 г., % / Structure of key performance indicators of microfinance institutions in 2016–2017, I–III quarters, 2018, %

Показатель / Indicator	Показатели на конец года, квартала / Indicators at the end of the year, quarter				
	2016 г.	2017 г.	I кв. 2018 г.	II кв. 2018 г.	III кв. 2018 г.
Количество договоров, в том числе:	100	100	100	100	100
с индивидуальными предпринимателями;	0,13	0,09	0,05	0,04	0,05
с юридическими лицами;	0,10	0,09	0,06	0,07	0,05
с физическими лицами	99,77	98,2	99,89	99,89	99,90
Профильные активы (сумма задолженности по основному долгу по выданным микрозаймам), в том числе:	100	100	100	100	100
с индивидуальными предпринимателями;	13,5	11,1	10,8	10,6	9,9
с юридическими лицами;	10,8	10,1	9,5	9,2	8,7
с физическими лицами	75,7	78,8	79,7	80,2	81,4
Сумма выданных микрозаймов, выданных за отчетный период, в том числе:	100	100	100	100	100
с индивидуальными предпринимателями;	5,5	4,4	3,6	3,7	3,8
с юридическими лицами;	6,9	5,9	4,4	5,4	5,2
с физическими лицами	87,6	89,7	92,0	90,9	91,0

Источник / Source: рассчитано авторами по данным Банка России. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14700/review_mfo_16.pdf (дата обращения 29.10.2018); files.rmcenter.ru/year/2018/11/BankRossii_OBZOR.pdf (дата обращения 06.02.2019) / calculated by the authors according to the Bank of Russia. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14700/review_mfo_16.pdf (appeal date 10/29/2018); files.rmcenter.ru/year/2018/11/BankRossii_OBZOR.pdf (accessed on 06.02.2019).

микрофинансовые организации в современных условиях, можно описать следующим образом: сокращение бедности, поддержка предпринимательских инициатив, обеспечение доступности финансовых услуг, возможности для роста малого предпринимательства, «продвижение» инноваций, развитие финансовой системы в целом.

Основное преимущество микрофинансирования для предпринимателей — расширение возможности реализации малых и маневренных проектов, для которых бюрократия банковского кредитования или государственно-частного партнерства является губительной [15]. К основным причинам, по которым население все активнее предпочитает

использовать услуги микрофинансирования вместо коммерческих банков [16], следует отнести:

- возможность мгновенного получения займа на руки без сбора справок и иных документов, которые требуются для подтверждения кредитоспособности в банке (до начала 2017 г. было достаточно предоставление паспорта, но с начала 2017 г. идентификация проводится и по страховому номеру индивидуального лицевого счета или СНИЛС, хотя сути это не меняет);
- сокращение объемов потребительского кредитования банками (в том числе и за счет ужесточения требований к оценке кредитоспособности);

- быстрая процедура принятия решения по выдаче микрозайма;
- возможность брать в долг небольшие суммы на небольшие сроки (но здесь альтернативой может быть кредитная карта банка).

Развитие рынка микрофинансирования направлено в сторону кредитования малых населенных пунктов, поскольку местность с численностью населения до 50 тыс. чел. для банков не имеет потенциальной привлекательности из-за высоких операционных издержек. Для микрофинансовых организаций данный рынок интересен, а клиентская база оказывается достаточно качественной, поскольку целевая аудитория микрофинансирования, как правило, люди с доходами до 30 тыс. руб. в месяц на семью (и в настоящее время это 70% населения России). Если соотносить данные о реальном уровне жизни населения с данными о потребностях в микрозаймах, то можно отметить, что такая потребность достаточно высокая (в среднем 250–300 млрд руб. в год) и востребованы займы на небольшие суммы (от 9 до 12 тыс. руб., в городах-миллионниках эта сумма несколько больше и составляет в среднем 15–19 тыс. руб.)⁹.

Основное преимущество микрофинансирования для предпринимателей – расширение возможности реализации малых и маневренных проектов, для которых бюрократия банковского кредитования или государственно-частного партнерства является губительной.

Таким образом, потенциал развития рынка микрофинансирования очень высокий. Во-первых, в настоящее время охвачено не более четверти рынка. Во-вторых, при существующих тенденциях социально-экономического развития в стране население будет вынуждено прибегать к микрозаймам, так как темпы роста цен на потребительские товары значительно выше, чем темпы роста реальных доходов населения. И в-третьих, малое

предпринимательство постоянно испытывает необходимость быстрого восполнения оборотных средств, но коммерческие банки в основном не заинтересованы в сотрудничестве с малым предпринимательством, поскольку при высоких рисках маржинальная ценность сделки относительно невелика. Средний микрозайм в этом сегменте составляет не более 500–700 тыс. руб.¹⁰

Но, учитывая высокий удельный вес просроченных займов и постоянно возникающие конфликтные ситуации с взысканием просроченной задолженности, многим экспертам, в том числе и на законодательном уровне, ситуация с развитием микрофинансирования не кажется позитивной. Существенной проблемой является завышенная стоимость услуг микрофинансовых организаций [17, с. 500–512]. Еще до введения в 2017 г. нормы, по которой начисленные проценты по займу микрофинансирования не могут превышать более чем в 3 раза сумму основного долга, многие организации практиковали достаточно дорогие займы, достигавшие 2% в день (т.е. порядка 60% в месяц, или 720% в год)¹¹. В настоящее время ставки снизились, но их уровень многократно выше уровня банковского кредитования. В таком виде для восполнения капитальных, но не оборотных активов в предпринимательской деятельности данный продукт не подходит. Граждане же, нуждающиеся даже в небольшом размере заемных средств, могут получить кредитную карту, процент по которой редко достигает 20–30% годовых, что значительно меньше. Поэтому вполне логичным является то, что в микрофинансовые организации за микрозаймами по таким ставкам обращаются заведомо некредитоспособные граждане и граждане, не имеющие высокой финансовой культуры (в итоге оказывающиеся проблемными клиентами).

В условиях снижения реальных доходов населения в 2014–2017 гг. рост портфеля займов микрофинансовых организаций, рост просроченной задолженности (и ее доли в портфеле) как раз свидетельствуют о том, что рынок микрофинансирования в России превратился в своеобразный современный инструмент ростовщичества, но не

⁹ Статистика по размерам и динамике займов МФО и КПК в 2016–2017 гг. URL: <https://www.wecreditunion.ru/novosti/glavnoe/statistika-po-razmeram-i-dinamike-zaimov-mfo-i-kpk-v-2016-2017-gg/> (дата обращения 10.10.2018).

¹⁰ Статистика по размерам и динамике займов МФО и КПК в 2016–2017 гг. URL: <https://www.wecreditunion.ru/novosti/glavnoe/statistika-po-razmeram-i-dinamike-zaimov-mfo-i-kpk-v-2016-2017-gg/> (дата обращения 10.10.2018); Обзор ключевых показателей микрофинансовых организаций. Банк России. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14700/review_mfo_16.pdf (дата обращения 10.10.2018).

¹¹ Чем опасны займы в микрофинансовых организациях. URL: <http://konfop.ru/чем-опасны-займы-в-микрофинансовых-ор/> (дата обращения 11.10.2018).

в инструмент поддержки социально-экономического развития.

Именно поэтому уже неоднократно в Государственную Думу поступали предложения о полном запрете микрофинансовых организаций в стране. В 2016 г. позиция Банка России состояла в том, что нельзя ожидать или требовать полного прекращения деятельности микрофинансовых организаций, поскольку имеется широкий спрос на микрозаймы «до зарплаты» со стороны физических лиц, и такой запрет будет способствовать развитию деятельности нелегальных займодавцев (т.е. теневого рынка). Поэтому Банком России были ужесточены правила работы микрофинансовых организаций, начали реализовываться меры, направленные на регулирование данной сферы.

В 2017 г. Банком России введен в действие базовый Стандарт защиты прав и интересов физических и юридических лиц, являющихся получателями финансовых услуг микрофинансовых организаций (МФО)¹². В соответствии с этим стандартом организации не смогут предоставить гражданину более 10 краткосрочных займов, длительность которых меньше 30 дней, в течение года, запрещена и пролонгация договоров займа свыше семи раз. Банк России полагает, что эти ограничения будут далее еще ужесточены. Так, с 1 января 2019 г. предполагается, что число займов, которые предоставляет микрофинансовая организация для одного гражданина, будет ограничено только девятью договорами, пролонгируемыми не более пяти раз. При этом микрофинансовая организация лишается права предоставления краткосрочных займов при действующем аналогичном обязательстве для клиента в этой же организации.

Но меры, направленные на совершенствование регулирования деятельности микрофинансовых организаций, по мнению авторов, будут неполными и неэффективными, если не сокращать «теневой» сектор, который является прямым конкурентом. Поступают предложения либо полного запрета систематической деятельности по выдаче микрозаймов физическими лицами без регистрации в качестве микрофинансовой организации. Либо такие физические лица должны быть включены в специальный реестр, а сделки

должны регистрироваться в специальной базе данных, которая позволит и доказать факт выдачи займа при его невозврате заемщиком, и контролировать начисление процентов займодавцами. Такое предложение, несомненно, нельзя назвать неверным с точки зрения усиления государственного контроля за финансовым сектором, но его реализация потребует изменений в гражданском законодательстве, поскольку иначе будут ущемляться права займодавцев (в том числе, и тех, кто займы выдает нерегулярно).

**Рынок микрофинансирования
в полной мере является
отражением общего уровня
экономического развития: именно
в периоды рецессии и оживления
экономики темпы роста
микрофинансового сегмента
замедляются или ускоряются.**

Оптимальным решением в данной ситуации было бы введение конкретных правовых норм в отношении микрофинансовой деятельности физических лиц (возможно в форме отдельного закона либо в форме поправок к кодифицированным актам: Гражданский, Налоговый кодексы). Физические лица, обладая финансовыми ресурсами, смогут на законных основаниях предоставлять микрозаймы другим физическим и / или юридическим лицам, тем более что уже имеются аналогичные механизмы — так называемые виртуальные кредитные биржи. При условии подконтрольности и фиксации сделок, их последующего налогообложения, реализация и легализация такой микрофинансовой деятельности будет полезной для российской экономики, в которой и потребительский, и корпоративный (предпринимательский) сегменты сталкиваются с нехваткой финансовых ресурсов для ведения деятельности либо реализации тех или иных проектов развития.

Вероятно, что нелишним будет и установление двухуровневого надзора за деятельностью микрофинансовых организаций, в том числе и за процентными ставками, что тоже актуально, учитывая низкую финансово-правовую культуру основной части экономически активного населения. Кроме того, необходимо развивать сегмент виртуальных микрофинансовых организаций, поскольку дея-

¹² Базовый стандарт защиты прав и интересов физических и юридических лиц — получателей финансовых услуг, оказываемых членами саморегулируемых организаций в сфере финансового рынка, объединяющих микрофинансовые организации. Утвержден Банком России 22.06.2017 URL: http://www.cbr.ru/StaticHtml/File/11755/Standart_MFO_22062017.pdf (дата обращения 10.10.2017).

тельность таких организаций также может стать достаточно прозрачной (все сделки будут фиксироваться и контролироваться, если механизмы такого контроля прописать в законодательстве) [18–20].

ВЫВОДЫ

В работе рассмотрена история развития сегмента микрофинансирования в России, изучены и обобщены основные нормативные и законодательные документы в этой области. Проанализирована доступная официальная статистическая информация. Сопоставление отдельных показателей деятельности финансового и микрофинансового секторов российской экономики свидетельствует о колоссальной разнице в их масштабах при поступательном развитии последнего. Следует отметить, что реестр действующих микрофинансовых организаций на сайте ЦБ РФ обновляется регулярно, а вот выход статистических сборников, описывающих развитие данного сегмента финансового сектора, серьезно запаздывает: на сегодняшний момент доступна информация о показателях за III квартал 2018 г. Анализ деятельности рынка микрофинансирования, изучение тенденций и закономерностей его развития в России редко является предметом отечественных научных работ.

Микрофинансовые организации — это хозяйствующие субъекты, занимающиеся микрофинансовой деятельностью (выдачей микрозаймов населению, индивидуальным предпринимателям и организациям). Рынок микрофинансирования в России является активно развивающимся специфическим сегментом общего (национального) финансового рынка. Микрозайм, как правило, выражается относительно небольшой суммой (от 9 до 20 тыс. руб.) и выдается на короткий срок. Кроме того, при его выдаче соблюдается гораздо меньше формальностей, чем при банковском кредитовании.

С одной стороны, это привлекательно для многих клиентов (которые не могут подтвердить свои доходы, имеют испорченную кредитную историю, нуждаются в небольших суммах на короткие сроки, но не пользуются такими инструментами, как кредитные карты, а также для ряда юридических лиц и индивидуальных предпринимателей). С другой стороны, это создает значительные риски и для микрофинансовых организаций, и для заемщика

(вследствие очень высоких процентных ставок, которые в своей сущности являются ростовщическими). Ограничение максимальной ежедневной процентной ставки до 1% с 1 июля 2019 г. будет способствовать переходу части компаний, работающих в сегменте «займы до зарплаты», в сегмент среднесрочных займов.

Рост доли просроченной задолженности заемщиков перед микрофинансовыми организациями, участвовавшие проблемы, связанные с взиманием долгов незаконными методами, большая закредитованность населения вызывают множество вопросов относительно перспектив развития данного сегмента финансового рынка России. Но Банк России считает данную сферу нужной для экономики, поэтому принимает меры по повышению ответственности и легитимации: ужесточает требования к микрофинансовым организациям и их деятельности, регламентирует уровень процентных ставок и т.п.

Перспективы развития микрофинансирования в России видятся в выводе из теневого сектора микрофинансовой деятельности физических или юридических лиц. Запретить «теневую» сферу микрофинансирования невозможно, но имеет практический смысл предложение о формировании механизмов для привлечения в этот сектор частных инвесторов-кредиторов, в том числе посредством развития виртуальной микрофинансовой инфраструктуры (кредитные биржи и т.п.). Безусловно, это потребует внесения изменения в законодательство о микрофинансовой деятельности или принятия отдельного закона.

Также необходимо совершенствовать техническую и технологическую сторону: требуется реализация встречных механизмов контроля микрофинансовой деятельности посредством создания специальной online-платформы, в рамках которой будут регистрироваться сделки по микрозаймам между физическими и / или юридическими лицами. В режиме реального времени эти сведения будут поступать как в Банк России, так и в налоговые службы. Такой подход, с одной стороны, не увеличивает нагрузку на контролирующие органы, а с другой стороны, позволяет предложить альтернативу теневому сектору микрофинансирования и вывести его в формальное институциональное пространство микрофинансовой деятельности.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена в рамках Государственного задания и выполнения фундаментальных научных исследований ИПР РАН «Социально-экономическое и научно-технологическое развитие на различных уровнях управления в отраслях, комплексах и сферах деятельности национального хозяйства России». Институт проблем рынка Российской академии наук (ИПР РАН), Москва, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

The article was prepared within the framework of the state assignment and fundamental scientific research of Market Economy Institute of the Russian Academy of Sciences “Social and economic and scientific and technological development at various management levels in the sectors, complexes and fields of activity of the national economy of Russia”. Institute of Market Problems of the Russian Academy of Sciences (MEI RAS), Moscow, Russia.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Chen J., Chang A. Y., Bruton G. D. Microfinance: Where are we today and where should the research go in the future? *International Small Business Journal*. 2017;35(7):793–802. DOI: 10.1177/0266242617717380
2. Кузьмина А. Е. Микрофинансовые организации как фактор социально-экономического развития. *Финансы Башкортостана*. 2015;(4):91–95.
3. Захкин А. А. Микрофинансирование на рынке финансовых услуг: история вопроса и мировой опыт. *Банковские услуги*. 2013;(2):8–14.
4. Sofrankova B., Horvathova J., Kiselakova D., Matkova S. Identification of key performance indicators with the application of mathematical and statistical methods. *Journal of Financial Studies & Research*. 2017;(403204). DOI: 10.5171/2017.403204
5. Gofman M. Efficiency and stability of a financial architecture with too-interconnected-to-fail institutions. *Journal of Financial Economics*. 2017;124(1):113–146. DOI: 10.1016/j.jfineco.2016.12.009
6. Ault J. K. An institutional perspective on the social outcome of entrepreneurship: Commercial microfinance and inclusive markets. *Journal of International Business Studies*. 2016;47(8):951–967. DOI: 10.1057/jibs.2016.18
7. Абелев О. Институт микрофинансирования в России: перспективы развития. *Рынок ценных бумаг*. 2013;(1):32–35.
8. Mumi A., Joseph G., Quayes S. Organizational structure and performance of microfinance institutions. *Academy of Management Proceedings*. 2018;(1):10592. DOI: 10.5465/AMBPP.2018.10592abstract
9. Marconatto D., Cruz L. B., Pedrozo E. A. Going beyond microfinance fuzziness. *Journal of Cleaner Production*. 2016;115:5–22. DOI: 10.1016/j.jclepro.2015.12.070
10. Соловьева С. В., Ремезова М. Ю. Анализ основных показателей функционирования российской банковской системы в контексте изменяющихся экономических условий. *Региональные проблемы преобразования экономики*. 2018;(8):162–170. DOI 10.26726/1812-7096-2018-8-162-170
11. Соловьева С. В. Развитие кредитных отношений в реальном секторе и экономическая безопасность. *Проблемы рыночной экономики*. 2017;(3):36–43.
12. Ермилина Д. А. Ключевые проблемы российской экономики. *Проблемы рыночной экономики*. 2018;(2):5–10 DOI: 10.33051/2500-2325-2018-2-5-10
13. Ровенский Ю. Современные тренды развития потребительского кредитования в России. *Федерализм*. 2016;(4):31–46.
14. Абалакин А. А., Шамин В. А. Развитие рынка микрофинансовых организаций в России. *Universum: экономика и юриспруденция*. 2015;(5):4. URL: [http://7universum.com/pdf/economy/5\(16\)/Abalakin.pdf](http://7universum.com/pdf/economy/5(16)/Abalakin.pdf) (дата обращения: 03.04.2019).
15. Оголихина С. Д. Проблемы и тенденции развития микрофинансовых организаций России в условиях экономического кризиса. *Международный журнал гуманитарных и естественных наук*. 2016;(1–6):243–249.
16. Ступак А. А. Микрофинансовые организации в России. Институт финансово-кредитных отношений в условиях рыночных трансформаций. Сб. ст. науч.-практ. семин. (Симферополь, 12–13 ноября 2015 г.). Симферополь: ИТ «Ареал»; 2015:216–217. URL: <https://docplayer.ru/27035678-Institut-finansovo-kreditnyh-otnosheniy-v-usloviyah-rynochnyh-transformaciy.html>.
17. Сайфиева С. Н., Соловьева С. В., Ермилина Д. А., Ремезова М. Ю. Проблемы финансово-денежного регулирования российской экономики. М.: ИПР РАН; 2017. 517 с.
18. Lin E. M. H., Sun E. W., Yu M. T. Systemic risk, financial markets, and performance of financial institutions. *Annals of Operations Research*. 2018;262(2):579–603. DOI: 10.1007/s10479-016-2113-8
19. Kidwell D. S., Blackwell D. W., Whidbee D. A., Sias R. W. Financial institutions, markets, and money. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2016. 736 p.

20. Shahriar A. Z. M., Schwarz S., Newman A. Profit orientation of microfinance institutions and provision of financial capital to business start-ups. *International Small Business Journal*. 2016;34(4):532–552. DOI: 10.1177/0266242615570401

REFERENCES

1. Chen J., Chang A. Y., Bruton G. D. Microfinance: Where are we today and where should the research go in the future? *International Small Business Journal*. 2017;35(7):793–802. DOI: 10.1177/0266242617717380
2. Kuzmina A. E. Microfinance organizations as a factor of socio-economic development. *Finansy Bashkortostana = Finance Bashkortostan*. 2015;(4):91–95. (In Russ.).
3. Zakhkin A. A. Microfinance in the financial services market: Background and world experience. *Bankovskie uslugi = Banking Services*. 2013;(2):8–14. (In Russ.).
4. Sofrankova B., Horvathova J., Kiselakova D., Matkova S. Identification of key performance indicators with the application of mathematical and statistical methods. *Journal of Financial Studies & Research*. 2017;(403204). DOI: 10.5171/2017.403204
5. Gofman M. Efficiency and stability of a financial architecture with too-interconnected-to-fail institutions. *Journal of Financial Economics*. 2017;124(1):113–146. DOI: 10.1016/j.jfineco.2016.12.009
6. Ault J. K. An institutional perspective on the social outcome of entrepreneurship: Commercial microfinance and inclusive markets. *Journal of International Business Studies*. 2016;47(8):951–967. DOI: 10.1057/jibs.2016.18
7. Abelev O. Microfinance institution in Russia: development prospects. *Rynok tsennykh bumag*. 2013;(1):32–35. (In Russ.).
8. Mumi A., Joseph G., Quayes S. Organizational structure and performance of microfinance institutions. *Academy of Management Proceedings*. 2018;(1):10592. DOI: 10.5465/AMBPP.2018.10592abstract
9. Marconatto D., Cruz L. B., Pedrozo E. A. Going beyond microfinance fuzziness. *Journal of Cleaner Production*. 2016;115:5–22. DOI: 10.1016/j.jclepro.2015.12.070
10. Solov'eva S. V., Remezova M. Yu. Analysis of the main indicators of functioning of the Russian banking system in the context of changing economic conditions. *Regional'nye problemy preobrazovaniya ekonomiki = Regional Problems of Economic Transformation*. 2018;(8):162–170. (In Russ.). DOI 10.26726/1812–7096–2018–8–162–170
11. Solov'eva S. V. The development of credit relations in the real sector and economic security. *Problemy rynochnoi ekonomiki = Market Economy Problems*. 2017;(3):36–43. (In Russ.).
12. Ermilina D. A. Key problems of the Russian economy. *Problemy rynochnoi ekonomiki = Market Economy Problems*. 2018;(2):5–10. (In Russ.). DOI: 10.33051/2500–2325–2018–2–5–10
13. Rovensky Yu. A. Modern trends of consumer crediting development in Russia. *Federalizm = Federalism*. 2016;(4):31–46. (In Russ.).
14. Abalakin A. A., Shamin V. A. Development of the market of microfinance organizations in Russia. *Universum: ekonomika i yurisprudentsiya = Universum: Economics and Law*. 2015;(5):4. URL: [http://7universum.com/pdf/economy/5\(16\)/Abalakin.pdf](http://7universum.com/pdf/economy/5(16)/Abalakin.pdf) (accessed on 03.04.2019). (In Russ.).
15. Ogolikhina S. D. Problems and trends in the development of microfinance organizations in Russia in the conditions of economic crisis. *Mezhdunarodnyi zhurnal gumanitarnykh i estestvennykh nauk = International Journal of Humanities and Natural Sciences*. 2016;(1–6):243–249. (In Russ.).
16. Stupak A. A. Microfinance organizations in Russia. In: Institution of financial and credit relations in the conditions of market transformations. Coll. pap. sci.-pract. semin. (Simferopol, 12–13 Nov., 2015). Simferopol: IT "Areal"; 2015:216–217. URL: <https://docplayer.ru/27035678-Institut-finansovo-kreditnyh-otnosheniy-v-usloviyah-rynochnyh-transformatsiy.html> (In Russ.).
17. Saifieva S. N., Solov'eva S. V., Ermilina D. A., Remezova M. Yu. Problems of financial and monetary regulation of the Russian economy. Moscow: Market Economy Inst. of RAS; 2017. 517 p.
18. Lin E. M. H., Sun E. W., Yu M. T. Systemic risk, financial markets, and performance of financial institutions. *Annals of Operations Research*. 2018;262(2):579–603. DOI: 10.1007/s10479–016–2113–8
19. Kidwell D. S., Blackwell D. W., Whidbee D. A., Sias R. W. Financial institutions, markets, and money. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.; 2016. 736 p.
20. Shahriar A. Z. M., Schwarz S., Newman A. Profit orientation of microfinance institutions and provision of financial capital to business start-ups. *International Small Business Journal*. 2016;34(4):532–552. DOI: 10.1177/0266242615570401

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Валерий Анатольевич Цветков — член-корр. РАН, доктор экономических наук, профессор, директор, Институт проблем рынка Российской академии наук (ИПР РАН), Москва, Россия

Valerii A. Tsvetkov — Corresponding Member, Russian Academy of Sciences, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Director, Market Economy Institute of RAS, Moscow, Russia
tsvetkov@ipr-ras.ru



Михаил Николаевич Дудин — доктор экономических наук, профессор, заместитель директора по науке, Институт проблем рынка Российской академии наук (ИПР РАН), Москва, Россия; главный научный сотрудник Института менеджмента и маркетинга, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия

Mikhail N. Dudin — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Dep. Dir. for science, Market Economy Institute, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia; Chief Researcher, Market Economy Institute, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
dudinmn@mail.ru



Светлана Николаевна Сайфиева — кандидат экономических наук, доцент, заведующая лабораторией финансово-денежного регулирования национальной экономики, Институт проблем рынка Российской академии наук (ИПР РАН), Москва, Россия

Svetlana N. Saifieva — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Head of Laboratory of the Financial and Monetary Regulation of National Economy, Market Economy Institute, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
saifieva@ipr-ras.ru

Заявленный вклад авторов:

Цветков В.А. — изучение степени разработанности заявленной проблематики в российских и зарубежных исследованиях, разработка методологического подхода исследования и обоснование приоритетных направлений развития микрофинансирования в России.

Дудин М.Н. — определение позитивных и негативных последствий воздействия внешней среды на систему совершенствования процесса микрофинансирования и обоснование приоритетных направлений развития его в России.

Сайфиева С.Н. — сбор первичной статистической информации, необходимой для раскрытия темы и обоснование приоритетных направлений развития микрофинансирования в России

Authors' declared contribution:

Tsvetkov V.A. — study of the elaboration of this problem in Russian and foreign studies; development of a methodological approach to the study and justification of the key priorities for microfinance development in Russia.

Dudin M.N. — determining positive and negative effects of the external environment on the system for improving microfinancing and justification of its key priorities for development in Russia.

Saifieva S.N. — collection of primary statistical information necessary to cover the topic and justification of the key priorities of microfinance development in Russia.

Статья поступила 10.02.2019; принята к публикации 20.05.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 10.02.2019; accepted for publication on 20.05.2019.

The authors read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-112-121

УДК 338.001.36(045)

JEL C 35, G01, G11, F31

Влияние освещения кризиса на финансовый рынок России

Е.А. Федорова^a, С.О. Мусиенко^b, Ф.Ю. Федоров^c, Л.В. Виноградова^d^{a, b} Финансовый университет, Москва, Россия; ^c ООО «РедСис», Москва, Россия;^d Псковский государственный университет, Псков, Россия^a <https://orcid.org/0000-0002-3381-6116>; ^b <https://orcid.org/0000-0003-0348-8323>;^c <https://orcid.org/0000-0003-4615-2061>; ^d <https://orcid.org/0000-0003-0580-2152>

АННОТАЦИЯ

В статье исследуется влияние информационных сообщений, характеризующих проявление кризиса в экономике, на показатели финансового рынка. Цель статьи — построение индекса, позволяющего оценивать кризисную ситуацию в стране на основе текстового анализа информационных сообщений. С помощью обзора литературы выявлены факторы, определяющие кризисные явления в экономике. Эмпирическая база исследования включала в себя более 10 млн новостных текстов из различных источников, аккредитованных ThomsonReuters. Авторы впервые составили «мешок слов» (словарь) для определения кризисной ситуации в стране и с помощью текстового анализа разработали авторский индекс кризиса, рассчитанный на основе новостных сообщений в зарубежных СМИ о России. Проведен анализ зависимости между индексом кризиса и биржевым индексом MOEX. По результатам исследования установлено, что увеличение количества новостных сообщений, определяющих проявление кризисной ситуации в экономике, негативно отражается на финансовом рынке: приводит к падению котировок акций. Таким образом, не только объективные экономические факторы, но и информационная составляющая, оказывающая влияние на настроения инвесторов и поведение экономических субъектов, воздействует на ключевые показатели финансового рынка. Предложенный авторский индекс кризиса может также быть использован для оценки других зависимостей, например влияния кризиса на валютный курс.

Ключевые слова: текстовый анализ; кризис; кризисный индекс; финансовый рынок; фондовый индекс

Для цитирования: Федорова Е.А., Мусиенко С.О., Федоров Ф.Ю., Виноградова Л.В. Влияние освещения кризиса на финансовый рынок России. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):112-121. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-112-121

Impact of Crisis Coverage on the Financial Market of Russia

E.A. Fedorova^a, S.O. Musienko^b, F. Yu. Fedorov^c, L.V. Vinogradova^d^{a, b} Financial University, Moscow, Russia; ^c ООО RedSys, Moscow, Russia; ^d Pskov State University, Pskov, Russia^a <https://orcid.org/0000-0002-3381-6116>; ^b <https://orcid.org/0000-0003-0348-8323>;^c <https://orcid.org/0000-0003-4615-2061>; ^d <https://orcid.org/0000-0003-0580-2152>

ABSTRACT

The article examines the impact of informational messages characterizing the crisis in the economy on the financial market indicators. The aim of the article is to build an index that allows assessing the crisis situation in the country based on textual analysis of informational messages. Due to the literature review, the factors determining the crisis in the economy were identified. The empirical base of the study included more than 10 million news texts from various sources accredited by Thomson Reuters. For the first time, the authors compiled a “bag of words” (dictionary) to determine the crisis situation in the country; and by means of the text analysis, they developed the author’s crisis index calculated on the basis of news reports in foreign media about Russia. They conducted the analysis of the relations between the crisis index and the stock index MOEX. According to the results of the study, it has been established that an increase in the number of news reports determining the crisis situation in the economy has a negative effect on the financial market: it leads to a drop in stock prices. Thus, not only objective economic factors, but also the information component influencing the mood of investors and the behavior of economic entities, affects the key indicators of the financial market. The proposed author’s crisis index can also be used to assess other relations, for example, the effect of the crisis on the exchange rate.

Keywords: text analysis; crisis; crisis index; financial market; stock index

For citation: Fedorova E.A., Musienko S.O., Fedorov F. Yu., Vinogradova L.V. Impact of crisis coverage on the financial market of Russia. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(3):112-121. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-112-121

ВВЕДЕНИЕ

Экономика России находится в затяжном кризисе. Падение курса национальной валюты, снижение ВВП, сокращение реальных доходов населения являются первоочередными признаками кризиса экономики. При этом все большее влияние на ситуацию финансового рынка оказывает тональность новостного контекста. В зависимости от появляющихся новостных сообщений, которые могут нести в себе различную эмоциональную окраску, меняются настроения инвесторов. Одним из факторов проявления негативного новостного фона является информация о кризисной ситуации в стране или мире. Подобные сообщения свидетельствуют о повышении рисков вложений и, соответственно, влияют на поведение участников финансового рынка. В экономической науке для идентификации кризисной ситуации используют построение индексов, которые отражают проявление кризисных ситуаций в экономике страны.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ И ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Большинство исследований строят кризисные индикаторы, основанные на макроэкономических показателях. Так, среди зарубежных исследований можно отметить работу [1], в которой выявляются факторы, определяющие валютные кризисы. По результатам исследования наиболее значимыми кризисными индикаторами являются: низкий уровень золотовалютных резервов, неспособность покрытия краткосрочных обязательств за счет резервов центрального банка, высокий внешний и внутренний долг государственного сектора по отношению к ВВП. В работе [2] авторы используют для построения кризисного индекса такие показатели, как торговая и региональная интеграция. Авторы приходят к выводу, что процессы глобализации и расширения международной торговли способствуют распространению экономических кризисов из одной страны в другую. В исследовании [3] строят кризисный индикатор либерализации экономики. Результаты исследования показывают, что существенное влияние на возникновение кризиса в экономике оказывает рост безработицы.

Одним из наиболее распространенных кризисных индикаторов является EMP (exchange market pressure), или индекс валютного давления. Этот показатель представляет собой средневзвешенное значение темпа обесценения национальной валюты (обычно по сравнению с долларом США

в номинальном или реальном выражении), ежемесячного изменения величины иностранных резервов иностранной валюты (в процентном выражении) и ежемесячного изменения процентной ставки [4, с. 115]. Данный индекс используется для определения периода финансового кризиса, а также для исследования зависимостей экономик различных стран друг от друга. На основе данного индекса исследовались колебания в период кризиса курса валюты Фиджи [5], России и стран СНГ [6].

Среди отечественных исследований следует отметить работу [7], в которой авторы определяют периоды кризиса через построение различных индексов экономической безопасности. Основными показателями, используемыми для построения индексов, являются: объем ВВП, объем промышленного производства, инвестиции в основной капитал, уровень безработицы, отношение среднедушевых доходов к прожиточному минимуму, отношение средней пенсии к средней заработной плате, общий размер золотовалютных резервов и др.

В работе [8] исследованы наиболее распространенные группы кризисных индикаторов фондового рынка: индексы акций, ставки доходности, спреды доходности. Авторы выявили опережающие свойства индикатора P/E и P/BV для российского фондового рынка.

В исследовании [9] авторы строят интегральный индекс происхождения кризиса, используя следующие переменные: динамику ВВП, длительность кризиса и рецессии (число лет, на протяжении которых наблюдались отрицательные темпы прироста ВВП), рост безработицы, масштабы бюджетного дефицита.

Банк России с помощью методики текстового анализа построил высокочастотный индикатор, рассчитанный на основе ежедневных новостей, для оценки динамики экономической активности в стране. На основе анализа данных новостей за период с января 2014 по август 2017 г. определяется влияние новостного фона на экономическую активность в стране. В качестве результирующего фактора используется индекс деловой активности PMI (Purchasing Managers Index), публикуемый агентством Bloomberg. Использование широкого набора показателей позволяет всесторонне оценивать кризисные явления, выделяя ключевые риски, присущие каждому кризисному периоду. На основании полученных данных возможно осуществлять прогнозирование кризисов в краткосрочной и долгосрочной перспективе.

Цель нашего исследования — построение индекса, позволяющего оценивать кризисную ситуацию в стране на основе текстового анализа. Авторы считают, что существует зависимость между ситуацией на финансовом рынке и новостями, характеризующими кризисную ситуацию в стране. Увеличение новостных сообщений, содержащих информацию о различных проявлениях кризиса, отражается на настроениях инвесторов. Выявление в экономике кризисной ситуации приводит к падению котировок акций на фондовом рынке.

МЕТОДОЛОГИЯ ПОСТРОЕНИЯ ИНДЕКСА

Для выявления зависимости между ситуацией на финансовом рынке и новостями, освещающими различные проявления кризиса, в данной работе использован так называемый сентимент-анализ, или анализ тональности, который предполагает извлечение положительных или негативных эмоций из текстов [10]. Подобный автоматический анализ позволяет определить, является ли изучаемый текст положительным или отрицательным по отношению к объекту, о котором идет речь в тексте.

Увеличение новостных сообщений, содержащих информацию о различных проявлениях кризиса, отражается на настроениях инвесторов. Выявление в экономике кризисной ситуации приводит к падению котировок акций на фондовом рынке.

Первые публикации по сентимент-анализу появились в конце 1990-х — начале 2000-х гг. [11–13]. С тех пор в этой области сделано достаточно много: составлены оценочные лексиконы, разработаны алгоритмы [14–16].

В современных системах анализа тональности текста чаще всего используются следующие оценки: *положительная / позитивная тональность, негативная / отрицательная тональность и нейтральная тональность*. Под нейтральной тональностью имеется в виду, что текст не содержит эмоциональной окраски. Также известны и успешные случаи использования многомерных пространств [10].

Для решения задачи определения тональности текста широко используются методы на основе словарей (lexicon-based methods). Данные методы подразумевают, что слова в словаре соотносятся с определенной шкалой эмоциональности и являются маркерами, от тональности которых зависит тональность текста в целом.

Среди непосредственных методов составления оценочных словарей можно выделить следующие направления:

1. Составление списков тональной лексики вручную [17]. Данный подход особенно эффективен в рамках решения конкретной задачи извлечения тональности из текстов конкретных тематик.

2. Использование готовых словарей и списков. Существуют специальные тезаурусы, в которых размечена эмоциональная составляющая лексики. Для английского языка это SenticNet, SentiWordNet и WordNet-Affect. Так, например, SenticNet [18] представляет собой семантический тезаурус, в котором отражена не только тональность лексики, но и когнитивная информация.

В данной работе был использован метод составления оценочного словаря вручную, так как извлечение оценочных слов осуществлялось в заданной предметной области «кризис и кризисная ситуация», для которой готовых словарей и списков до сегодняшнего дня еще не создано.

Состав оценочного словаря и классификация входящей в него лексики в большой степени определяется конкретной задачей, в связи с чем для исследуемой предметной области «кризис — кризисная ситуация» интерес представляет только негативная тональная окраска. Данная цель значительно сокращает объем словаря оценочной лексики.

Таким образом, в работе вручную был составлен словарь негативных оценочных слов предметной области «кризис — кризисная ситуация», для чего использовались научные статьи зарубежных авторов, написанные на английском языке, посвященные тематике экономического кризиса [19–23]. Указанные авторы рассматривают экономический кризис как финансовый, выделяя при этом его валютный, долговой и банковский подвиды. При анализе данных текстов особое внимание уделялось лексическим единицам, используемым при описании причин, приводящих к возникновению кризисной ситуации, а также форм проявления каждого вида кризиса.

На первом этапе из всего корпуса текстов (около 100 тыс. слов) вручную лингвистом-экспертом

были выделены оценочные слова, относящиеся к семантическому полю «кризис» и имеющие негативную оценку, при этом эксперт исходил из наибольшей частотности употребления лексических единиц в указанных выше работах. Кроме собственно оценочных слов предметной области «кризис — кризисная ситуация», в словарь были включены и так называемые слова-интенсификаторы, которые изменяли (увеличивали или уменьшали) значимость следующих за ними слов.

Затем данный список слов был разбит на группы в соответствии с семантическими особенностями слов. Классификация лексики и присвоенные группам обозначения представлены ниже.

1. Лексика, относящаяся к семантическому полю «кризис» и обладающая отрицательной коннотацией.

2. Лексика, относящаяся к семантическому полю «беспокойство» и обладающая отрицательной коннотацией.

3. Лексика, относящаяся к семантическому полю «ухудшение».

4. Прилагательные и наречия-интенсификаторы, обозначающие избыточную степень.

К первой группе — семантическому полю «кризис» — были отнесены следующие слова: “asset price bust”, “asset price bubble”, “bailout”, “bank liquidation”, “bankrupt”, “bankruptcy”, “boom”, “borrow”, “borrower”, “borrowing”, “burden”, “corrupt”, “corruption”, “credit crunch”, “currency”, “currency attack”, “current account deficit”, “debt”, “deficit”, “deflation”, “derivative speculation”, “devalue”, “devaluation”, “disruption in foreign exchange markets”, “downgrade”, “downgraded”, “excessive consumption”, “exchange rate”, “external deficit”, “financial innovation”, “fluctuate”, “fluctuation”, “foreign debt”, “hedge funds”, “high inflation rate”, “high public sector debt”, “high unemployment”, “housing bubble”, “housing market”, “imbalance”, “interest rates”, “job loss”, “layoff”, “leverage”, “loan”, “loose financial conditions”, “low ranking”, “mortgage”, “mortgage lending”, “non-performing loans”, “oil prices”, “overvalued currency”, “pressure”, “rating”, “rating agency”, “real estate boom”, “redundancy”, “redundant”, “regulatory weakness”, “risk”, “risky”, “securitization”, “securitize”, “securitized”, “shadow banking”, “sovereign debt”, “speculative attack”, “speculative investment”, “subprime”, “subprime loans”, “subprime mortgage”, “trade deficit”, “trading loss”, “unemployed”, “unemployment”, “unregulated”, “volatile”, “volatility”, “weak competitiveness”, “weak regulation”.

Ко второй группе — семантическое поле «беспокойство» — были отнесены следующие слова: “concern”, “doubt”, “doubtful”, “fear”, “gloomy”, “insecurity”, “loss of confidence”, “panic”, “tension”, “threat”, “threaten”, “turbulence”, “turbulent”, “turmoil”, “uncertain”, “uncertainty”, “unprecedented”.

Негативные последствия кризиса и введения санкций против России не только напрямую влияют на экономические показатели развития страны, но и оказывают негативное косвенное воздействие на экономику путем формирования негативного информационного фона, подрывающего доверие инвесторов к России.

К третьей группе — семантическое поле «ухудшение» — были отнесены слова: “decline”, “declining”, “depreciate”, “depreciation”, “deteriorate”, “deterioration”, “diminish”, “diminishing”, “downturn”, “drop”, “fail”, “failure”, “fall”, “gap”, “go down”, “inefficient”, “instability”, “lack”, “laggard”, “loose”, “loosen”, “loss”, “low”, “lower”, “meltdown”, “plunge”, “recession”, “reduce”, “reduction”, “slowing”, “slow”, “growth”, “slowdown”, “slump”, “tight”, “tighten”, “tightening”, “unstable”, “vulnerable”, “weak”, “weaken”.

К четвертой группе были отнесены следующие слова: “abundance”, “abundant”, “excessive”, “rapid”, “rapidly”, “significant”, “significantly”.

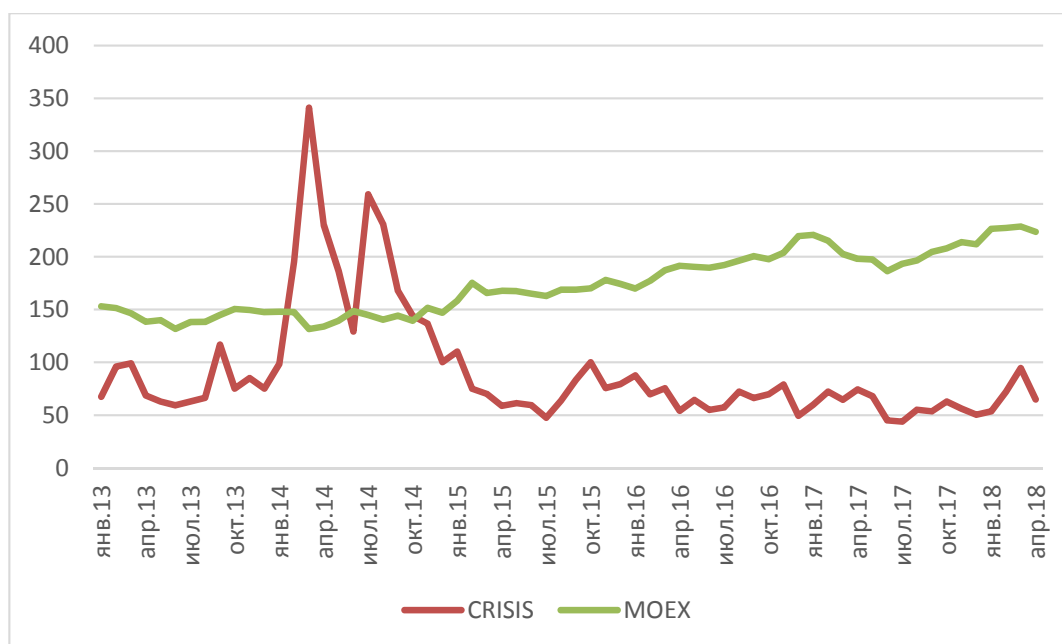
В словарь также были включены не только отдельные части речи, но и коллокации, как негативные, так и усилительные, например: rising unemployment, face bankruptcy, weak competitiveness, low ranking, overvalued currency.

Таким образом, составленный вручную словарь негативной оценочной лексики предметной области «кризис» включает в себя 171 единицу.

Помимо этого, были разработаны два индекса, касающихся санкций:

1) SAN 0 — индекс, показывающий количество упоминаний в СМИ слов «санкции» и «экономические санкции»;

2) SAN 1 — расширенный индекс, рассчитанный на основе слов: «санкции», «экономические



Кризисный индекс и индекс московской биржи / Crisis index and Moscow Exchange index

Источник / Source: рассчитано авторами / calculated by the authors.

Таблица 1 / Table 1

Корреляционный анализ рассматриваемых переменных / Correlation analysis of the considered variables

	MOEX	CRISIS	SAN 0	SAN 1
MOEX	1.000000	-0.522382	-0.346004	-0.379796
CRISIS	-0.522382	1.000000	0.910611	0.935603
SAN 0	-0.346004	0.910611	1.000000	0.995201
SAN 1	-0.379796	0.935603	0.995201	1.000000

Источник / Source: рассчитано авторами / calculated by the authors.

санкции», «ограничение», «запрет», «блокада», «блок», «барьер», «запрет на импорт».

АНАЛИЗ ДАННЫХ

В качестве эмпирической базы используются новостные сообщения агентства Thomson Reuters, так как их содержание было признано отвечающим требованиям консистентности текстов для сентимент-анализа и изучения влияния новостного фона на финансовый рынок. Источником выбраны новости за период с 2006 по 2018 г., тестовый период — январь 2013 — май 2018 г. На тестовом периоде выбраны новости по ключевым словам “Russia”, “Russian”, “Moscow”, “Kremlin”. Для отработки тематического моделирования и сентимент-анализа применялась общая выборка новостных текстов количеством более 10 млн новостей из различных

источников, аккредитованных Thomson Reuters. Основные источники информации: агентства The New York Post, CNN, Breitbart, Reuters, Fox, Atlantic, The Washington Post, BuzzFeed.

В рамках исследования была изучена взаимозависимость между рассчитанным авторским кризисным индексом (crisis) и индексом московской биржи (moex) (см. рисунок). Анализируются ежемесячные данные за период январь 2013 — май 2018 г. Объем выборки — 64 наблюдения (курс валюты и индекс московской биржи рассматриваются как среднее значение за месяц).

Для выявления зависимости между рассматриваемыми переменными сначала был проведен корреляционный анализ (табл. 1), по результатам которого видно, что кризис оказывает наибольшее влияние на фондовый индекс и имеет обратное влияние.

Таблица 2 / Table 2

Влияние кризиса на фондовый индекс (MOEX) / Impact of the crisis on the stock index (MOEX)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
CRISIS	−0.037885	0.018923	−2.002038	0.0453
@TREND	1.537348	0.155297	9.899403	0.0000
Const	127.6524	6.909549	18.47478	0.0000
AR(1)	0.726824	0.067346	10.79241	0.0000
	Variance Equation			
C	2.018538	1.611175	1.252836	0.2103
ARCH(1)	−0.124038	0.096184	−1.289590	0.1972
GARCH(1)	1.063141	0.091077	11.67295	0.0000
R-squared	0.959633	Mean dependent var		174.3964
Adjusted R-squared	0.955308	S.D. dependent var		29.08690
S.E. of regression	6.149094	Akaike info criterion		6.436995
Sum squared resid	2117.436	Schwarz criterion		6.675121
Log likelihood	−195.7653	F-statistic		221.8801
Durbin-Watson stat	1.816403	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.73			

Источник / Source: рассчитано авторами / calculated by the authors.

Таблица 3 / Table 3

Корреляционный анализ за период март 2014 – апрель 2018 г. (период действия санкций против России) / Correlation analysis for March 2014 – April 2018 (the period of sanctions against Russia)

	CRISIS	MOEX	SAN 0	SAN 1
CRISIS	1.000000	-0.687177	0.958541	0.964155
MOEX	-0.687177	1.000000	-0.614648	-0.608722
SAN 0	0.958541	-0.614648	1.000000	0.998526
SAN 1	0.964155	-0.608722	0.998526	1.000000

Источник / Source: рассчитано авторами / calculated by the authors.

Как видно из табл. 1, индексы по кризису и санкциям имеют очень тесную взаимосвязь. Из этого следует, что на современном этапе для России основным фактором проявления кризиса являются введенные санкции. Влияние кризисного индекса на фондовый рынок отрицательное. Таким образом, не только наличие самого кризиса в экономике, а даже упоминание о признаках кризиса в новостных сообщениях приводят к падению котировок на московской бирже.

Далее с помощью GARCH-модели был проведен анализ влияния кризиса на фондовый индекс (табл. 2).

Из табл. 2 видно, что кризис оказывает отрицательное влияние на изменение фондового индекса: чем выше индекс кризиса, тем ниже значение фондового индекса MOEX. Коэффициент детерминации (R-squared) находится на уровне 96%, что говорит о высокой объясняющей способности выбранных переменных, автокорреляция в остатках отсутствует.

Итоговое уравнение расчета индекса MOEX имеет следующий вид:

$$\text{MOEX} = 127,65 - 0,038 \times \text{CRISIS} + 0,73 \times \text{MOEX}_{-1}.$$

С учетом того, что именно санкции определены как основной фактор кризиса в текущий период времени, первоначальный массив данных был разделен на период до марта 2014 г., т.е. введения первых санкций против России, и после. В результате проведения повторного анализа было установлено, что степень влияния и зависимости переменных в период введения санкций увеличиваются (табл. 3).

Как видно из табл. 3, значения коэффициентов увеличились относительно данных, представленных в табл. 1. Значение коэффициента корреляции между разработанным индексом кризиса (CRISIS) и индексом московской биржи (MOEX) увеличилось с $-0,52$ до $-0,68$. Аналогично усилилась взаимосвязь между фондовым индексом (MOEX) и санкционными индексами (SAN 0, SAN 1) с $-0,34$ до $-0,61$ и с $-0,38$ до $-0,61$ соответственно. Таким образом, именно действие санкций и освещение данной темы в новостных сообщениях оказывают наиболее негативное влияние на экономику России сегодня. Увеличение значений коэффициентов корреляции между рассматриваемыми переменными свидетельствует также об увеличении влияния информационного фона на показатели финансового рынка в целом. Таким образом, негативные последствия кризиса и введения санкций против России не только напрямую влияют на экономические показатели развития страны, но и оказывают негативное косвенное воздействие на экономику путем формирования негативного информационного фона, подрывающего доверие инвесторов к России.

ВЫВОДЫ

Таким образом, нами было доказано, что проявления кризиса в стране, которые можно определить не только традиционно по значениям

основных экономических показателей, но и по содержанию новостных сообщений, способны оказывать влияние на ключевые экономические показатели и деятельность экономических субъектов в стране. В частности, упоминание о кризисе в России провоцирует снижение фондового индекса московской биржи, отражая тем самым экономические настроения инвесторов.

В работе предложен инструмент количественного анализа качественного фактора — содержания информационных новостных сообщений. Такой анализ позволяет проводить исследования зависимости различных экономических показателей от новостного фона. Состоятельность разработанного кризисного индикатора доказана на примере наиболее очевидной зависимости — влияния кризиса на фондовый рынок. В дальнейшем предложенный авторский индекс может быть использован для оценки других зависимостей, например влияние кризиса на эффективность деятельности российских компаний.

Создание негативного информационного фона вокруг России может быть использовано как дополнительная мера воздействия на экономику со стороны стран, вводивших санкции. В большей степени новостные сообщения оказывают влияние на фондовый рынок и сокращают привлекательность российских компаний в качестве источника инвестирования. Таким образом, можно констатировать, что проявление внешних негативных факторов, направленных на дестабилизацию российской экономики, находит свое отражение в показателях финансового рынка. Для улучшения экономической ситуации в России необходимо нивелировать политические конфликты и разногласия, которые приводят к информационному давлению и введению санкций против России.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету в 2018 г., Финансовый университет, Москва, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

The article is based on the results of budgetary-supported research according to the state task carried out by the Financial University in 2018.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading indicators of currency crises. *IMF Staff Papers*. 1998;45(1):1–48. DOI: 10.1596/1813–9450–1852
2. Kumar M., Moorthy U., Perraudin W. Predicting emerging market currency crashes. *Journal of Empirical Finance*. 2003;10(4):427–454.

3. Komulainen T., Lukkarila J. What drives financial crises in emerging markets? *Emerging Markets Review*. 2003;4(3):248–272. DOI: 10.1016/S 1566–0141(03)00039–6
4. Фёдорова Е.А., Лукасевич И.Я. Прогнозирование финансовых кризисов с помощью экономических индикаторов в странах СНГ. *Проблемы прогнозирования*. 2012;(2):112–122.
5. Jayaraman T. K., Choong C.-K. Exchange market pressure in a small Pacific Island country: A study of Fiji: 1975–2005. *International Journal of Social Economics*. 2008;35(12):985–1004. DOI: 10.1108/03068290810911507
6. Федорова Е.А., Каменева Е.А., Афанасьев Д.О. Перетекание валютных кризисов для России и стран СНГ. *Банковское дело*. 2015;(11):12–17.
7. Senchagov V. K., Mityakov S. N. Evaluation of economic crises using short-term indexes and average indexes of economic security of Russia. *Studies on Russian Economic Development*. 2016;27(2):148–158. DOI: 10.1134/S 1075700716020131
8. Болдырева Н.Б., Парфенов А.А. Система индикаторов кризисных явлений на российском фондовом рынке: динамика и опережающие свойства. *Известия Уральского государственного экономического университета*. 2013;(3–4):52–60.
9. Гюлумян К.Г., Клупт М.А. Кризис, рецессия и социальное развитие: межстрановой анализ. *Вопросы статистики*. 2014;(6):59–66.
10. Pang B., Lee L. Opinion mining and sentiment analysis. *Foundations and Trends in Information Retrieval*. 2008;2(1–2):1–135. DOI: 10.1561/15000000011
11. Wiebe J., Bruce R., O'Hara T. Development and use of a gold-standard data set for subjectivity classifications. In: Proc. 37th Annual Meeting of the Association for Computational Linguistics. College Park, MD: University of Maryland; 1999:246–253.
12. Pang B., Lee L., Vaithyanathan S. Thumbs up? Sentiment classification using machine learning techniques. In: Proc. 2002 Conf. on empirical methods in natural language processing (EMNLP 2002). Stroudsburg, PA: Association for Computational Linguistics; 2002. URL: <http://www.cs.cornell.edu/people/pabo/papers/sentiment.pdf>
13. Turney P. Thumbs up or thumbs down? Semantic orientation applied to unsupervised classification of reviews. In: Proc. 40th Annual Meeting of the Association for Computational Linguistics. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania; 2002:417–424.
14. Ganapathibhotla M., Liu B. Mining opinions in comparative sentences. In: Proc. 22nd Int. Conf. on Computational Linguistics. Manchester: Brighton; 2008:241–248.
15. Liu B. Sentiment analysis and subjectivity. In: Indurkha N., Damerau F. J., eds. Handbook of natural language processing. 2nd ed. Boca Raton, FL: CRC Press; 2010:627–665. URL: <http://www.cs.uic.edu/~liub/FBS/NLP-handbook-sentiment-analysis.pdf>
16. Manning Ch., Raghavan P., Schütze H. Introduction to information retrieval. Cambridge: CUP Publ.; 2009. 544 p.
17. Пазельская А. Г., Соловьев А. Н. Метод определения эмоций в текстах на русском языке. *Компьютерная лингвистика и интеллектуальные технологии: «Диалог-2011»*. М.: Изд-во РГГУ; 2011;(10):510–522.
18. Cambria E., Havasi C., Hussain A. SenticNet 2: A semantic and affective resource for opinion mining and sentiment analysis. In: Youngblood G., McCarthy P. eds. Proc. 25th Int. Florida Artificial Intelligence Research Society Conf. (FLAIRS-12). Palo Alto, CA: Association for the Advancement of Artificial Intelligence; 2012:202–207.
19. Ramskogler P. Tracing the origins of the financial crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2014;(107):47–61.
20. Claessens S., Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L. Lessons and policy implications from the global financial crisis. IMF Working Paper. 2010;(44). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf>
21. Hale G., Arteta C. Currency crises and foreign credit in emerging markets: Credit crunch or demand effect? *European Economic Review*. 2009;53(7):758–774. DOI: 10.1016/j.eurocorev.2009.03.001
22. Shimpalee P., Breuer J. Currency crises and institutions. *Journal of International Money and Finance*. 2006;25(1):125–145. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2005.10.008
23. Reinhart C. M., Rogoff K. S. This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises. NBER Working Paper. 2008;(13882). URL: <https://www.nber.org/papers/w13882.pdf>

REFERENCES

1. Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading indicators of currency crises. *IMF Staff Papers*. 1998;45(1):1–48. DOI: 10.1596/1813–9450–1852
2. Kumar M., Moorthy U., Perraudin W. Predicting emerging market currency crashes. *Journal of Empirical Finance*. 2003;10(4):427–454.
3. Komulainen T., Lukkari J. What drives financial crises in emerging markets? *Emerging Markets Review*. 2003;4(3):248–272. DOI: 10.1016/S 1566–0141(03)00039–6
4. Fedorova E.A., Lukasevich I. Ya. Forecasting financial crises with the help of economic indicators in the CIS countries. *Problemy prognozirovaniya = Studies on Russian Economic Development*. 2012;(2):112–122. (In Russ.).
5. Jayaraman T.K., Choong C.-K. Exchange market pressure in a small Pacific Island country: A study of Fiji: 1975–2005. *International Journal of Social Economics*. 2008;35(12):985–1004. DOI: 10.1108/03068290810911507
6. Fedorova E.A., Kameneva E.A., Afanas'ev D.O. Overflow of currency crises for Russia and CIS countries. *Bankovskoe delo = Banking*. 2015;(11):12–17. (In Russ.).
7. Senchagov V.K., Mityakov S.N. Evaluation of economic crises using short-term indexes and average indexes of economic security of Russia. *Studies on Russian Economic Development*. 2016;27(2):148–158. DOI: 10.1134/S 1075700716020131
8. Boldyreva N.B., Parfenov A.A. The system of indicators of crisis phenomena in the Russian stock market: Dynamics and leading properties. *Izvestiya Ural'skogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Journal of the Ural State University of Economics*. 2013;(3–4):52–60. (In Russ.).
9. Gyulumyan K.G., Klupt M.A. Crisis, recession and social development: Cross-country analysis. *Voprosy statistiki*. 2014;(6):59–66. (In Russ.).
10. Pang B., Lee L. Opinion mining and sentiment analysis. *Foundations and Trends in Information Retrieval*. 2008;2(1–2):1–135. DOI: 10.1561/15000000011
11. Wiebe J., Bruce R., O'Hara T. Development and use of a gold-standard data set for subjectivity classifications. In: Proc. 37th Annual Meeting of the Association for Computational Linguistics. College Park, MD: University of Maryland; 1999:246–253.
12. Pang B., Lee L., Vaithyanathan S. Thumbs up? Sentiment classification using machine learning techniques. In: Proc. 2002 Conf. on empirical methods in natural language processing (EMNLP 2002). Stroudsburg, PA: Association for Computational Linguistics; 2002. URL: <http://www.cs.cornell.edu/people/pabo/papers/sentiment.pdf>
13. Turney P. Thumbs up or thumbs down? Semantic orientation applied to unsupervised classification of reviews. In: Proc. 40th Annual Meeting of the Association for Computational Linguistics. Philadelphia, PA: University of Pennsylvania; 2002:417–424.
14. Ganapathibhotla M., Liu B. Mining opinions in comparative sentences. In: Proc. 22nd Int. Conf. on Computational Linguistics. Manchester: Brighton; 2008:241–248.
15. Liu B. Sentiment analysis and subjectivity. In: Indurkha N., Damerau F. J., eds. *Handbook of natural language processing*. 2nd ed. Boca Raton, FL: CRC Press; 2010:627–665. URL: <http://www.cs.uic.edu/~liub/FBS/NLP-handbook-sentiment-analysis.pdf>
16. Manning Ch., Raghavan P., Schütze H. *Introduction to information retrieval*. Cambridge: CUP Publ.; 2009. 544 p.
17. Pazel'skaya A.G., Solov'ev A.N. A method of sentiment analysis in Russian texts. In: *Computational linguistics and intellectual technologies: "Dialogue-2011"*. Moscow: Russian State Univ. for the Humanities; 2011;(10):510–522. (In Russ.).
18. Cambria E., Havasi C., Hussain A. SenticNet 2: A semantic and affective resource for opinion mining and sentiment analysis. In: Youngblood G., McCarthy P. eds. *Proc. 25th Int. Florida Artificial Intelligence Research Society Conf. (FLAIRS-12)*. Palo Alto, CA: Association for the Advancement of Artificial Intelligence; 2012:202–207.
19. Ramskogler P. Tracing the origins of the financial crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2014;(107):47–61.
20. Claessens S., Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L. Lessons and policy implications from the global financial crisis. IMF Working Paper. 2010;(44). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf>

21. Hale G., Arteta C. Currency crises and foreign credit in emerging markets: Credit crunch or demand effect? *European Economic Review*. 2009;53(7):758–774. DOI: 10.1016/j.euroecorev.2009.03.001
22. Shimpalee P., Breuer J. Currency crises and institutions. *Journal of International Money and Finance*. 2006;25(1):125–145. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2005.10.008
23. Reinhart C.M., Rogoff K.S. This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises. NBER Working Paper. 2008;(13882). URL: <https://www.nber.org/papers/w13882.pdf>

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Елена Анатольевна Федорова — доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

Elena A. Fedorova — Dr. Sci. (Econ.), Professor, Department of corporate finance and corporate governance, Financial University, Moscow, Russia
ecolena@mail.ru



Светлана Олеговна Мусиенко — ассистент Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия

Svetlana O. Musienko — Assistant, Department of corporate finance and corporate governance, Financial University, Moscow, Russia
som090788@yandex.ru



Федор Юрьевич Федоров — консультант ООО «РедСис», Москва, Россия

Fedor Yu. Fedorov — Consultant, ООО RedSys, Moscow, Russia
fedorovfedor92@mail.ru



Людмила Валерьевна Виноградова — кандидат филологических наук, доцент кафедры английского языка Псковского государственного университета, Псков, Россия

Lyudmila V. Vinogradova — Cand. Sci. (Philol.), Associate Professor, Department of English Language, Pskov State University, Pskov, Russia
ludvin@inbox.ru

Заявленный вклад авторов:

Федорова Е.А. — результаты и дискуссия, аннотация.

Мусиенко С.О. — обзор литературы

Федоров Ф.Ю. — расчет кризисного индикатора

Виноградова Л.В. — построение «мешка слов».

Authors' declared contribution:

Fedorova E.A. — results and discussion, abstract.

Musienko S.O. — literature review.

Fedorov F.Yu. — calculation of the crisis indicator.

Vinogradova L.V. — compiling a “bag of words”.

Статья поступила 15.03.2019; принята к публикации 13.05.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 15.03.2019; accepted for publication on 13.05.2019.

The authors read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-122-136

УДК 336.773(045)

JEL G14, G02, G24, D14, O16

Новые инструменты финансирования малого и среднего предпринимательства в России: краудинвестинг

И.А. Езангина^а, А.В. Евстратов^б

Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0002-9441-4401>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-9719-7828>

АННОТАЦИЯ

Доступ к финансированию – фундаментальный фактор, определяющий возможности роста малого и среднего предпринимательства. Наряду с государственными формами поддержки субъектов данного сегмента бизнеса, а также традиционными банковскими продуктами развиваются механизмы частных инвестиций посредством становления и распространения платформ краудинвестинга. Они предполагают вовлечение средств населения как важнейшего рыночного агента. Цель работы – раскрыть ключевое значение институционального развития рынка краудфинансов и краудинвестинга как современного инструмента поддержки малого и среднего предпринимательства, воспроизводства сбережений населения и доходов профессиональных инвесторов. В исследовании использовались следующие научные методы и подходы: наблюдение, сравнение, аналогии, анализ, обобщение, метод экспертных оценок, системно-структурный подход. Дано авторское определение краудинвестинга. Определены три его основополагающие черты: коллективное микрофинансирование объекта из альтернативного набора стартапов, наличие промежуточного агента в виде удаленной платформы, финансовая возмездность. В доказательство становления мирового и отечественного рынка краудинвестинга охарактеризованы в динамике его состояние, показатели деятельности известных краудинвестинговых компаний. Выявлены ключевые преимущества краудинвестинга, факторы, стимулирующие рост его объемов в России, а также риски, главным образом связанные с недостаточным регулированием нового и быстроразвивающегося институционального механизма краудинвестинга. На примере конкретных сфер приложения капитала, мультифункциональности сервисов российских платформ, расширения круга инвесторов, вовлечения новых финансовых и технологических методов обмена и поддержки обозначена перспективная роль краудинвестинга как инструмента проектного финансирования в России. Предложенное исследование позволило обозначить ряд значимых направлений развития краудинвестинга в России. В работе актуализированы: выстраивание эффективной системы регулирования деятельности краудплатформ, в том числе через развитие инструментов саморегулирования, программы софинансирования краудпроектов со стороны институтов развития, работу регуляторной «песочницы», законодательное закрепление и поддержку реализации новых видов информационного и экономического взаимодействия на краудплатформах (не только в формате B 2B, P2B, но и G2B, B 2G).

Ключевые слова: краудфинансы; краудинвестинг; проектное финансирование; малое и среднее предпринимательство (МСП); краудплатформа (площадка); стартап; краудинвестор; краудлендинг; инвестиционный риск; P2P-кредитование

Для цитирования: Езангина И.А., Евстратов А.В. Новые инструменты финансирования малого и среднего предпринимательства в России: краудинвестинг. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(3):122-136. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-122-136

ORIGINAL PAPER

New Instruments for Financing Small and Medium Enterprises in Russia: Crowdfunding

I.A. Ezangina^a, A.V. Evstratov^b

Volograd State Technical University, Volgograd, Russia

^a <https://orcid.org/0000-0002-9441-4401>; ^b <https://orcid.org/0000-0002-9719-7828>

ABSTRACT

Access to financing is a fundamental factor determining growth opportunities for small and medium enterprises. Along with the state forms of support for the subjects of this business segment, as well as traditional banking products, private investment mechanisms are being developed through the establishment and extension of crowdfunding

platforms. They imply involving funds of population as the most important market agent. The aim of the article is to reveal the key importance of the institutional development of the crowdfunding and crowdinvesting market as a modern tool for supporting small and medium enterprises, reproduction of people's personal savings and incomes of professional investors. The following scientific methods and approaches were used in the study: observation, comparison, analogies, analysis, synthesis, method of expert assessments, system and structured approach. The authors' definition of crowdinvesting is given. Three fundamental features of crowdinvesting are defined: collective microfinancing of a project from an alternative set of startups, an intermediate agent in the form of a remote platform, financial retribution. To prove the development of the world and domestic crowdinvesting market, its condition and the performance indicators of well-known crowdinvesting companies are characterized in dynamics. The authors revealed the key advantages of crowdinvesting, factors stimulating of its volume growth in Russia, as well as risks, mainly associated with insufficient regulation of the new and fast-growing institutional mechanism of crowdinvesting. The important perspective of crowdinvesting as an instrument of project financing in Russia is highlighted on the example of specific scopes for investment, multifunctional services of Russian platforms, expanding pool of investors, new financial and technological methods of exchange and support. The study allowed identifying a number of key areas for crowdinvesting development in Russia. The work mainstreams: building an effective regulation system for crowdinvesting platforms, including through developing self-regulation tools, a co-financing program for crowdinvesting projects from development institutions, the work of the regulatory sandbox, legislative consolidation and support for implementing new types of information and economic interaction on crowdinvesting platforms (not only B 2B, P2B, but also G2B, B 2G).

Keywords: crowdfunding; crowdinvesting; project financing; small and medium enterprises; crowdinvesting platform (playground); startup; crowdfunder; crowdlending; investment risk; P2P-lending

For citation: Ezangina I.A., Evstratov A.V. New instruments for financing small and medium enterprises in Russia: Crowdinvesting. *Finansy: teoriya i praktika* = Finance: Theory and Practice. 2019;23(3):122-136. DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-122-136

ВВЕДЕНИЕ

Общепринятое определение понятий «краудфандинг» и «краудинвестинг» в России отсутствует, поскольку эти дефиниции не являются юридическими. Регулятор в лице Центрального банка России реализует подход IOSCO (Международной организации комиссий по ценным бумагам), акцентирующий внимание на двух самостоятельных формах: инвестиционном и заемном краудфандинге.

Краудфандинг — это механизм привлечения заемных средств, совместного финансирования компаний или программ через интернет-площадки.

В данном исследовании под краудинвестингом понимается альтернативный способ коллективного венчурного микрофинансирования, предполагающий доленое вложение и возврат вложенных средств с выгодными процентами через промежуточного агента (интернет-площадку, платформу). Таким образом, речь идет об оптимизации размера издержек взаимодействия за счет упрощения процесса совершения транзакции посредством использования преимуществ автоматизированных платформ.

Подчеркивается, что краудинвестинг в меньшей степени (по сравнению с классическим краудфандингом) преследует альтруистические и общественные цели и одновременно в большей степени нацелен на финансирование коммерческих проектов, прежде всего малого и среднего предпринимательства (МСП), на возмездной основе [1].

СТАНОВЛЕНИЕ РЫНКА КРАУДФИНАНСОВ

Несмотря на законодательные ограничения разных стран, на сегодняшний день во всем мире насчитывается более 300 площадок краудинвестинга. При этом площадка реализует следующий возможный функционал:

- предоставление исключительно информационных услуг в пределах кредитного договора, договора купли-продажи ценных бумаг (акций/облигаций);
- сбор, с одной стороны, пула предприятий — заемщиков и, с другой стороны, — группы инвесторов. В данном контексте имеет место «потокное финансирование», при котором финансовые ресурсы индивидуального инвестора сбалансированно распределяются между заемщиками — участниками инвестиционного пула. Автоматизированная площадка формирует оценку будущих заемщиков, принимая решение о формировании субъектного состава пула. В дальнейшем платформа выполняет посредническую функцию, взаимодействуя с инвесторами по вопросам погашения базовой части долга, а также процентов, уплаты налоговых платежей;
- формирование финансового результата с последующим нефинансовым вознаграждением.

Вместе с тем площадки — это лишь один из способов привлечения инвесторов для стартапа. Многие компании используют для привлечения инвестиций собственный блог или партнерскую

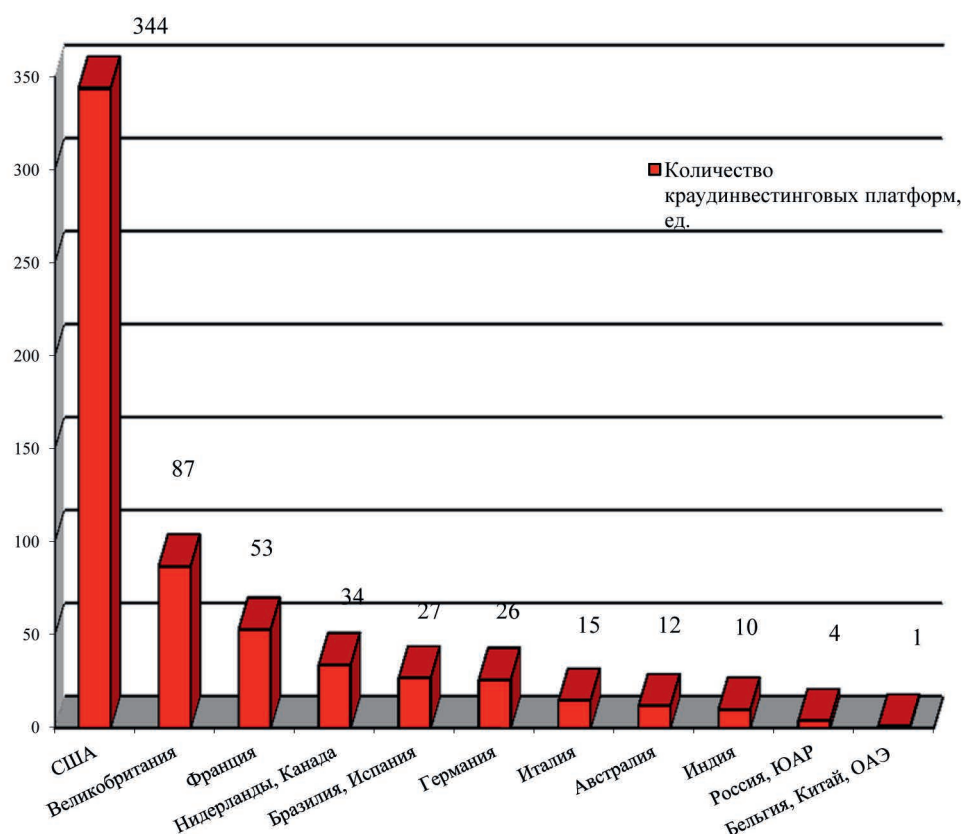


Рис. 1 / Fig. 1. Рейтинг стран по количеству краудинвестинговых платформ по состоянию на декабрь 2013 г. / Rating of countries by the number of crowdfunding platforms as of December 2013

Источник / Source: URL: http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf (дата обращения: 15.05.2019).

программу («Додо Пицца», «SkyWay»). Участниками сделки в рамках краудинвестинга могут выступить: венчурные фонды, профессиональные инвесторы частного характера, бизнес-ангелы, государство (в России пока что эта сторона занимает последнее место среди участников, так как законов, регулирующих деятельность площадок, как таковых нет) [2].

Краудинвестинг — это не замена действующих финансовых институтов, это дополнительный инструмент, который встраивается в систему существующих и уже всем понятных продуктов [3]. Максимально краудинвестинг распространен в США (площадки EquityNet, AngelList, SeedInvest, Funders Club, CircleUP) и Великобритании (CrowdCube, Seedrs, Zora) (рис. 1).

Старт краудинвестинга как самостоятельной идеологии датирован 2012 г., чему способствовал подписанный президентом Б. Обамой нормативный документ — JOBS (Jumpstart Our Business Startups) Act. Последний легализовал инвестиционную деятельность непрофессиональных инвесторов — американских граждан [4]. Акт представлен Securities and Exchange Commission

(Комиссией по ценным бумагам и биржам США); подчеркивается вклад в его содержание экспертов из бизнес-сообщества, в частности Indiegogo, RocketHub, Kickstarter и прочих.

ОСОБЕННОСТИ И ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ КРАУДИНВЕСТИНГА В ЗАРУБЕЖНОЙ ПРАКТИКЕ ФИНАНСОВОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Для продвижения JOBS Act также были созданы неправительственная организация FINTRA, а также общественная структура CFIRA (Crowdfund Intermediary Regulatory Advocates).

В настоящее время оперативное функционирование краудинвестинговых и краудлендинговых площадок в США контролируется Комиссией по ценным бумагам и биржам. В 2013 г. платформа AngelList привлекла порядка 15 млн долл. США от частных инвесторов. В 2012–2018 гг. заемщиками в рамках краудинвестинговой системы финансирования стали:

- Glen Iron — 4 этапа финансирования, 2,1 млн долл. США, площадка ASSOB;

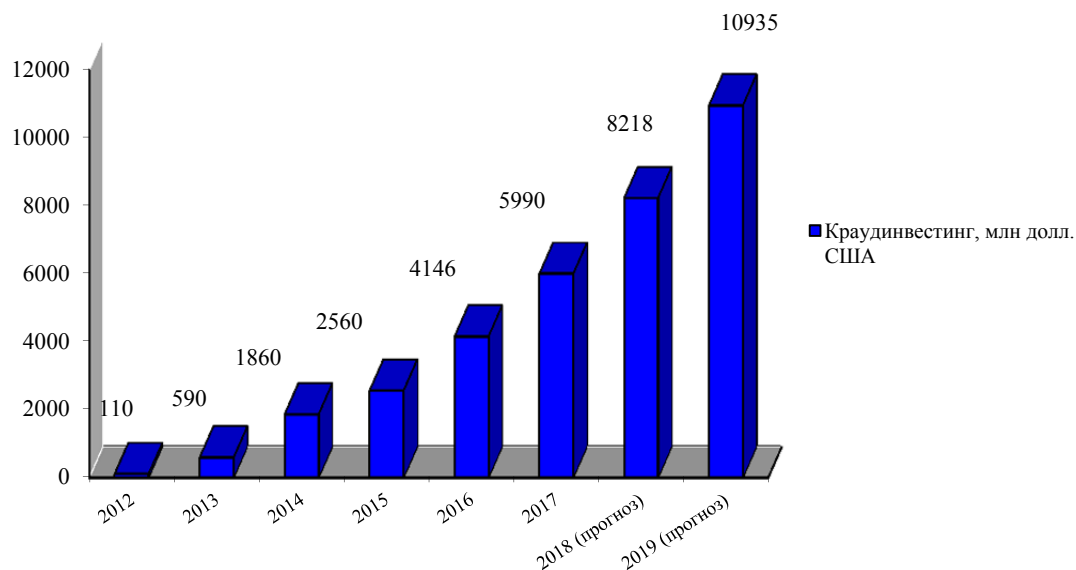


Рис. 2 / Fig. 2. Динамика краудинвестинга в мире в 2012–2019 гг. / Dynamics of crowdfunding in the world in 2012–2019

Источник / Source: URL: <http://www.cbr.ru/statichtml/file/18221/bojor.pdf> (дата обращения: 12.05.2019).

- Antabio — 207 краудинвесторов, 300 тыс. евро, площадка WiSeed, биотехнологический стартап;

- TalentBin — стартап, направленный на создание интернет-сети по привлечению молодых талантов; 2 млн долл. США, площадка FundersClub.

Примерами наиболее успешных краудинвестиционных площадок в Германии являются Seedmatch, Companisto, Innovestment, на долю которых приходится 85% рынка привлеченного краудкапитала и 82% финансируемых стартапов [5].

Динамика краудинвестинга в мире представлена на рис. 2.

В настоящее время в сфере финансовых инвестиций ситуация такова, что в сфере краудинвестинга закрываются как seed-раунды с размером заемных ресурсов в пределах 50 тыс. — 2 млн долл. США, так и более масштабные с позиции финансового оборота А-раунды. В последнем случае, поскольку речь идет об объеме привлеченных средств от 2 до 10 млн долл. США, объективна привлекательность инструмента для стартапов поздних стадий. В любом случае воспроизводство стартапов, превращение их в глобальную область предпринимательства рассматривается в качестве одной из важнейших задач развития инновационной экономики, формирования интеллектуального капитала государства [6]. В этих условиях краудинвестинг становится катализатором сфер, инвестиционно привлекательных для государства, заслуживающих финансовой поддержки с его стороны.

ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИЯ РЫНКА КРАУДИНВЕСТИНГА В РОССИИ

Первой платформой в России стал анонсированный в 2012 г. и закрытый в 2013 г. проект Smartmarket.net. В 2013 г. стартовали краудинвестиционные площадки VCStart (закрыта в 2015 г.), WeShare (деятельность приостановлена для перезапуска в будущем). В итоге к 2015 г. остались два проекта: платформа StartTrack и SearchFunds, а также открыта SIMEX — многофункциональная онлайн-платформа для обмена цифровыми активами и инвестиций в ICO проекты, краудинвестинг.

Сущность инвестиций на платформе SIMEX реализуется в инвестдоле — объеме прав требования инвестора к проекту, указанному в инвестиционной оферте. По своим инвестиционным долям инвестор получает опцион на долю в прибыли проекта. Основные методы инвестиций через SIMEX — это первичное приобретение инвестдолей напрямую от проектов и возможность вторичного приобретения инвестдолей через торги от других инвесторов. По инвестдолям осуществляется выплата дивидендов. Вкладчик может реализовать инвестдоли на вторичных торгах платформы SIMEX. При этом торговая комиссия на бирже составляет 0,1% от сделки (комиссию уплачивает мейкер и тейкер). Партнерское вознаграждение от сделки составляет 0,02%.

О значимости рынка краудфинансов свидетельствуют следующие факты (за период 2014–2017 гг.):

- 3,4 млрд руб. частных инвесторов;

- свыше 900 млн руб. аккумулированы венчурными проектами;
- 40 тыс. частных краудинвесторов;
- краудлендинг и краудинвестинг позволили профинансировать более 870 бизнес-проектов;
- организовано более 1 тыс. приоритетных рабочих мест;
- прирост ВВП за продвижения бизнеса на основе технологий краудинвестинга составил около 11,5 млрд руб.;
- налоговые поступления от созданного или профинансированного действующего бизнеса составили более 700 млн руб.¹

В этой связи к плюсам краудинвестинга объективно относим: возможность инвестирования небольших сумм, преимущества диверсификации, большой выбор проектов, вложение в несколько проектов одновременно, минимум формальностей для размещения средств, маркетинг компании и продукта, быстрота реализации (стартапы отличает фиксированный период, что, учитывая дислокацию многочисленных инвесторов, означает своевременное решение обозначенных задач) [7]. В рамках такой модели роль финансового посредника сводится к организационному соединению участников, в то время как инвестор формирует самостоятельно состав, структуру индивидуального инвестиционного портфеля, диверсифицируя риск потери вложений [8].

Главным преимуществом краудинвестинга в работе признается не столько формирование акционерных прав на компанию, сколько неимущественное и/или имущественное право требования получения доли прибыли, части товарного оборота, услуг. При этом подчеркивается независимость реализации такого права от прочих акционеров, что нивелирует риск корпоративных конфликтов по этой причине. Наконец, преимущество краудинвестинга перед остальными видами финансирования связываем с тем, что речь идет о финансировании собственных средств в капитал компаний, а следовательно, у инвесторов и собственно инициаторов продвижения стартапа формируется повышенная ответственность за организацию процесса.

Факторами, стимулирующими рост объемов краудинвестинга в России со стороны субъектов МСП, выступают:

- трудности получения инвестиционных средств в банковских институтах;
- недостаточное внимание к разработке альтернативных банковским и государственным инструментам финансирования МСП гражданами (физическими лицами);
- сложность привлечения средств для старта предприятия, не имеющего кредитной истории в традиционных финансовых организациях;
- недостаточное развитие (отсутствие) региональной инфраструктуры финансовых организаций.

В свою очередь, факторы успеха краудинвестинговой кампании исследователи из New Mexico State University (США) и Aalto University (Швеция) связывают с количеством инвесторов, целевыми показателями финансирования, продолжительностью кампании, предоставлением открытой финансовой информации и В 2С-ориентацией проекта [9, 10].

Вместе с тем проведенное авторское исследование позволило обозначить слабые стороны краудинвестинга:

- традиционные инвестиционные риски. Скоординированные системы анализируемых платформ находятся на достаточно низком уровне, что опосредует увеличение риска для кредиторов [11];
- отсутствие институциональных норм и контрольных требований (в частности, не регламентированы критерии и способы, которые гарантируют передачу средств инвестора в конкретный проект, не регламентированы способы регистрации права собственности на результат инвестирования);
- вероятность мошенничества (создание на базе платформы финансовой пирамиды);
- риск банкротства;
- субъективное позиционирование площадки (платформа для исключительно состоятельных инвесторов);
- сохраняющиеся национальные законодательные различия в области краудинвестинга, препятствующие перманентной глобализации данного сегмента рынка капитала;
- недостаточная финансовая грамотность населения: нежелание работать с заемными и инвестиционными средствами, неумелое планирование вложений и прогнозирование финансового результата;
- субъективное недоверие к электронной организации инвестиционного процесса через инструменты и механизмы действующих интернет-площадок;

¹ Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России: аналитический доклад 2018 / New tools to attract funding for the development of technology companies: the practice of use and development prospects in Russia: an analytical report 2018. URL: <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/direct/219492205>.

Таблица 1 / Table 1

Показатели развития краудинвестинга в России в 2015–2017 гг. / Indicators of crowdinvesting development in Russia in 2015–2017

Показатель	2015	2016	2017
Инвестиции в капитал, млн руб.	232	1505,5	1837,7
Количество профинансированных компаний	81	277	871
Количество инвесторов	105	1313	14466

Источник / Source: URL: <https://incrussia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga-v-rossii/> (дата обращения: 12.05.2019).

- закрытость, низкая прозрачность рынка интеллектуального капитала России, закрытость (секретность) бизнес-информации, что опосредует трудности поиска и нахождения компании-реципиента и инвестиционного проекта [12].

Инвестируя средства в проект, необходимо спрогнозировать его успех. Отличительная особенность краудинвестинга в том, что инвесторы получают акционерную долю с объема реализованной продукции. При этом рост прибыли не ограничен и никак не фиксируется.

Следует обозначить три базовых вида краудинвестинга:

- роялти — является частью нефинансового вознаграждения. Кроме нефинансовых бонусов [продукта или услуги как результата деятельности бизнес-проекта (rewards)], спонсор получает долю от доходов проекта (финансирование музыкальных проектов, фильмов, игр);

- народное кредитование (краудлендинг) — ориентировано на выдачу кредита владельцу стартапа на развитие его идеи. Данный вид краудинвестинга отличает четкость разработки и доступность плана-графика возврата инвестиционного капитала;

- акционерный краудинвестинг — наиболее передовая форма краудфандинга, предполагающая наличие посредника в виде специализированной платформы, а в качестве роялти определенную долю собственности, владение акциями, дающее право голосования на общих собраниях и дивидендный выход.

Выделенные особенности акционерного краудинвестинга опосредуют финансовый и репутационный бизнес-интерес, предоставляя возможность субъектам, не функционирующим на организованном биржевом рынке, удобный и безальтернативный инструмент привлечения финансовых ресурсов для старта или расширения предпринимательства.

КРАУДИНВЕСТИНГ КАК ПЕРСПЕКТИВНЫЙ ИНСТРУМЕНТ ПРОЕКТНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В РОССИИ

Подчеркиваем, что краудинвестинг следует признать особым инструментом проектного инвестирования в России, набирающим популярность. Доказательством выступают статистические материалы *табл. 1*.

Так, согласно информации *табл. 1* инвестиции в капитал по сравнению с 2015 г. в 2017 г. увеличились в 7,9 раза, количество компаний, которые результативно пользуются краудинвестинговыми площадками, возросло в 10,8 раза, а количество инвесторов, которые участвуют в финансировании проектов, — в 137,8 раза.

Таким образом, речь идет о привлекательности краудинвестинга как для субъекта инвестиций, так и для активного инвестора. По данным Ink, в 2017 г. наибольший объем основных видов сделок в сегменте бизнес-финансирования принадлежит инвестициям по договору займа (2,53 млрд руб.), меньший — инвестициям в капитал (1,04 млрд руб.): процентное соотношение составляет 90 на 10%, соответственно.

Проанализируем сферы деятельности, которые популяризуют данный способ инвестирования проектов (*табл. 2*).

Согласно данным *табл. 2* наибольшее количество компаний, которые используют краудинвестинг как способ инвестирования, сосредоточено в сфере оптовой и розничной торговли (суммарная доля составляет 47,58% потребителей рынка краудинвестинговых услуг). При этом инвестиции на сумму более 3 млн руб. привлекли 130 компаний против 937 компаний с объемом финансовых ресурсов менее 3 млн руб. Это свидетельствует о значимости данного вида финансирования для субъектов МСП.

Информация об основных краудинвестинговых площадках отражена в *табл. 3*.

Таблица 2 / Table 2

Сферы приложения капитала, в которых используется краудинвестинг / Scopes for investment where crowdinvesting is used

Вид торговой деятельности	Количество компаний	% от общего числа
Оптовая торговля	321	29,25
Розничная торговля	196	18,33
IT	91	8,55
Производство	38	3,58
Реклама	38	3,57
Строительство	44	4,13
Архитектура	15	1,43
Административно-хозяйственная деятельность	15	1,43
Услуги	65	6,09
Другое	252	23,64

Источник / Source: URL: <https://incruussia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga-v-rossii/> (дата обращения: 15.05.2019).

Таблица 3 / Table 3

Показатели деятельности основных краудинвестинговых компаний России / Performance indicators of the main crowdinvesting companies in Russia

Название площадки	Совокупный оборот, руб.	Объем инвестиций на одну компанию	Средний чек на одну компанию от инвестора	Среднее количество инвесторов в компании	Минимальный объем инвестиций, руб.	Комиссия площадки, %	
						для компании	для инвестора
StartTrack	1,498 млрд	22 млн	426 тыс.	52	3 млн	5,0	0
Город Денег	465,8 млн	1 млн	420 тыс.	2–3	50 тыс.	2,5–5,5	2,0
Поток	714,4 млн	520 тыс.	4,5 тыс.	115	100 тыс.	6,7	0
Venture Club	897 млн	13 млн	3,3 млн	4	3 млн	1,0–5,0	Клубная система с платным членством
Planeta.ru	760,2 млн	282 тыс.	1,5 тыс.	189	10 тыс.	10,0–15,0	0

Источник / Source: URL: <https://incruussia.ru/understand/infografika-kak-ustroen-rynok-kraudinvestinga-v-rossii/> (дата обращения: 15.05.2019).

Следует выделить принципиальную особенность: совокупный оборот площадки не всегда опосредован количеством инвесторов. Так, «Поток» имеет среднее количество инвесторов 115 чел. При этом совокупный оборот составляет 714,4 млн руб., что на 20% меньше оборота Venture Club (4 инвестора).

Особую позицию на рынке краудинвестинга России занимает площадка Aktivio, специализирующаяся на инвестициях в коммерческую недвижимость. Aktivio предлагает новые возможности создания пассивного арендного потока для инвесторов, заинтересованных в приобретении недвижимости. Речь идет о вложениях в квадратные метры, которые сдаются в аренду сетевым супермаркетам. Каждый объект недвижимости проходит тщательный аудит юридической чистоты и доходности. Окончательное решение принимает инвестиционный комитет, состоящий из признанных экспертов рынка.

Объекты соинвестирования управляются независимой специализированной компанией и структурированы каждый в отдельности с помощью закрытых рентных паевых инвестиционных фондов. Один объект — один фонд. Независимая управляющая компания и специализированный депозитарий обеспечивает безопасность владения недвижимостью. Все объекты обособлены друг от друга и обязательств как Aktivio, так и управляющей компании. Таким образом, речь идет о смешении содержания такого известного финансового инструмента, как ПИФ, и акционерного краудинвестинга.

Работая в формате закрытого ПИФ (ЗПИФ), платформа Aktivio лишена возможности получения поддержки со стороны государства по Федеральному закону от 24.07.2007 № 209-ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации».

В 2015 г. в формате В 2В появляется краудинвестинговая платформа Penenza. Старт проекта оказался настолько удачным, что осенью 2017 г. было принято решение расширить направление, охватив также и сегмент Р2В (связан с предоставлением необеспеченных личных займов, где кредитором выступает неограниченный круг физических лиц, а заемщиком — бизнес). Вклад инвесторов-физлиц не превышает 15% от общего объема средств, который составляет более 1,3 млрд руб., инвестируемых через Penenza. Вместе с тем отмечен уверенный рост показателя: за 2018 г. совокупный портфель частных инвесторов на платформе вырос с 6 до 200 млн руб. Средний объем портфеля физлиц при этом составил 120 млн руб. и принес по итогу года более 30 млн руб. дохода инвесторам. Частные

инвесторы выдали российскому бизнесу займов на сумму более 1,2 млрд руб. (при этом портфель инвестора может оборачиваться на платформе несколько раз за счет краткосрочности займов).

Penezza предлагает инвесторам направить деньги на финансирование заемщиков (юридических лиц), принимающих участие в тендерах. Аналогичная направленность деятельности характерна для еще одной известной платформы краудинвестинга «МодульДеньги».

При этом с октября 2018 г., по причине изменений в нормативно-правовой базе (223-ФЗ и 44-ФЗ), отмечено повышение надежности инвестиций в займы на обеспечение заявки по тендеру. Обеспечение заявок по закупкам среди участников малого и среднего предпринимательства должно находиться на спецсчетах в одном из восемнадцати банков, определенных Правительством РФ (рис. 3).

Заключение специального соглашения краудинвестинговых платформ с банком означает реализацию объективного преимущества: момент вывода денег со специального счета контролирует сам банк. Благодаря этому минимизируется риск вывода займа на обеспечение заявки на расчетный счет заемщика.

Анализ показал, что работа инвестора на площадке Penenza сопровождается:

- относительно низким уровнем риска: вероятность просрочки — 0,4%, дефолта — 0,2%;
- уникальностью применяемой перекрестной скоринговой системы. В отличие от традиционных банковских систем, оценка платежеспособности заемщика проводится перекрестным образом по 400 критериям на основе информации открытых источников и из предоставленной заемщиком документации. Следует подчеркнуть, что доказательством развития платформами методологии оценки кредитоспособности заемщиков вступает и собственная скоринговая система LoanBerry;
- использование принципов овербукинга — уникальной системы, аналога кредитного плеча. Инвестор вкладывает деньги в заявки, сумма которых десятикратно превышает его депозит. В займе участвует только сумма депозита, но по заявкам, которые приняты заемщиком ранее.

РОЛЬ ИНВЕСТОРА И ФИНАНСОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ НА РЫНКЕ КРАУДФИНАНСОВ: СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Настоящее исследование позволило в качестве новаций рынка краудсорсинга выделить сотру-

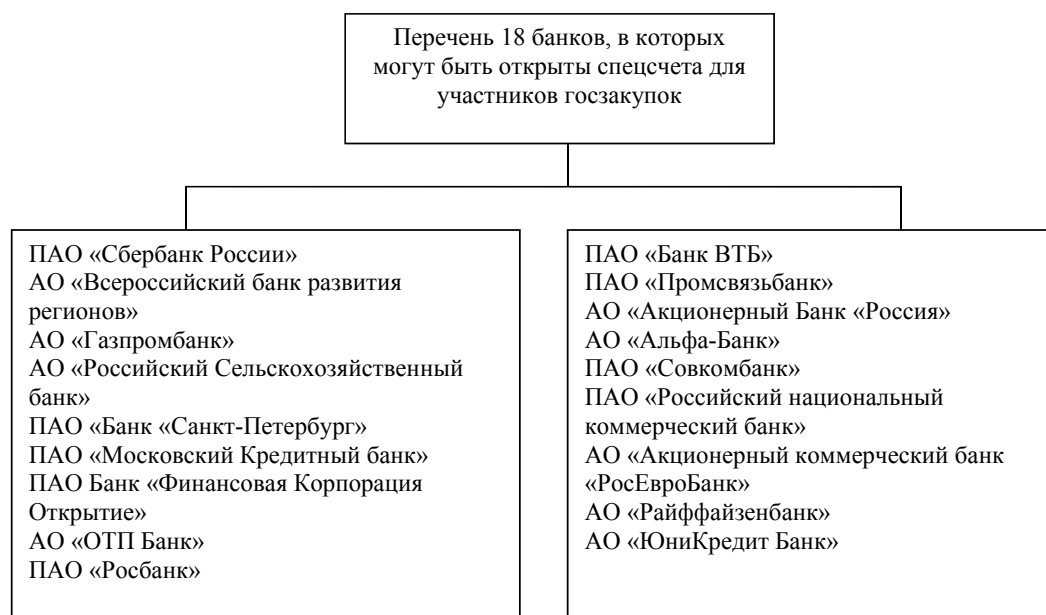


Рис. 3 / Fig. 3. Полный перечень кредитных организаций, на спецсчета которых вносятся предназначенные для обеспечения заявок деньги участников закупок по федеральным законам № 44-ФЗ и № 223-ФЗ / Complete list of credit institutions with special accounts where money intended for securing applications is deposited by participants in procurement under federal laws No. 44-FZ and No. 223-FZ.

Источник / Source: URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/71890282/> (дата обращения: 15.05.2019).

ничество его платформ с некоторыми субъектами банковского сообщества.

Так, «Банк Уралсиб» предлагает клиентам воспользоваться услугами площадки StartTrack. Юридические лица — клиенты банка «Ак Барс» получили кредиты от инвесторов-физлиц площадки «Поток» на сумму около 6,5 млн руб. В составе субъектов инвестиционного портфеля 20 компаний, средства диверсифицированы равномерно, что повышает безопасность займов физических лиц. В I квартале 2019 г. планируется запуск ПАО «Сбербанк России» аналогичной платформы с целью развития направления P2B.

Предоставляя кредиты субъектам малого бизнеса, кредитоспособность которых оценивается не по классической методике, кредитный институт накапливает навыки работы на рынке финансовых технологий, дополнительную прибыль, формирует новый круг относительно лояльных заемщиков, оптимизирует размер и состав рисков кредитования [13]. Для электронных платформ, в свою очередь, расширение источников привлечения средств и направлений их вложения означает сокращение продолжительности финансового цикла, новые транзакции и приращение финансового результата [14].

Объективно инфраструктура кредитных отношений России требует развития в направлении формирования единого социально-экономического

комплекса, ориентированного на воспроизводство устойчивых связей финансово-кредитных институтов и субъектов рынка. Системная его организация должна способствовать оптимальному распределению многообразия форм кредитных ресурсов, сокращению транзакционных издержек функционирования банков, синхронизации кредитных связей между разными частями национального рынка.

Действительно, в перспективе на российском финансовом рынке краудинвестинга прогнозируется самостоятельное вложение капитала институциональными инвесторами (банками, частными и государственными фондами, финансовыми группами) в размещенные на площадках компании. Доля институциональных инвесторов в краудсекторе в США и Великобритании составляет соответственно 21 и 25% [15].

Кроме того, в финансовой системе этих государств широко известен подход, когда профессиональный институциональный инвестор (бизнес-ангел, акселератор, фонд) выполняет функцию командного лидера. Именно командный лидер, выступая гарантом надежности для других инвесторов, реализует взаимодействие с командой проинвестированного проекта, входит от лица инвесторов в совет директоров заемщика, организует профессиональную экспертизу. При этом, например в Syndicate Room (Великобритания),

рядовой инвестор покупает акционерную долю в компании, в которой уже обозначено присутствие крупного бизнес-ангела. Syndicate Room как одна из первых платформ акционерного финансирования по состоянию на начало 2019 г. аккумулировала финансирование на сумму 215 млн английских фунтов, взаимодействует более чем со 170 компаниями, представляющими 30 сфер приложения инвестиций, объединяет более 150 командных лидеров.

В среднесрочной перспективе краудинвестингу отводится знаковая роль в институциональном объединении на основе развития горизонтальных связей, ориентированных на финансовые и технологические методы обмена и поддержки. Среди факторов развития краудинвестинга выделяются: работа умных фондов (OpenLedger, ICOO), технологии блокчейн, криптовалюты.

Так, в 2017 г. использование краудтехнологий на блокчейн-платформе WAVES способствовало финансированию российского стартапа ZrCoin на сумму 7,07 млн долл. США от 3955 инвесторов. Стоимость сырьевого токена ZrCoin конвертируема со стоимостью килограмма диоксида циркония. Соответственно, заемные средства направлены на финансирование запуска двух производственных линий синтетического диоксида циркония общей мощностью 800 тонн в месяц. В ходе ICO (публичная продажа токенов) инвесторы вносили средства в лайткоин, биткоин, эфириум.

ICO ZrCoin (Initial coin offering), означая первичное предложение монет и позволяя некрупным компаниям избежать существенных брокерских платежей и поэтапной длительной процедуры листинга, выступил эффективным заменителем IPO (Initial Public Offering, первичного публичного размещения акций). Вместе с тем следует учитывать ограничения, принятые в ряде стран на ICO.

В США решением Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) токен начиная с 2017 г. приравнен к ценным бумагам и подлежит регулированию соответствующим законодательством (первый пример токен проекта The DAO). Как следствие, площадки, иницирующие технологию ICO, перестраховываясь, блокируют доступ к участию с IP-адресов американского резидентства, объявляя о невозможности участия инвесторов США в краудинвестинге.

С другой стороны, для компаний с опережающими темпами развития, соответствующими критериальным показателями дохода и осваивающими технологии IPO, в современном финансовом законодательстве США предусмотрен

льготный пятилетний период, в течение которого не выполняются общие требования аудита. Такая льгота зафиксирована в 404 разделе закона Сарбейнса–Оксли (Sarbanes-Oxley Act; закон, значительно ужесточивший с 2002 г. требования к финансовой отчетности американских компаний и к процессу ее подготовки).

Оценивая мировые масштабы ICO-инвестиций в проекты, отмечаем, что в 2017 г. их объем составил 1,266 млрд долл. США, что на 470,27% больше аналогичного показателя 2016 г. (222 млн долл. США), а также в 2 раза больше венчурного финансирования в проекты блокчейн и биткоин в 2016 г.

Повсеместное распространение цифровых технологий приводит к формированию платформенной экономики, где лидируют компании, функционирующие не в конкретной отрасли, а предоставляющие конечному потребителю комплексные услуги. Следует подчеркнуть необходимость дальнейшего развития мультифункциональности сервисов российских платформ. Полагаясь на зарубежный опыт, речь идет, в частности, о маркетплейсе стартап-вакансий, о тестировании вторичного рынка краудфинансов, о сервисах торговых рекомендаций и автоуправления портфелем. В результате формируются полноценные экосистемы для инвесторов и стартапов, служащие в перспективе основой глобализации краудплатформ [16].

Центром стратегических разработок в рамках аналитического доклада «Новые инструменты привлечения финансирования для развития технологических компаний: практика использования и перспективы развития в России» выделен ряд ключевых рисков сценариев развития краудфинансов, представленных на рис. 4.

ВЫВОДЫ

Значимыми подходами для регулирования краудфинансов и, в частности, краудинвестинга, в России следует признать:

- развитие инструментов привлечения традиционных (институциональных) инвесторов в финансовый механизм краудинвестинга при одновременном укреплении позиций непрофессиональных инвесторов [17];
- установление верхней границы инвестиций для непрофессиональных инвесторов. В данном направлении в рамках поручений Президента РФ по итогам совещания по вопросу использования цифровых технологий в финансовой сфере актуализировано решение вопросов классификации инвесторов, установления для наименее опыт-



Рис. 4 / Fig. 4. Ключевые рискованные сценарии развития краудфинансов / Key risk scenarios for the development of crowdfunding

Источник / Source: URL: <http://www.cbr.ru/statichhtml/file/18221/bojor.pdf> (дата обращения: 14.05.2019).

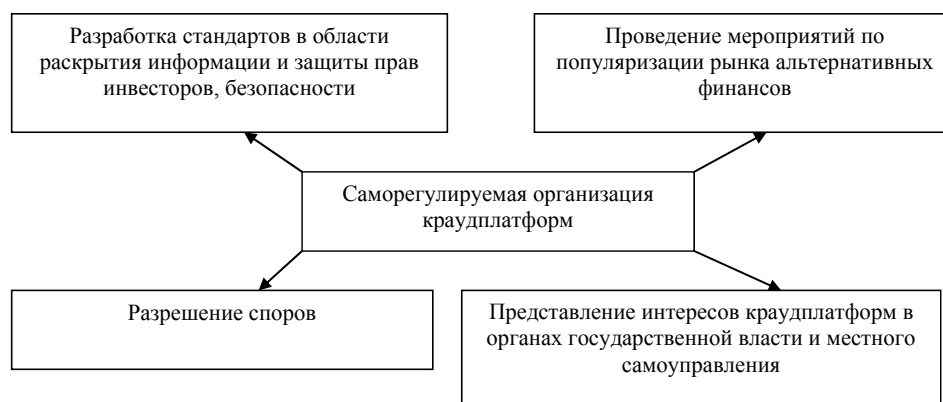


Рис. 5 / Fig. 5. Функции саморегулируемых организаций на рынке краудфинансов / Functions of self-regulatory organizations in the crowdfunding market

Источник / Source: URL: <https://www.csr.ru/wp-content/uploads/2018/05/Doklad-novye-dengi.pdf> (дата обращения: 15.05.2019).

ных предельного размера финансового участия в краудсделке. При этом важно учитывать размер доходов физических лиц — резидентов РФ, сопоставляя его с аналогичным показателем государств, где ограничения уже действуют;

- повышение открытости для инвесторов информации об общих и специфических рисках реализации проекта, финансируемого в рамках краудфинансирования;

- официальное (нормативное) продвижение модели All-Or-Nothing (альтернативы реализуемой модели Keep-it-All) для всех технологий краудфинансов. Платформа, представляющая интересы инвестора, ставит цель и не предоставляет организаторам проекта следующий транш, пока цель не достигнута;

- усиление механизма регулирования со стороны государства промежуточного участника

(платформы). В случае с краудплатформами речь не идет об использовании механизмов регулирования, уже разработанных применительно к инвестиционным фондам, кредитным организациям, в том числе банкам, рынку ценных бумаг. Для выстраивания продуктивной системы государственного регулирования важно учитывать децентрализованную финансово-экономическую природу краудфинансов, следовательно, поэтапное внедрение механизма их регулирования.

Так, Банком России рассматривается следующая последовательность действий:

- наблюдение и добровольное анкетирование площадок;
- формирование критериев их классификации и последующей регистрации на этой основе;
- представление отчетности и установление общих требований к финансовым показателям,

системе риск-менеджмента по каждой классификационной группе. Сейчас некоторые этапы (в частности, добровольное анкетирование краудфандинговых площадок) находятся в стадии реализации. При этом в государствах — лидерах развития краудфинансов актуализирована роль инструментов саморегулирования. Так, во Франции США, Японии, Великобритании краудплатформа, являющаяся членом саморегулируемой организации, формирует деловой имидж надежного института, чьи действия ориентированы на повышение доступности и качества финансовых услуг для населения. Создаваемый институт саморегулируемой организации в области краудфинансов должен нести ответственность за ряд мероприятий, обозначенных на рис. 5.

Важна активизация участия самих российских платформ в развитии нормативно-правовой базы их функционирования. Так, мировой опыт свидетельствует об активной политике известной платформы Symbid (Нидерланды), участвующей в координации голландского законодательства о краудфандинге. Действия нацелены в первую очередь на совершенствование стандартов в области краудфандинга акций. Инициативы включают совместное с Crowdsourcing.org и Европейской сетью Crowdfunding Network (ECN) продвижение Crowdfunding Accreditation for Platform Standards (CAPS). Symbid также является членом Европейской торговой ассоциации бизнес-ангелов (EBAN) [18];

- нормативное закрепление базовых понятий в области краудфинансов;
- разработка налоговых преференций для инвесторов краудплатформ по венчурным стартапам. Так, законодательство Великобритании ориентировано на предоставление налоговых вычетов инвесторам, вкладывающим ресурсы в молодые компании в области высоких технологий (The Enterprise Investment Scheme Tax Shelter). В английском законодательстве предусмотрен также налоговый вычет от размера подоходного налога (50% от стоимости приобретенных долей компании). Речь идет о Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS). При этом регламентирован максимальный вычет — 150 тыс. фунтов стерлингов.

В Австралии известна совместная программа государственной организации Arts Tasmania и платформы в области краудфинансов Pozible (платформа для финансовой поддержки креативных идей и проектов). Стартапы, успешно аккумуля-

лирующие ресурсы на краудплатформе, получают дополнительно государственное финансирование (до 2 тыс. австралийских долларов).

В России среди предложений рассматривается освобождение услуг краудфандинговых платформ от НДС (по аналогии с профессиональными участниками рынка ценных бумаг);

- законодательная возможность продвижения краудтехнологий при финансировании инфраструктурных и прочих проектов с использованием механизма государственно-частного партнерства (ГЧП) и краудтехнологий (фандрейзинг);
- дальнейшее развитие экосистемы венчурного предпринимательства [19]. При этом большинство действующих фондов венчурного финансирования делают акцент на профессионалов с опытом в сфере высоких технологий. Подчеркиваем значимость привлечения и развития персонала финансовой специализации, для которых приоритетно решение многоаспектных вопросов участия в проектном капитале [20];

Повсеместное распространение цифровых технологий приводит к формированию платформенной экономики, где лидируют компании, функционирующие не в конкретной отрасли, а предоставляющие конечному потребителю комплексные услуги.

- принятие мер по продвижению альтернативных финансовых инструментов в деятельности существующих институтов развития (Фонда «Сколково», Агентства стратегических инициатив по продвижению новых проектов, Фонда развития интернет-инициатив, Российской венчурной компании, Внешэкономбанка, Федерального государственного бюджетного учреждения «Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере»). В данном контексте речь идет о предоставлении грантов, содействии краудфандинговых платформ социального характера;

- выработка принципов единой государственной политики в области поддержки и регулиро-

вания деятельности альтернативных механизмов финансирования. Сейчас невозможно включение институтов краудфинансов в бизнес-инкубаторы; отсутствуют программы софинансирования краудпроектов со стороны институтов развития. В данном направлении безусловный практический интерес имеет проект федерального закона «О привлечении инвестиций с использованием инвестиционных платформ» (инициирован Банком России и Министерством экономического развития); создан ряд рабочих групп, в которых полноправными членами выступили профессиональные участники рынка, в частности:

- рабочая группа при Минэкономразвития России по развитию краудфандинга, краудинвестинга и краудлендинга;

В США решением Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) токен начиная с 2017 г. приравнен к ценным бумагам и подлежит регулированию соответствующим законодательством (первый пример токен проекта The DAO).

- рабочая группа Банка России по мониторингу, оценке потребительских рисков и разработке предложений по регулированию сектора краудфандинга. Вопросы государственной политики, в частности, обсуждались на площадке рабочей группы «Финтех», сформированной на базе Центра компетенций «Сколково» по

нормативному регулированию цифровой экономики.

В настоящий момент реализуется ряд мероприятий по переходу к целевой модели рынка, в том числе через работу регуляторной «песочницы». В рамках отмеченной модели функционирование платформы и ее эффективность определены соблюдением ряда критериев, установленных Банком России.

Опыт реализации модели имеют некоторые азиатские страны, в частности Сингапур. В этом государстве созданное Валютное управление (MAS) актуализирует регуляторный подход при оценке проектов в области краудинвестинга и P2P-кредитования. Регуляторная песочница позволяет инвесторам, организаторам и собственно платформам осуществлять инновации в области народного кредитования, соблюдая действующее законодательство (платформа FundedHere, альянс платформ FundedByMe, CoAssets и New Union). При достижении платформами целевого эффекта MAS предпринимает соответствующие регуляторные умеренные шаги. Принципы регуляторной песочницы и сертификации со стороны саморегулируемой организации (UK Crowdfunding Association) используются в Великобритании, во Франции (национальная ассоциация Financement Participatif France), в Японии (Japan Securities Dealers Association).

При этом государственная политика должна быть взвешенной и сбалансированной. Неоправданно завышенные требования и низкие лимиты по объемам сделок опосредуют отток потенциальных инвесторов, как следствие, стагнацию сектора и его исчезновение. Наконец, консервативное усиленное регламентирование и регулирование раскрытия проектной информации означает неоправданный рост административных издержек, снижение эффективности проектной деятельности.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Grundy D., Ohmer C. German crowd-investing platforms: Literature review and survey. *Cogent Business & Management*. 2016;3(1):1138849. DOI: 10.1080/23311975.2016.1138849
2. Ларионов Н.А. Российская модель венчурного финансирования: состояние и пути развития. *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*. 2014;(2):91–96.
3. Клещёва С.А. Краудфинансирование как инструмент инвестирования инновационного предпринимательства. *Экономика и банки*. 2017;(2):40–46.
4. Кузнецов В.А. Краудфандинг: актуальные вопросы регулирования. *Деньги и кредит*. 2017;(1):65–73.
5. Hornuf L., Schwenbacher A. Funding dynamics in crowdinvesting. University of Trier. Research Papers in Economics. 2015;(9). URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/121440/1/836325559.pdf>
6. Зейналов А.А., Грузина Ю.М. Краудинвестинг как перспективный инструмент финансирования университетских стартапов как ранней стадии малых инновационных предприятий. *Экономические системы*. 2017;10(2):59–64.

7. Зейналов А.А., Грузина Ю.М., Ильенков Д.А. Анализ краудтехнологий в России и мире. *Управленческие науки в современном мире*. 2016;2(2):344–347.
8. Киевич А.В., Койпаш Д.А. Краудинвестинг как альтернативная модель финансирования инвестиционного проекта. *Экономика и банки*. 2016;(1):58–65.
9. Lukkarinen A., Teich J.E., Wallenius H., Wallenius J. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*. 2016;87:26–38. DOI: 10.1016/j.dss.2016.04.006
10. Фияксель Э.А., Соколов И.Н., Солохин А.А. Краудинвестинг. Обзор исследований и промежуточные результаты развития. *Инновации*. 2017;(7):42–54.
11. Суворов Н.С. Краудное финансирование как альтернативный источник финансового обеспечения предприятий малого бизнеса. *Вестник Воронежского государственного университета инженерных технологий*. 2016;(3):401–403. DOI: 10.20914/2310–1202–2016–3–401–403
12. Литвинцев Д.О. IPO инновационной компании как способ выхода из венчурного фонда в России. *Сибирская финансовая школа*. 2016;(5):137–141.
13. Schenk R. Crowdfunding goes crowdinvesting. München: GRIN Verlag; 2012. 32 p.
14. Кислицына Л.В., Суворов Н.С. Актуальные вопросы организации процесса финансирования предприятий малого бизнеса. *Baikal Research Journal*. 2016;7(4):7. DOI: 10.17150/2411–6262.2016.7(4).7
15. Ezangina I.A., Evstratov A.V., Jovanovic T.G. Challenges and perspectives for development of banking credit infrastructure in Russia. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2016;6(2):58–64.
16. Климович М.А. Цифровые технологии как драйвер структурного роста: возможности и перспективы. *Экономика и предпринимательство*. 2017;(12–3):1291–1295.
17. Дворецкая А.Е. Небанковское кредитование: краудсорсинг и его перспективы. *Банковское дело*. 2017;(4):20–29.
18. Schwienbacher A. Crowdinvesting in the Netherlands: Market analysis, securities regulation and policy options. Duisenberg School of Finance. DSF Policy Paper. 2015;(48). URL: <http://docplayer.net/36158729-Crowdinvesting-in-the-netherlands-market-analysis-securities-regulation-and-policy-options.html>.
19. Дробышевская Л.Н., Исаева Л.А. Развитие синдицированного инвестирования в России: роль крауд-технологий. *Экономика устойчивого развития*. 2016;(4):25–31.
20. Sazonov S.P., Ezangina I.A., Makarova E.A., Gorshkova N.V., Vaysbeyn K.D. Alternative sources of business development: Mezzanine financing. Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D. Faculty of Economics and Administration. 2016;(37):143–155. URL: <https://docplayer.net/40204513-Alternative-sources-of-business-development-mezzanine-financing.html>

REFERENCES

1. Grundy D., Ohmer C. German crowd-investing platforms: Literature review and survey. *Cogent Business & Management*. 2016;3(1):1138849. DOI: 10.1080/23311975.2016.1138849
2. Larionov N.A. Russian model of venture financing: Current state and ways of development. *Vestnik Saratovskogo gosudarstvennogo social'no-ehkonomicheskogo universiteta = Vestnik of Saratov State Socio-Economic University*. 2014;(2):91–96. (In Russ.).
3. Kleshcheva S.A. Crowdfunding as an investment tool for innovative entrepreneurship. *Ekonomika i banki = Economy and Banks*. 2017;(2):40–46. (In Russ.).
4. Hornuf L., Schwienbacher A. Funding dynamics in crowdinvesting. University of Trier. Research Papers in Economics. 2015;(9). URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/121440/1/836325559.pdf> (In Russ.).
5. Zeinalov A.A., Gruzina Yu.M. Crowdinvesting as a promising tool for financing university startups as an early stage of small innovative enterprises. *Ekonomicheskie sistemy = Economic Systems*. 2017;10(2):59–64.
6. Zeinalov A.A., Gruzina Yu.M., Il'enkov D.A. Analysis of crowd technologies in Russia and in the world. *Upravlencheskie nauki v sovremennom mire = Managerial Science in the Modern World*. 2016;2(2):344–347. (In Russ.).
7. Kuznetsov V.A. Crowdfunding: Current regulatory issues. *Den'gi i kredit = Russian Journal of Money and Finance*. 2017;(1):65–73. (In Russ.).
8. Kievich A.V., Koipash D.A. Crowdinvesting as an alternative model of financing investment projects. *Ekonomika i banki = Economy and Banks*. 2016;(1):58–65. (In Russ.).
9. Lukkarinen A., Teich J.E., Wallenius H., Wallenius J. Success drivers of online equity crowdfunding campaigns. *Decision Support Systems*. 2016;87:26–38. DOI: 10.1016/j.dss.2016.04.006

10. Fiyaksel' E.A., Sokolov I.N., Solokhin A.A. Crowdfunding. An overview of the research and intermediate results of development. *Innovatsii = Innovations*. 2017;(7):42–54. (In Russ.).
11. Suvorov N.S. Crowdfunding as an alternative source of financial support for small business. *Vestnik Voronezhskogo gosudarstvennogo universiteta inzhenernykh tekhnologii = Proceedings of the Voronezh State University of Engineering Technologies*. 2016;(3):401–403. DOI: 10.20914/2310-1202-2016-3-401-403 (In Russ.).
12. Litvintsev D.O. IPO of an innovative company as a way to exit a venture fund in Russia. *Sibirskaya finansovaya shkola = Siberian Financial School*. 2016;(5):137–141. (In Russ.).
13. Schenk R. Crowdfunding goes crowdinvesting. München: GRIN Verlag; 2012. 120 p.
14. Kislitsyna L.V., Suvorov N.S. Topical issues of the small business funding organizational process. *Baikal Research Journal*. 2016;7(4):7. DOI: 10.17150/2411-6262.2016.7(4).7 (In Russ.).
15. Ezangina I.A., Evstratov A.V., Jovanovic T.G. Challenges and perspectives for development of banking credit infrastructure in Russia. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 2016;6(2):58–64.
16. Klimovich M.A. Digital technologies as a driver of structural growth: Opportunities and prospects. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*. 2017;(12–3):1291–1295. (In Russ.).
17. Dvoret'skaya A.E. Non-bank lending: Crowdsourcing and its prospects. *Bankovskoe delo = Banking*. 2017;(4):20–29. (In Russ.).
18. Schwienbacher A. Crowdfunding in the Netherlands: Market analysis, securities regulation and policy options. Duisenberg School of Finance. DSF Policy Paper. 2015;(48). URL: <http://docplayer.net/36158729-Crowdfunding-in-the-netherlands-market-analysis-securities-regulation-and-policy-options.html>.
19. Drobyshevskaya L.N., Isaeva L.A. The development of syndicated investments in Russia: The role of crowd technology. *Ekonomika ustoichivogo razvitiya = Economics of Sustainable Development*. 2016;(4):25–31. (In Russ.).
20. Sazonov S.P., Ezangina I.A., Makarova E.A., Gorshkova N.V., Vaysbeyn K.D. Alternative sources of business development: Mezzanine financing. Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D. Faculty of Economics and Administration. 2016;(37):143–155. URL: <https://docplayer.net/40204513-Alternative-sources-of-business-development-mezzanine-financing.html>.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Ирина Александровна Езангина — кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры менеджмента и финансов производственных систем и технологического предпринимательства, Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия

Irina. A. Ezangina — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of Management and Finance of Industrial Systems and Technological Entrepreneurship, Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia
ezangirina@rambler.ru



Александр Владимирович Евстратов — кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры мировой экономики и экономической теории, заместитель декана факультета экономики и управления, Волгоградский государственный технический университет, Волгоград, Россия

Aleksandr V. Evstratov — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Department of World Economy and Economic Theory, Deputy Dean, Faculty of Economics and Management, Volgograd State Technical University, Volgograd, Russia
evstratov.mail@gmail.com

Статья поступила 10.02.2019; принята к публикации 20.05.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was received on 10.02.2019; accepted for publication on 20.05.2019.

The authors read and approved the final version of the manuscript.