

Том 25, № 1, 2021
Vol. 25, No. 1, 2021

DOI: 10.26794/2587-5671

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

ФИНАНСЫ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

Научно-практический журнал. Предыдущее название —
«Вестник Финансового университета». Издаётся с 1997 г.

FINANCE: THEORY AND PRACTICE

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

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 базу данных Scopus, в Российский
индекс научного цитирования (РИНЦ), в ядро РИНЦ, в
Web of Science — Russian Science Citation Index (RSCI),
включен в Перечень периодических научных изданий,
рекомендуемых Высшей аттестационной комиссией при
Минобрнауки РФ для публикации основных результатов
диссертаций на соискание ученой степени кандидата
и доктора наук по группам специальностей 08.00.00
(экономические науки), 12.00.02 (юридические науки —
финансовое право).

The journal is Scopus indexed, in the Russian
Science Citation Index (RSCI), in the core of the
RSCI, in the Web of Science — Russian Science
Citation Index (RSCI), 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.

Все статьи журнала «Финансы: теория и практика»
публикуются с указанием цифрового идентификатора
объекта (digital object identifier, DOI).

All articles of journal Finance:
Theory and Practice are published with a digital object
identifier (DOI).

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](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>



ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

СОРОКИН Д.Е., доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, руководитель Департамента экономической теории, Финансовый университет, Москва, Россия

ЗАМЕСТИТЕЛИ ГЛАВНОГО РЕДАКТОРА

ФЕДОТОВА М.А., доктор экономических наук, профессор, заместитель научного руководителя Финансового университета, Москва, Россия

АХАМЕР Г., доктор технических наук, Консультативный совет по глобальным исследованиям, Университет Граца, Институт экономической и социальной истории, Грац, Австрия; Агентство по охране окружающей среды Австрии, Вена, Австрия

ЧЛЕНЫ РЕДАКЦИОННОЙ КОЛЛЕГИИ

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

БОСТАН. И., доктор экономических наук, профессор, факультет экономических наук и государственного управления, Сучавский университет им. Штефана чел Маре, Сучава, Румыния

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

КРЮКОВ В.А., доктор экономических наук, профессор, академик РАН, директор Института организации промышленного производства, СО РАН, Новосибирск, Россия

ЛАФОРДЖИА Д., профессор Университета Саленто, Италия

ЛИ СИНЬ, доктор экономических наук, профессор, директор Научно-исследовательского института евразийских исследований, Национальный центр Шанхайской организации сотрудничества (ШОС), Шанхай, Китай

ЛУКАСЕВИЧ И.Я., доктор экономических наук, профессор Департамента корпоративных финансов и 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 банковского дела и финансовых рынков, Финансовый университет, Москва, Россия

РУЧКИНА Г.Ф., доктор юридических наук, декан юридического факультета, профессор Департамента правового 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

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, Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, Head of Department of Economic Theory, Financial University, Moscow, Russia

DEPUTY EDITORS-IN-CHIEF

FEDOTOVA M.A., Dr. Sci. (Econ.), Professor, Deputy Scientific Advisor of the Financial University, Moscow, Russia

AHAMER G., Dr. Sci. (Eng.), Advisory Board Global Studies, Graz University, Institute for Economic and Social History, Graz, Austria; Environment Agency Austria, Vienna, Austria

MEMBERS OF THE EDITORIAL BOARD

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

BOSTAN I., PhD, Professor Faculty of Economic Sciences and Public Administration, Stefan cel Mare University of Suceava, Suceava, Romania

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.), Academician 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, PhD (Econ.), Professor, Director, Research Institute for Eurasian Studies, National Center for SCO, Shanghai, China

LUKASEVICH I.YA., Dr. Sci. (Econ.), Professor, Corporate Finance and 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, Banking and Financial Markets Department, Financial University, Moscow, Russia

RUCHKINA G.F., Dr. Sci. (Law), Dean, Faculty of Law, Professor of the Department of Legal Regulation of Economic Activity, Financial University, 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

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

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

Господарчук Г.Г., Зеленева Е.С.

Оценка эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. 6

БЮДЖЕТНАЯ СТРАТЕГИЯ

Барбашова Н.Е.

Создает ли методика межбюджетного выравнивания отрицательные стимулы
для инфраструктурного развития регионов? 22

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

Сухарев О.С.

Инвестиционная функция экономического роста России 35

Трачук А.В., Линдер Н.В.

Влияние финансового капитала на трансформацию инновационного
поведения промышленных компаний 51

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

Балацкий Е.В., Екимова Н.А.

Власть, рынок и сложность социальной системы:
теоретическая модель финансово-управленческого механизма. 70

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Жукова Н.Ю., Меликова А.Э.

Социальная ответственность бизнеса: усиление стоимости бренда
и влияние на финансовые показатели компании 84

Белых Д.Н.

Сегментарная модель сопоставления стоимости организаций (полезность деятельности) 103

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

Veliyeva Y.F.

Prospects for the Development of the Banking Sector of Azerbaijan 120

Смирнов В.Д.

Повышение эффективности работы банка с корпоративными клиентами 130

Донецкова О.Ю.

Состояние межбанковской конкуренции на российском банковском рынке 143

CONTENTS

MONETARY & CREDIT POLICY

Gospodarchuk G.G., Zeleneva E.S.

Assessing the Effectiveness of Monetary Policy of Central Banks 6

BUDGET STRATEGY

Barbashova N.E.

Does Intergovernmental Equalization Create Disincentives
for Regional Infrastructural Development? 22

INVESTMENT POLICY

Sukharev O.S.

Investment Function of Economic Growth in Russia 35

Trachuk A.V., Linder N.V.

The Impact of Financial Capital on Innovative Behavior
of Industrial Companies 51

FINANCIAL ECONOMICS

Balatsky E.V., Ekimova N.A.

Power, Market and Social System Complexity:
Theoretical Model of Financial and Management Mechanism 70

CORPORATE FINANCE

Zhukova N. Yu., Melikova A.E.

Corporate Social Responsibility: Strengthening Brand Value
and Affecting Company's Financial Performance. 84

Belykh D.N.

Segmental Model for Comparing the Value
of Organizations (Utility-Based). 103

BANK SECTOR

Veliyeva Y.F.

Prospects for the Development of the Banking Sector of Azerbaijan ... 120

Smirnov V.D.

Improving Banks' Operating Efficiency with Corporate Clients. 130

Donetskova O. Yu.

Interbank Competition in the Russian Banking Market 143

ФИНАНСЫ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА / FINANCE: THEORY AND PRACTICE

Научно-практический журнал
Том 25, № 1, 2021

Главный редактор —

Д.Е. Сорокин

Заведующий редакцией
научных журналов —

В.А. Шадрин

Выпускающий редактор —

И.С. Довгаль

Переводчик — **Е.В. Логутова**

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 28.01.2021

Формат 60 x 84 1/8.

Объем 19,5 п. л.

Заказ № 48.

Отпечатано

в Отделе полиграфии

Финансового университета

(Ленинградский пр-т, д. 51)

© Финансовый университет

FINANCE: THEORY AND PRACTICE

Scientific and practical journal

Vol. 25, No. 1, 2021

Editor-in-Chief —

D.E. Sorokin

Head of Scientific Journals

Editorial Department —

V.A. Shadrin

Managing editor — **I.S. Dovgal**

Translator — **E.V. Logutova**

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 28.01.2021

Format 60 x 84 1/8.

Size 19,5 printer sheets.

Order № 48.

Printed by Publishing House

of the Financial University

(51, Leningradsky prospekt)

© Financial University

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-6-21

УДК 336.71(045)

JEL G21, G28

Оценка эффективности денежно-кредитной политики центральных банков

Г.Г. Господарчук^а ✉, Е.С. Зеленева^б
^а Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия;

^б Финансовый университет, Москва, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0003-3660-6779>; ^б <https://orcid.org/0000-0003-0892-6070>

✉ Автор для корреспонденции

АННОТАЦИЯ

Мониторинг эффективности денежно-кредитной политики центральных банков играет важную роль в стратегическом управлении денежно-кредитной сферой не только на национальном, но и на глобальном уровне экономики. В связи с этим совершенствование методического инструментария, применяемого для целей этого мониторинга, представляет как научный, так и практический интерес, что определяет **актуальность** темы исследования. **Цель** исследования — разработка методического инструментария, позволяющего давать количественную и качественную оценку эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. В работе использован целевой подход к определению эффективности денежно-кредитной политики, а также **методы** системно-структурного, сравнительного экономического и GAP анализа. Эмпирический анализ эффективности денежно-кредитной политики выполнен применительно к ряду стран за период 2014–2019 гг. на основе базы данных Всемирного банка и Банка России.

Новизна исследования состоит в использовании целевого подхода к анализу и оценке эффективности, опирающегося на особенности стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения и позволяющего получать комплексную объективную оценку эффективности вне зависимости от разнообразия стратегических целей денежно-кредитной политики и механизмов их формирования в разных странах. В **результате** исследования разработана методика количественной оценки эффективности денежно-кредитной политики, сформированы критерии качественной оценки анализируемой эффективности. Получены **выводы** относительно изменения эффективности монетарной политики в разных странах, определены тенденции в эффективности денежно-кредитной политики Банка России и выявлены диспропорции в ее эффективности на уровне федеральных округов. Результаты исследования подтвердили применимость и практическую значимость разработанного инструментария анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. Их использование международными и национальными организациями позволит выявлять наилучшие практики реализации денежно-кредитной политики и рекомендовать их к применению в странах с низким уровнем эффективности стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика; ценовая стабильность; таргетирование инфляции; эффективность; денежно-кредитное обращение; стратегическое управление

Для цитирования: Господарчук Г.Г., Зеленева Е.С. Оценка эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):6-21. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-6-21

Assessing the Effectiveness of Monetary Policy of Central Banks

G.G. Gospodarchuk^а ✉, E.S. Zeleneva^б
^а Lobachevsky State University of Nizhni Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia;

^б Financial University, Moscow, Russia

^а <https://orcid.org/0000-0003-3660-6779>; ^б <https://orcid.org/0000-0003-0892-6070>

✉ Corresponding author

ABSTRACT

Monitoring the effectiveness of the monetary policy of central banks is a crucial factor in the strategic management of the monetary sphere, not only at the national but also at the global level of the economy. Therefore, improving the methodological tools for this monitoring is of both scientific and practical interest, which determines the **relevance** of

the research topic. The study **aims** to develop methodological tools to conduct a quantitative and qualitative assessment of the effectiveness of the monetary policy of central banks. The work uses a targeted **approach** to determining the effectiveness of the monetary policy, as well as **methods** of systemic-structural, comparative economic and GAP analysis. The empirical analysis of the effectiveness of the monetary policy in several countries for the period of 2014–2019 relies on the data of the World Bank and the Bank of Russia. **The novelty of the study** is in the targeted approach to the analysis and assessment of effectiveness. This approach is based on the specific features of strategic management of monetary circulation, which allows for a comprehensive objective assessment of the effectiveness regardless of the variety of strategic objectives of monetary policy and their development mechanisms in different countries. The study **resulted** in the methodology for quantitative assessment of monetary policy effectiveness and the criteria for qualitative evaluation of the analyzed effectiveness. The authors made **conclusions** regarding changes in the effectiveness of monetary policy in different countries, identified trends in the effectiveness of the monetary policy of the Bank of Russia, and revealed imbalances in its effectiveness at the level of federal districts. The results of the study confirmed the applicability and practical significance of the developed tools for analyzing and assessing the effectiveness of the monetary policy of central banks. By their means, international and national organizations will manage to identify best practices to implement monetary policy and recommend them for countries with low effectiveness of strategic management of monetary circulation.

Keywords: monetary policy; price stability; inflation targeting; effectiveness; monetary circulation; strategic management

For citation: Gospodarchuk G.G., Zeleneva E.S. Assessing the effectiveness of monetary policy of central banks. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):6-21. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-6-21

ВВЕДЕНИЕ

Денежно-кредитная политика (ДКП), проводимая центральными банками (ЦБ), уже давно является весьма важной темой исследований. Большинство из них направлено на создание теорий денежно-кредитной политики, моделей или алгоритма действий центральных банков.

В настоящее время известны несколько базовых теорий, устанавливающих цели денежно-кредитной политики и методы достижения этих целей. Обзор данных теорий можно найти, например, в [1, 2]. Основными из них являются около 10 теорий, существуют также и их модификации. Анализ этих теорий указывает на наличие в них не только слабых мест, но и фундаментальных проблем, ставящих под вопрос принципиальную возможность применения этих теорий на практике. К числу этих проблем относятся:

1. Ограниченный набор моделей денежно-кредитной политики. Основных зависимых переменных в моделях всего две: величина денежной массы и рыночная ставка. В первом случае центральный банк следит за объемом денежной массы в обращении, поддерживая его на запланированном уровне. При этом процентная ставка формируется на основе рыночных механизмов, обеспечивающих сбалансированность спроса и предложения денег. В альтернативном варианте целевым ориентиром является процентная ставка, а объем денежной массы формируется на уровне, при котором обеспечивается равновесие на рынке денег для данной ставки. Таким образом, выбор одной из двух зависимых переменных, по сути, сводится к выбору

стиля управления денежным обращением между директивным и косвенным.

2. Проблемы с таргетированием валютного курса, состоящие в том, что курсы национальных валют зависят от монетарной политики других стран. Поэтому таргетирование валютных курсов приводит к тому, что денежно-кредитная политика страны попадает под влияние ДКП и состояния экономики других стран и может нанести ущерб национальным интересам.

3. Сложности с планированием необходимого объема денежной массы при директивном контроле ее величины. Во-первых, достаточно сложно спрогнозировать скорость обращения денег. Во-вторых, трудно рассчитать на перспективу объем сделок, которые должны обслуживать денежное обращение. В-третьих, в современной экономике значительная часть денег обращается в финансовом секторе, который формирует дополнительный спрос на деньги. Этот сектор обладает быстрой динамикой и плохо прогнозируется.

4. Проблемы с определением целевой процентной ставки. Они состоят в следующем. Во-первых, формулы для определения целей по процентным ставкам очень сложны, особенно их современные варианты. Во-вторых, структура процентных ставок разнообразна, в то время как формулы задают только одну из ставок. В-третьих, сам центральный банк может выдавать кредиты по ставке, отличающейся от ключевой. Отсюда следует, что рекомендации по таргетированию ставок находятся на уровне, достаточно далеком от практического применения. Решения об уровне ставок реально принимаются

центральный банки не по формулам, а путем голосования с оглядкой на побочные эффекты.

5. Проблемы с таргетированием уровня инфляции. Основная проблема при практической реализации этого режима денежно-кредитной политики состоит в том, что общая инфляция является суммой двух факторов. Первый — это монетарная инфляция, которая может управляться центральным банком. Второй фактор — немонетарная инфляция, которая находится вне зоны ответственности центрального банка и не в полной мере управляема имеющимися у него инструментами. Таким образом, при изменении денежной массы немонетарная инфляция будет в некоторой степени компенсировать монетарную, делая результаты политики инфляционного таргетирования непредсказуемыми.

Рассмотренные проблемы практической реализации моделей управления сферой денежно-кредитного обращения указывают на то, что осуществление монетарной политики на основе тех или иных теоретических подходов ненадежно в плане получаемого результата. В связи с этим появляется необходимость в разработке методического инструментария, позволяющего измерять эффективность ДКП как в количественном, так и в качественном аспекте. Желание разработать данный инструментарий послужило мотивацией настоящего исследования.

Исследование включает несколько разделов. Первый раздел представляет собой обзор публикаций, касающихся теоретических и методических аспектов анализируемой проблемы. Второй раздел включает описание разработанных индикаторов и критериев анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. Третий раздел — применение разработанного методического инструментария к анализу и оценке эффективности денежно-кредитной политики некоторых стран мира, включая Российскую Федерацию. Последний раздел содержит основные выводы.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Систематизация и обобщение научной и специальной литературы по теме исследования показывают, что в области анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики сформировались три основных направления.

Согласно первому направлению эффективность ДКП определяется ее влиянием на экономику страны. Считается, что эффективная монетарная политика приводит к экономическому росту и развитию, снижению безработицы, замедлению инфляции,

а также к повышению экономической и финансовой стабильности.

В рамках этого направления Е. Alaoui и др. [3] исследовали результативность ДКП с точки зрения взаимосвязи между переменными денежно-кредитной политики и макроэкономическими переменными и установили, что эти взаимосвязи имеют неоднородные тенденции в разных временных масштабах. Кроме того, они пришли к выводу, что эффективность исламской денежно-кредитной политики зависит в большей мере от количества денег, а не от процентной ставки. Аналогичные выводы содержатся в работе L. Fan, Y. Yu и C. Zhang [4]. Авторы установили, что денежная масса оказывает активное влияние на будущие темпы инфляции и реальный объем производства, а официальные процентные ставки на эти факторы не влияют.

Fujiwara [5] провел исследование влияния нулевой номинальной процентной ставки на структурный разрыв выпуска в Японии. Результаты этого исследования показали, что чрезмерное смягчение денежно-кредитной политики может привести к структурному разрыву выпуска.

M. Bluhm проанализировал стратегии Бундесбанка [6] и пришел к выводу, что начиная с 1975 г. отличительной чертой стратегии Бундесбанка является ее нацеливание на рост денежных агрегатов, а также реальную экономическую активность и динамику инфляции.

Обобщая результаты научных исследований по данному направлению, следует отметить, что они содержат ряд дискуссионных моментов.

Во-первых, понятие эффективности денежно-кредитной политики подменяется понятием эффективности экономической политики.

Во-вторых, на состояние экономики влияет множество факторов, не являющихся монетарными. Разделение этого влияния — труднореализуемая задача.

В-третьих, влияние денежно-кредитной политики на макроэкономические показатели может быть разнонаправленным. Например, проведение стимулирующей монетарной политики может положительно влиять на уровень занятости и темпы экономического роста, но отрицательно — на уровень инфляции и состояние платежного баланса.

В-четвертых, уровень чувствительности макроэкономических показателей к изменению монетарной политики не является однозначным. Это подтверждается разными, иногда противоположными выводами, полученными в результате научных исследований.

Согласно второму направлению эффективность денежно-кредитной политики выражается в высокой проводимости каналов трансмиссионного механизма [7–9] и эффективности отдельных монетарных инструментов.

Так, например, Банк России выделяет следующие каналы трансмиссионного механизма: процентный, кредитный, балансовый, валютный и информационный (канал инфляционных ожиданий) как наиболее значимые, а также канал благосостояния, денежных потоков и принятия риска как менее значимые¹. При этом авторы научных публикаций (см., например, [10, 11]) ограничивают оценку эффективности денежно-кредитной политики Банка России анализом одного или нескольких каналов, не исследуя трансмиссионный механизм полностью. В частности, Е.С. Федоровская и Д.В. Бураков [10] оценили проводимость кредитного канала трансмиссионного механизма ДКП Банка России с использованием модели векторной авторегрессии. На основе полученных результатов авторы сформировали рекомендации по повышению эффективности денежно-кредитной политики в России в целом. Аналогичное исследование провела Е.С. Федоровская [12] для процентного канала.

Проблемы проводимости каналов трансмиссионного механизма нашли отражение в публикациях зарубежных авторов. Так, М. Hossain и W.F. Ibon [13] использовали оценку проводимости различных каналов трансмиссионного механизма для анализа эффективности денежно-кредитной политики в Бангладеш.

P.L. Siklosa и M.T. Bohl [14] дали оценку эффективности денежно-кредитной политики в Германии путем анализа воздействия коммуникаций Бундесбанка и процентных ставок на уровень инфляции, а E.D. Naiborhu [9] была проведена оценка эффективности кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Индонезии с помощью моделирования роста банковского кредита в зависимости от шоков денежно-кредитной политики.

М. Were и др. [7] провели оценку эффективности денежно-кредитной политики Кении на основе моделирования процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма. Авторы оценили передачу импульса от процентных ставок к инфляции и совокупному спросу.

G. Lopez-Buenache [8] была исследована эволюция трансмиссионного механизма денежно-кре-

дитной политики в США после Великой рецессии посредством оценки чувствительности экономики к шокам денежно-кредитной политики.

Эффективность влияния процентных ставок на инфляцию в Южной Африке была рассмотрена в работе A. Iddrisu и I.P. Alagidede [15]. В ней авторы оценили проводимость процентного и кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, используя модель векторной авторегрессии.

Исследование эффективности денежно-кредитной политики через эффективность монетарных инструментов также нашло отражение в работах как российских, так и зарубежных авторов. Так, например, О.В. Гордячкова и Е.В. Романова [16] исследовали влияние различных инструментов денежно-кредитной политики на инфляцию, денежную массу M2 и валютный курс.

Ю.В. Всяких и М.А. Кочергин [11] оценили эффективность денежно-кредитной политики путем нахождения корреляции между ключевой ставкой и инфляцией.

K. Primus [17] было проведено сравнение эффективности прямых и косвенных инструментов денежно-кредитной политики на Барбадосе, Ямайке, Тринидаде и Тобаго. Автор пришел к выводу, что центральные банки в небольших открытых экономиках должны рассмотреть возможность использования резервных требований в качестве дополнения к политике процентных ставок для достижения своих макроэкономических целей.

Подводя итог научным исследованиям в данном направлении, следует отметить, что эффективность одного или нескольких каналов трансмиссионного механизма означает эффективность самого трансмиссионного механизма, а не денежно-кредитной политики в целом. Корреляция монетарного инструмента и целевого ориентира денежно-кредитной политики подразумевает возможность достижения поставленной цели с использованием данного инструмента, но не всегда означает, что цель будет достигнута только за счет этого инструмента.

Третье направление исследований — методы и инструменты анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики центральных банков.

В рамках этого направления С.Е. Дубова и С.В. Кузнецова [18] разработали методику количественной и качественной оценки эффективности ДКП с применением прямого и косвенного способов расчета. Прямой способ состоит в определении интегрального показателя, рассчитанного балльно-весовым методом, исходя из потребностной, целевой

¹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов. Банк России. 2019. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf) (дата обращения: 10.11.2020).

и экономической эффективности ДКП. При этом цели денежно-кредитной политики увязываются с макроэкономическими целями, отражающими потребности экономики, а в качестве критериев эффективности денежно-кредитной политики рассматривается динамика макроэкономических показателей. Косвенный способ заключается в оценке эффективности ДКП через отношение достигнутых целей к недостигнутым целям.

Ю. Ю. Платонова и А. А. Терехова [19] оценивают эффективность денежно-кредитной политики с использованием показателей динамики валютного курса, индекса потребительских цен и денежной массы. Аналогичный подход, основанный на показателях динамики, применяют П. В. Антонов и О. О. Злобина [20]. Они предлагают оценивать эффективность денежно-кредитной системы путем расчета и анализа динамики кредитного и банковского мультипликатора, а также коэффициента монетизации.

А. Тихонов и А. Левенков [21] в оценке эффективности ДКП используют отклонения разрыва выпуска ВВП, темпов инфляции, сальдо баланса текущих операций в процентах к ВВП, отношение агрегата М3 к ВВП и индекса системного риска от их средних значений. Авторы рекомендуют оценивать эффективность ДКП на основе комплексного показателя, включающего частные показатели, нормированные, исходя из их стандартных отклонений.

С. Pattipeilohy и др. [22] для анализа денежно-кредитной политики предлагают использовать трехмесячные процентные ставки, оказывающие существенное влияние на доходность финансовых инструментов, инфляцию и разрыв выпуска.

Обобщение и систематизация публикаций по данному направлению позволяет констатировать следующее.

Во-первых, анализ и оценка эффективности денежно-кредитной политики опираются на использование интегральных показателей эффективности, рассчитанных балльно-весовым методом, что вносит элемент субъективизма в результаты расчета.

Во-вторых, анализ эффективности предлагается осуществлять на основе методов, предназначенных для анализа тенденций макроэкономических показателей и их устойчивости, что не соответствует методологии стратегического управления денежно-кредитной сферой.

В целом анализ публикаций в рамках всех рассмотренных направлений позволяет выявить следующие основные недостатки в оценке эффективности денежно-кредитной политики центральных банков:

- отождествление целей денежно-кредитной политики с целями экономической политики;
- замена понятия эффективности ДКП понятиями эффективности трансмиссионного механизма и эффективности монетарных инструментов;
- отсутствие методического инструментария, позволяющего осуществлять оценку эффективности денежно-кредитной политики с позиции стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения, которому следуют центральные банки.

В связи с этим цель настоящего исследования состоит в разработке научно-обоснованного и удобного в применении методического инструментария, позволяющего давать объективную количественную и качественную характеристику эффективности денежно-кредитной политики центральных банков в контексте стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

В отличие от определений эффективности бизнеса, построенных в основном на соотношении результатов и затрат, методология анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики с позиции стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения имеет ярко выраженную специфику. Эта специфика состоит в том, что политика является элементом управления, а эффективность управления — это умение формировать цели и механизмы, обеспечивающие достижение этих целей. С этой точки зрения использование целевого подхода представляется наиболее обоснованным по сравнению с подходами, основанными на динамике макроэкономических показателей или на оценке эффективности отдельных каналов и инструментов трансмиссионного механизма.

Применение целевого подхода предполагает выбор целевых ориентиров и установление их целевых значений на перспективу (как правило, на среднесрочный период), а также сравнение этих целевых (плановых) значений с фактически достигнутым уровнем.

Выбор целевых ориентиров ДКП — это определение ее режима. В настоящее время выделяются следующие режимы денежно-кредитной политики:

1. Таргетирование инфляции, направленное на достижение ценовой стабильности². В условиях таргетирования инфляции важнейшей задачей

² Сайт Центрального банка РФ. URL: <https://cbr.ru/DKP/> (дата обращения: 10.11.2020).

является выбор индикатора инфляции и определение его целевого уровня. Большинство стран в качестве индикатора инфляции использует индекс потребительских цен (ИПЦ), в расчет которого включаются цены широкого набора товаров и услуг. Выбор данного индикатора в качестве целевого обусловлен тем, что, хотя базовый индекс потребительских цен менее волатилен и в большей степени поддается воздействию мер денежно-кредитной политики, индекс потребительских цен лучше характеризует изменение стоимости жизни, и его динамика влияет на формирование инфляционных ожиданий субъектов экономики.

2. Таргетирование валютного курса. Данный режим подразумевает стабилизацию курса национальной валюты по отношению к валютам других стран. Курс национальной валюты поддерживается путем проведения валютных интервенций центральным банком для достижения определенного ценового соотношения на внутреннем и внешнем рынках [23].

3. Денежное таргетирование. Данный вид таргетирования означает установление среднесрочных целей в виде значений денежных агрегатов. Он приемлем в случае высокой доли монетарных составляющих в структуре факторов экономического и финансового развития государства [24].

4. Таргетирование номинального ВВП на основе показателей реального ВВП и инфляции [25]. Основным преимуществом рассматриваемого режима является возможность мониторинга макроэкономических показателей и осуществление денежно-кредитной политики в соответствии с результатами экономического мониторинга. В рамках режима таргетирования номинального ВВП денежно-кредитная политика должна консолидироваться с другими видами экономической политики с целью обеспечения экономического роста.

5. Таргетирование кредита. Этот режим подразумевает установление целевого значения объема кредитования или прироста совокупной массы кредитных ресурсов [26, 27].

6. Таргетирование процентных ставок. Режим означает поддержание ставок денежного рынка на заданном уровне [28].

7. Таргетирование без явного номинального якоря [29]. Данный режим состоит в том, что центральные банки, наряду с монетарными, применяют иные режимы, например, такие как таргетирование занятости, экономического роста и т.д.³

³ Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. The Federal Reserve System. 2020. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm> (дата обращения: 25.10.2020).

В настоящее время наиболее популярным режимом денежно-кредитной политики является режим инфляционного таргетирования. Он применяется в 41 стране мира, на которые приходится более трети мирового ВВП. Его используют центральные банки Австралии, Бразилии, Великобритании, России, Японии и др. Кроме того, Еврозона и США, официально не заявившие о введении режима инфляционного таргетирования, также устанавливают среднесрочные цели по инфляции. Вместе с ними доля стран, устанавливающих целевые значения по инфляции, достигает в мировом ВВП 75%⁴.

В связи с многообразием режимов и целей денежно-кредитной политики для определения ее эффективности предлагаем использовать следующие разработанные нами модели:

$$E = 1 - \sqrt{\frac{Z_1^2 + Z_2^2 + \dots + Z_n^2}{n}}, \quad (1)$$

где: E — индекс эффективности денежно-кредитной политики;

Z — показатель отклонения фактических значений целевого показателя ДКП от его плановых значений, рассчитывается для каждого целевого показателя по формуле (2);

n — количество целевых показателей ДКП.

$$Z = \frac{F - P}{\max(P, \beta)}, \quad (2)$$

где: F — фактическое значение целевого показателя ДКП, %;

P — плановое значение целевого показателя ДКП, %;

β — минимальное значение целевого показателя P , определяемое точностью измерения, %.

В моделях (1), (2) показатель Z может быть как положительным, так и отрицательным. Знак показателя зависит от того, в какую сторону произошло отклонение от плана. При отсутствии отклонений $Z = 0$. Показатель E при отсутствии отклонений от

[federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm) (дата обращения: 25.10.2020).

⁴ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов. Банк России. 2019. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020\(2021-2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021-2022).pdf) (дата обращения: 10.11.2020).

плана равен 1, при наличии отклонений он уменьшается. Теоретически при сильных отклонениях от плана, E может стать меньше нуля, хотя на практике такая ситуация выглядит аномальной. Квадратный корень вычитается из единицы для того, чтобы в результате наибольшая эффективность соответствовала 1, а наихудшая — 0.

Показатель β в формуле (2) используется для корректировки целевых показателей, у которых плановое значение близко к нулю или равно нулю. Поскольку плановое значение (P) целевого показателя (Z) расположено в знаменателе формулы (2), его значение, близкое к нулю или равное нулю, приведет к чрезмерно сильному влиянию соответствующего показателя Z на общий индекс E . В качестве показателя β целесообразно использовать погрешность измерения соответствующего целевого показателя ДКП.

Масштаб применения предложенных моделей (1), (2) ограничивается наличием официальных количественно выраженных целей денежно-кредитной политики. При этом количественное выражение целей должно быть точечным.

Однако на практике используются разные варианты количественного выражения целей денежно-кредитной политики:

- конкретное (точечное) значение цели;
- целевая точка с диапазоном допустимых отклонений;
- целевой диапазон.

Так, например, точечное значение цели по инфляции устанавливается центральными банками Великобритании — 2%, Швеции — 2%, Японии — 2%. Некоторые центральные банки, таргетирующие инфляцию, чтобы подчеркнуть невозможность достижения цели с высокой точностью, в качестве типа цели выбирают точку с диапазоном допустимых отклонений или целевой диапазон. При этом диапазон допустимых значений достигает (± 2 п.п.), а целевой диапазон находится в пределах 4 п.п.⁵ Например, конкретное значение цели по инфляции

с диапазоном допустимых отклонений используют центральные банки России ($4 \pm 1,5$)%, Канады (2 ± 1)%, Турции (5 ± 2)%, Индии (4 ± 2)%, Бразилии ($4,5 \pm 2$)%. Целевой диапазон применяют центральные банки Израиля ($1-3$)%, Австралии ($2-3$)%, ЮАР ($3-6$)%, Ямайки ($4-6$)%.

В связи с формированием целей по инфляции в виде целевого диапазона возникает проблема выбора точечного значения инфляции. Эта проблема может быть решена путем использования среднего значения диапазона в качестве точечного значения целевого показателя.

Предложенные модели (1), (2) позволяют дать только количественную оценку эффективности денежно-кредитной политики. Для получения качественной характеристики эффективности нами была разработана специальная оценочная шкала (табл. 1).

В оценочной шкале (см. табл. 1) присутствуют пять вариантов качественных характеристик эффективности денежно-кредитной политики: высокая, хорошая, удовлетворительная, низкая, неэффективная, а также критерии, позволяющие отнести количественную оценку эффективности денежно-кредитной политики к тому или иному качественному уровню. Диапазоны качественных характеристик были сформированы путем деления максимального значения количественной оценки эффективности денежно-кредитной политики ($E = 100\%$) на 4 равные части.

РЕЗУЛЬТАТ

Разработанный методический инструмент был использован для оценки эффективности денежно-кредитной политики в развивающихся (Россия, Индия, Бразилия, Турция) и развитых (Швеция, Канада, Великобритания и Япония) странах мира⁶ за период 2014–2019 гг. Исходные данные для расчета эффективности денежно-кредитной политики этих стран приведены в *Приложениях 1 и 2*. Выбор стран был обусловлен наличием в денежно-кредитной политике центральных банков этих стран количественно выраженных целей. Период анализа был определен доступностью данных, используемых в расчетах. Расчет эффективности денежно-кредитной политики осуществлялся с использованием моделей (1), (2). Показатель β был принят условно на уровне 1,0%.

На *рис. 1* представлена динамика индекса эффективности денежно-кредитной политики в развивающихся странах.

⁵ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов. Банк России. 2018. URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/48129/on_2018\(2019–2020\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/48129/on_2018(2019–2020).pdf). (дата обращения: 10.11.2020); Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов. Банк России. 2013. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87373/on_2014\(2015–2016\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87373/on_2014(2015–2016).pdf). (дата обращения: 10.11.2020); Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. Банк России. 2015. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87372/on_2015\(2016–2017\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87372/on_2015(2016–2017).pdf). (дата обращения: 10.11.2020).

⁶ Официальный сайт МВФ. URL: <https://www.imf.org/external/index.htm> (дата обращения: 25.10.2020).

Таблица 1 / Table 1

**Шкала качественной оценки эффективности денежно-кредитной политики /
Scale of qualitative assessment of the effectiveness of monetary policy**

Уровни эффективности денежно-кредитной политики / Effectiveness levels of monetary policy	Критерии эффективности денежно-кредитной политики, % / Criteria for the effectiveness of monetary policy, %
Высокая	$75 < E \leq 100$
Хорошая	$50 < E \leq 75$
Удовлетворительная	$25 < E \leq 50$
Низкая	$0 < E \leq 25$
Неэффективная	$E \leq 0$

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

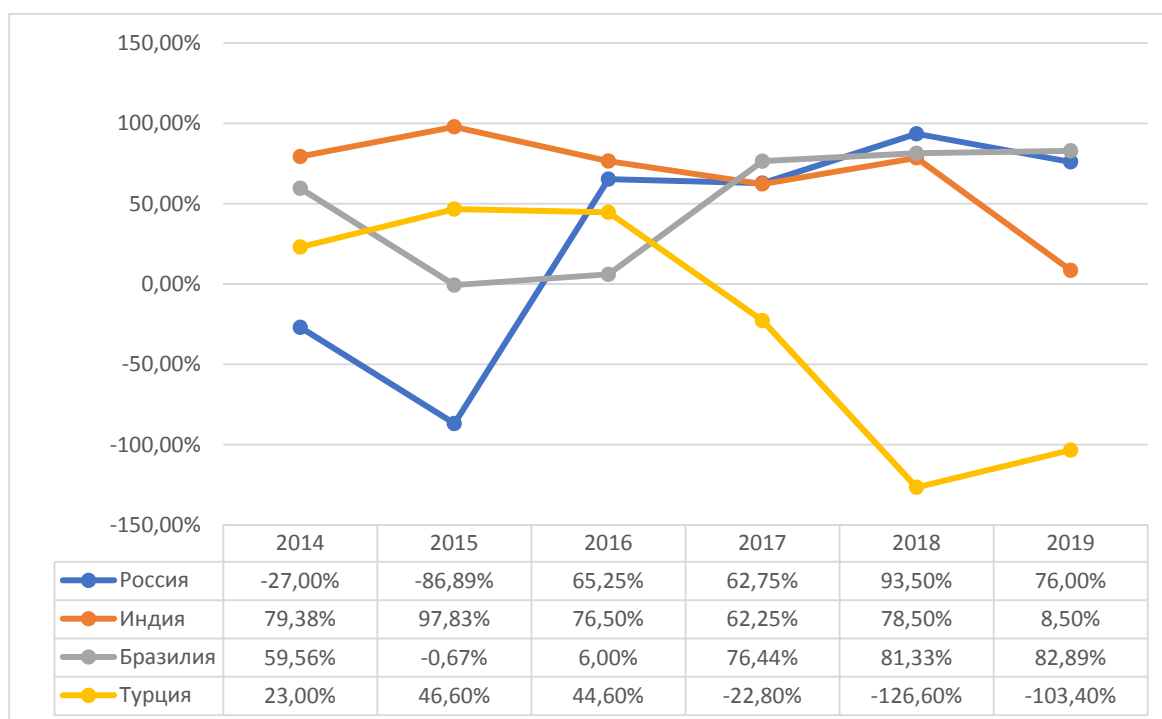


Рис. 1 / Fig. 1. Эффективность денежно-кредитной политики России, Индии, Бразилии и Турции в 2014–2019 гг. / Effectiveness of the monetary policy in Russia, India, Brazil and Turkey in 2014–2019

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

На рис. 1 видно снижение эффективности денежно-кредитной политики в России и Бразилии в 2015 г., которое было вызвано падением цен на энергоресурсы и девальвацией национальной валюты. В дальнейшем, по мере снижения негативного влияния внешних факторов и реализации решений центральных банков, направленных на стабилизацию цен, эффективность денежно-кредитной политики этих стран стала

повышаться и к концу анализируемого периода достигла высокого уровня (табл. 2).

В Индии и Турции наблюдалась противоположная динамика. В Индии индекс эффективности оставался на хорошем и высоком уровне до 2019 г. Это связано с тем, что Индия в 2014 г. только начала осуществлять переход к режиму инфляционного таргетирования и обозначила реальные для достижения цели по инфляции: 8% на 2014 г., 6% на 2015 г. и 4%

Таблица 2 / Table 2

Качественная оценка эффективности денежно-кредитной политики в России, Индии, Бразилии и Турции в 2014–2019 гг. / Qualitative assessment of the effectiveness of the monetary policy in Russia, India, Brazil and Turkey in 2014–2019

	Россия / Russia	Индия / India	Бразилия / Brazil	Турция / Turkey
2014	Неэффективная	Высокая	Хорошая	Низкая
2015	Неэффективная	Высокая	Неэффективная	Удовлетворительная
2016	Хорошая	Высокая	Низкая	Удовлетворительная
2017	Хорошая	Хорошая	Высокая	Неэффективная
2018	Высокая	Высокая	Высокая	Неэффективная
2019	Высокая	Низкая	Высокая	Неэффективная

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020_\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020_(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

на 2016 г.⁷ Гибкий подход к формированию целей денежно-кредитной политики позволил удержать инфляцию вблизи установленных целевых значений. Однако в 2019 г. индекс эффективности денежно-кредитной политики Банка Индии снизился до 8,5%. Это было связано с проливными дождями, которые уничтожили значительную часть урожая. В результате погодных условий произошел резкий рост розничных цен, который не удалось сдержать использованием монетарных инструментов.

В Турции индекс эффективности денежно-кредитной политики на протяжении всего анализируемого периода находился на низком уровне. При этом с 2016 г. он начал резкое снижение, в результате которого ушел в отрицательную зону. Минимального значения индекс эффективности достиг в 2018 г. При этом максимальное отклонение фактических значений инфляции от целевого уровня наблюдалось в октябре 2018 г. (около 20 п.п.). Причинами значительного ускорения инфляции в 2018 г. были как внешние, так и внутренние факторы. В частности, в августе 2018 г. произошло резкое ослабление лиры (за 2018 г. ее курс снизился на 40%) на фоне торгового конфликта с США и оттока капитала из стран с формирующимися рынками.

На рис. 2 представлена динамика индекса эффективности денежно-кредитной политики в развитых странах.

Графический анализ (см. рис. 2) показывает спад эффективности ДКП в 2015 г. с последующим ее восстановлением в таких странах, как Канада, Великобритания и Япония. При этом низкая эффективность денежно-кредитной политики в этих странах была связана не с высокой инфляцией, как в развивающихся странах, а, наоборот, с чрезмерно низкими темпами роста потребительских цен и даже дефляцией. Например, в Японии инфляция сохранялась ниже 1% с 2015 по 2019 г. при ее целевом значении 2%. На общем фоне выделяется устойчивый рост индекса эффективности денежно-кредитной политики Банка Швеции, который с отрицательных значений в начале анализируемого периода сумел достичь высокого уровня уже в 2017 г. В то же самое время эффективность денежно-кредитной политики Банка Японии, напротив, снизилась с уровня «хорошая» в 2014 г. до уровня «низкая» в 2017 г. (табл. 3). В последующие годы индекс эффективности ДКП Банка Японии начал медленно повышаться, но в 2019 г. так и не сумел достичь уровня 2014 г.

Результаты сравнительного анализа эффективности денежно-кредитной политики развитых и развивающихся стран показывают, что наилучших результатов по эффективности ДКП в 2019 г. добились Канада — 97,0%, Швеция — 89,0%, Великобритания — 86,5%, Бразилия — 82,89%, Россия — 76,0%. Эти показатели отражают наилучшие практики реализации денежно-кредитной политики, поэтому требуют внимательного рассмотрения с целью дальнейшего тиражирования на страны с низким уровнем эффективности стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения.

Подводя итог вышеизложенному, следует отметить, что предлагаемый методический инстру-

⁷ Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework. Reserve Bank of India. 2014. URL: <https://www.rbi.org.in/Scripts/PublicationReportDetails.aspx?UrlPage=&ID=743> (дата обращения: 10.11.2020).

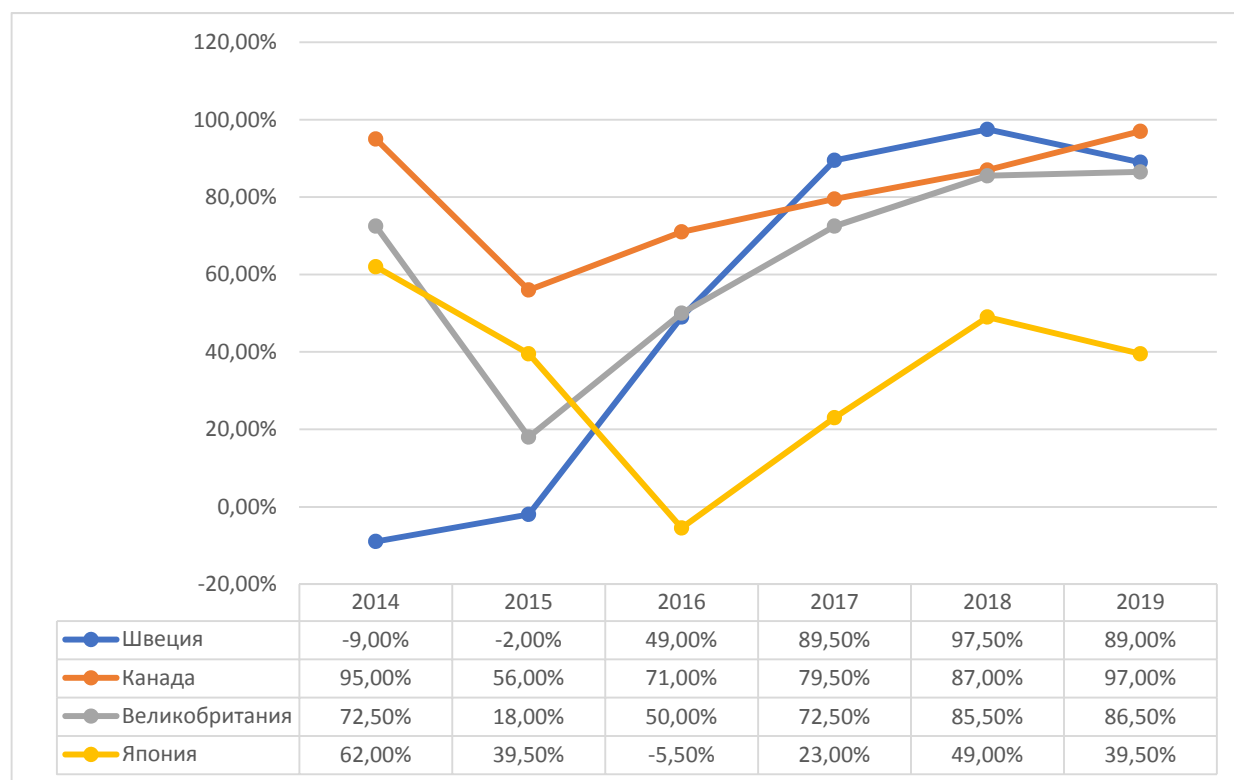


Рис. 2 / Fig. 2. Эффективность денежно-кредитной политики в Швеции, Канаде, Великобритании и Японии в 2014–2019 гг. / Effectiveness of the monetary policy in Sweden, Canada, the UK and Japan in 2014–2019

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

Таблица 3 / Table 3

Качественная оценка эффективности денежно-кредитной политики в Швеции, Канаде, Великобритании и Японии в 2014–2019 гг. / Qualitative assessment of the effectiveness of the monetary policy in Sweden, Canada, Great Britain and Japan in 2014–2019

	Швеция / Sweden	Канада / Canada	Великобритания / UK	Япония / Japan
2014	Неэффективная	Высокая	Хорошая	Хорошая
2015	Неэффективная	Хорошая	Низкая	Удовлетворительная
2016	Удовлетворительная	Хорошая	Удовлетворительная	Неэффективная
2017	Высокая	Высокая	Хорошая	Низкая
2018	Высокая	Высокая	Высокая	Удовлетворительная
2019	Высокая	Высокая	Высокая	Удовлетворительная

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

ментарий, предназначенный для анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики в разных странах, может быть использован для этих же целей внутри стран в разрезе их территориальных образований. Так, применение указанного

инструментария к анализу эффективности денежно-кредитной политики Банка России в разрезе федеральных округов позволило выявить территориальные дисбалансы в уровне достижений целей по инфляции (табл. 4).

Таблица 4 / Table 4

Территориальная дифференциация эффективности денежно-кредитной политики Банка России в 2019 г. / Territorial differentiation of the effectiveness of the monetary policy of the Bank of Russia in 2019

Показатель / Indicator	ЦФО / Central Federal District	СЗФО / Northwestern Federal District	ЮФО / Southern Federal District	СКФО / North Caucasian Federal District	ПФО / Volga Federal District	УФО / Ural Federal District	СФО / Siberian Federal District	ДФО / Far Eastern Federal District
Цель по инфляции	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция фактическая	3,0	3,0	2,7	3,2	2,7	3,1	3,6	3,9
Индекс эффективности ДКП	0,75	0,75	0,68	0,80	0,68	0,78	0,90	0,98
Уровень эффективности ДКП	Хорошая	Хорошая	Хорошая	Высокая	Хорошая	Высокая	Высокая	Высокая

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020 \(2021 – 2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020%20(2021-2022).pdf) (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

Как видно из табл. 4, в 2019 г. наилучших показателей по эффективности денежно-кредитной политики достиг Дальневосточный федеральный округ. Этому способствовали государственные меры, направленные на развитие экономики этого округа. Реализация мер государственной поддержки привела к росту кредитной активности реального сектора экономики и увеличению платежеспособного спроса на товары и услуги более высокими темпами, чем в других округах.

Менее значительные результаты показали Южный и Приволжский федеральные округа. Несмотря на то что эффективность денежно-кредитной политики в этих округах находилась на хорошем уровне, повышение в них индекса эффективности ДКП позволило бы поднять эффективность денежно-кредитной политики Банка России в масштабе всей страны.

ВЫВОДЫ

Мониторинг эффективности денежно-кредитной политики центральных банков играет важную роль в стратегическом управлении сферой денежно-кредитного обращения. В связи с этим совершенствование оценки эффективности денежно-кредитной политики представляет как научный, так и практический интерес. Однако анализ научных исследований по данной проблеме пока-

зал отсутствие методического инструментария, позволяющего осуществлять оценку эффективности денежно-кредитной политики с позиции стратегического управления денежно-кредитной сферой, которому следуют центральные банки.

В связи с этим целью настоящего исследования стала разработка научно обоснованного и удобного в применении методического инструментария, позволяющего давать объективную количественную и качественную характеристику эффективности денежно-кредитной политики центральных банков в контексте стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения.

В результате исследования была разработана методика количественной оценки эффективности ДКП на основе расчета индекса эффективности. Индекс эффективности является интегральным показателем, включающим частные индексы эффективности, соответствующие отдельным целям денежно-кредитной политики. Одновременно были разработаны критерии качественной оценки эффективности монетарной политики центральных банков, позволяющие группировать страны и их территориальные образования по уровням эффективности. Таким образом, проведенное исследование развивает теорию и методологию эффективности систем управления в части выбора

критериев и методов общей оценки эффективности управления денежно-кредитной сферой.

Новизна результатов исследования состоит в использовании целевого подхода к анализу и оценке эффективности монетарной политики центральных банков, соответствующего методологии стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения. Этот подход предполагает выбор целевых ориентиров и установление их целевых значений на перспективу, а также сравнение этих целевых (плановых) значений с фактически достигнутым уровнем. Данный подход позволяет получать комплексную объективную оценку эффективности вне зависимости от разнообразия стратегических целей денежно-кредитной политики и механизмов их формирования в разных странах.

Разработанный на основе целевого подхода методический инструментарий имеет объективный

характер, поскольку опирается на официальные данные центральных банков, международных финансовых организаций и органов статистики, находящихся в открытом доступе. По этой же причине он становится доступным для использования в аналитических целях широкому кругу заинтересованных лиц.

В целом, результаты эмпирического исследования подтвердили применимость разработанного инструментария анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. Его использование на глобальном и национальных уровнях управления сферой денежно-кредитного обращения позволит выявлять наилучшие практики реализации денежно-кредитной политики и рекомендовать их к использованию в странах с низким уровнем эффективности стратегического управления денежно-кредитной сферой.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Исследование выполнено при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований (РФФИ) в рамках научного проекта № 18–010–00232 А «Методология многоуровневой системы диагностики и регулирования финансовой стабильности» 2018–2020 гг. Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

The study was funded by Russian Foundation for Basic Research (RFBR) according to the research project No. 1801000232 A “Methodology of multilevel system of diagnostics and regulation of financial stability” year 2018–2020. Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Taylor J.B. Monetary Policy Rules. National Bureau of Economic Research. 1999; 460 p.
2. Моисеев С.Р. Правила денежно-кредитной политики. *Финансы и кредит*. 2002;(16):37–46.
3. Alaoui E., Jusoh A. O., Yusoff H. B., Hanifa S. A., Hisham M. Evaluation of monetary policy: Evidence of the role of money from Malaysia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2019;74:119–128. DOI: 10.1016/j.QREF.2019.04.005
4. Fan L., Yu Y., Zhang C. An empirical evaluation of China's monetary policies. *Journal of Macroeconomics*. 2011;33(2):358–371. DOI: 10.1016/j.jmacro.2010.11.003
5. Fujiwara I. Evaluating monetary policy when nominal interest rates are almost zero. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2006;20(3):434–453. DOI: 10.1016/j.jjie.2006.02.001
6. Bluhm M. Investigating the Monetary Policy of Central Banks with Assessment Indicators. CFS Working Paper Series. 2011. 38 p. DOI: 10.2139/ssrn.1924180
7. Were M., Kamau A. W., Sichei M. Assessing the effectiveness of monetary policy in Kenya: Evidence from a macroeconomic model. *Economic Modelling*. 2014;37:193–201. DOI: 10.1016/j.econmod.2013.11.004
8. Lopez-Buenache G. The evolution of monetary policy effectiveness under macroeconomic instability. *Economic Modelling*. 2019;83:221–233. DOI: 10.1016/j.econmod.2019.02.012
9. Naiborhu E. D. The lending channel of monetary policy in Indonesia. *Journal of Asian Economics*. 2020;67(C). DOI: 10.1016/j.asieco.2020.101175
10. Федоровская Е.С., Бураков Д.В. Оценка эффективности денежно-кредитной политики Банка России на основе анализа проводимости кредитного канала трансмиссии. *Науковедение*. 2017;9(4).
11. Всяких Ю.В., Кочергин М.А. Оценка эффективности денежно-кредитной политики центрального банка в условиях геополитической нестабильности. *Вестник Белгородского государственного технологического университета им. В.Г. Шухова*. 2015;(5):269–274.

12. Федоровская Е.С. Оценка эффективности денежно-кредитной политики ЦБ РФ на основе анализа проводимости процентного канала трансмиссии. *Управление экономическими системами: электронный научный журнал*. 2017;(7).
13. Hossain M., Ibon M.W.F. Assessing the Effectiveness of Monetary Policy in Bangladesh. In: Hossain M. (eds.) *Bangladesh's Macroeconomic Policy*. Singapore, Singapore: Palgrave Macmillan; 2020. p.135–162. DOI: 10.1007/978-981-15-1244-5_5
14. Siklosa P.L., Bohl M.T. Do actions speak louder than words? Evaluating monetary policy at the Bundesbank. *Journal of Macroeconomics*. 2007;29(2):368–386. DOI: 10.1016/j.jmacro.2005.08.002
15. Iddrisu A., Alagidede I.P. Revisiting interest rate and lending channels of monetary policy transmission in the light of theoretical prescriptions. *Central Bank Review*. 2020. DOI: 10.1016/j.cbrev.2020.09.002
16. Гордячкова О.В., Романова Е.В. Эффективность денежно-кредитной политики Центрального банка РФ: теоретические и практические аспекты проблемы. *Экономика и предпринимательство*. 2017;5–1(82):244–249.
17. Primus K. The effectiveness of monetary policy in small open economies. *Journal of Policy Modeling*. 2018;40(5):903–933. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2018.03.001
18. Дубова С.Е., Кузнецова С.В. Методика оценки эффективности денежно-кредитной политики центрального банка. *Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством*. 2011;(4):6–13.
19. Платонова Ю.Ю., Терехова А.А. Оценка эффективности денежно-кредитной политики в РФ. *Экономика и предпринимательство*. 2016;(3–2):123–127.
20. Антонов П.В., Злобина О.О. Оценка эффективности денежно-кредитной системы Российской Федерации. *Финансы и кредит*. 2015;21(27):25–34.
21. Тихонов А., Левенков А. Эффективность денежно-кредитной политики: методологический подход, методика, результаты апробации. *Банковский вестник*. 2019;(3):11–15.
22. Pattipeilohy C., Bräuning C., Willem van den End J., Maas E. *Assessing the effective stance of monetary policy: A factor-based approach*. De Nederlandsche Bank. Working Paper № 575. 2017. URL: https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No.%20575_tcm46-365411.pdf
23. Моисеев С.Р., Пантина И.В. Таргетирование реального валютного курса. *Вопросы экономики*. 2016;(5):44–65. DOI: 10.32609/0042-8736-2016-5-44-65
24. Рогатенюк Э.В. Сравнительная характеристика режимов реализации денежно-кредитной политики (режимов таргетирования). *Экономика строительства и природопользования*. 2017;(3):67–73.
25. Taylor J.B. What would nominal GNP targeting do to the business cycle? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Elsevier*. 1985;22(1):61–84. DOI: 10.1016/0167-2231(85)90027-2
26. Бураков Д.В. Управление цикличностью движения кредита. М.: Русайнс; 2015. 288 с.
27. Vera-Cossio D.A. *Targeting credit through community*. Inter-American Development Bank. Department of Research and Chief Economist. Discussion paper № IDB-DP-609. August 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.18235/0001268>
28. Kobayashi T. Monetary policy uncertainty and interest rate targeting. *Journal of Macroeconomics*. 2004;26(4):725–735. DOI: 10.1016/j.jmacro.2003.06.004
29. Дробышевский С.М., Евдокимова Т.В., Трунин П.В. Влияние выбора целей и инструментов политики денежных властей на уязвимость экономик. М: Дело; 2012. 201 с.

REFERENCES

1. Taylor J.B. Monetary Policy Rules. National Bureau of Economic Research. 1999; 460 p.
2. Moiseev S.R. Rules for monetary policy. *Finance and credit*, 2002;(16):37–46. (In Russ.).
3. Alaoui E., Jusoh A.O., Yussof H.B., Hanifa S.A., Hisham M. Evaluation of monetary policy: Evidence of the role of money from Malaysia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2019;74:119–128. DOI: 10.1016/j.qref.2019.04.005
4. Fan L., Yu Y., Zhang C. An empirical evaluation of China's monetary policies. *Journal of Macroeconomics*. 2011;33(2):358–371. DOI: 10.1016/j.jmacro.2010.11.003
5. Fujiwara I. Evaluating monetary policy when nominal interest rates are almost zero. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2006;20(3):434–453. DOI: 10.1016/j.jjie.2006.02.001
6. Bluhm M. Investigating the Monetary Policy of Central Banks with Assessment Indicators. CFS Working Paper Series. 2011; 38 p. DOI: 10.2139/ssrn.1924180

7. Were M., Kamau A. W., Sichei M. Assessing the effectiveness of monetary policy in Kenya: Evidence from a macroeconomic model. *Economic Modelling*. 2014;37:193–201. DOI: 10.1016/j.econmod.2013.11.004
8. Lopez-Buenache G. The evolution of monetary policy effectiveness under macroeconomic instability. *Economic Modelling*. 2019;83:221–233. DOI: 10.1016/j.econmod.2019.02.012
9. Naiborhu E.D. The lending channel of monetary policy in Indonesia. *Journal of Asian Economics*. 2020;67(C). DOI: 10.1016/j.asieco.2020.101175
10. Fedorovskaya E. S., Burakov D. V. Evaluation of the effectiveness of the monetary policy of the Bank of Russia on the basis of the analysis of the conductivity of the transmission credit channel. *Internet-zhurnal Naukovedenie*. 2017;9(4). (In Russ.).
11. Vsyakh Yu.V., Kochergin M.A. Performance evaluation of monetary policy of the Central bank in the context of geopolitical instability. *Vestnik Belgorodskogo gosudarstvennogo tekhnologicheskogo universiteta im. V.G. Shuhova*. 2015;(5):269–274. (In Russ.).
12. Fedorovskaya E. S. Evaluation of the effectiveness of the monetary policy of the CBR on the basis of the analysis of the conductivity of the interest transmission channel. *Upravlenie ekonomicheskimi sistemami: elektronnyj nauchnyj zhurnal*. 2017;(7). (In Russ.).
13. Hossain M., Ibon M. W.F. Assessing the Effectiveness of Monetary Policy in Bangladesh. In: Hossain M. (eds.) *Bangladesh's Macroeconomic Policy*. Singapore, Singapore: Palgrave Macmillan; 2020. p.135–162. DOI: 10.1007/978-981-15-1244-5_5
14. Siklosa P.L., Bohl M. T. Do actions speak louder than words? Evaluating monetary policy at the Bundesbank. *Journal of Macroeconomics*. 2007;29(2):368–386. DOI: 10.1016/j.jmacro.2005.08.002
15. Iddrisu A., Alagidede I.P. Revisiting interest rate and lending channels of monetary policy transmission in the light of theoretical prescriptions. *Central Bank Review*. 2020. DOI: 10.1016/j.cbrev.2020.09.002
16. Gordyachkova O.V., Romanova E. V. The effectiveness of monetary policy of the Central bank of the Russian Federation: theoretical and practical aspects of the problem. *Ekonomika i predprinimatel'stvo*. 2017;5–1(82):244–249. (In Russ.).
17. Primus K. The effectiveness of monetary policy in small open economies. *Journal of Policy Modeling*. 2018;40(5):903–933. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2018.03.001
18. Dubova S.E., Kuznetsova S.V. Methods of estimation of effectiveness of the Central bank monetary policy. *Izvestiya vysshih uchebnyh zavedenij. Seriya: Ekonomika, finansy i upravlenie proizvodstvom*. 2011;(4):6–13. (In Russ.).
19. Platonova Yu. Yu., Terekhova A.A. Evaluation of an efficiency of the monetary policy in Russian Federation *Ekonomika i predprinimatel'stvo*. 2016;(3–2):123–127. (In Russ.).
20. Antonov P.V., Zlobina O.O. Evaluating the efficiency of the monetary system of the Russian Federation. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2015;21(27):25–34. (In Russ.).
21. Tikhonov A., Leviankou A. The effectiveness of monetary policy: a methodological approach, methods, the results of testing. *Bankovskij vestnik*. 2019;(3):11–15. (In Russ.).
22. Pattipeilohy C., Bräuning C., Willem van den End J., Maas E. *Assessing the effective stance of monetary policy: A factor-based approach*. De Nederlandsche Bank. Working Paper. No. 575. 2017. URL: https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No.%20575_tcm46-365411.pdf
23. Moiseev S., Pantina I. Real exchange rate targeting. *Voprosy ekonomiki*. 2016;(5):44–65. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042-8736-2016-5-44-65
24. Rogatenyuk E. V. Comparative characteristics of implementing monetary policy modes (targeting regimes). *Ekonomika stroitel'stva i prirodopol'zovaniya*. 2017;(3):67–73. (In Russ.).
25. Taylor J.B. What would nominal GNP targeting do to the business cycle? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Elsevier*. 1985;22(1):61–84. DOI: 10.1016/0167-2231(85)90027-2
26. Burakov D.V. Managing cyclical movements of credit. Moscow: Rusajns; 2015. 288 c. (In Russ.).
27. Vera-Cossio D.A. *Targeting credit through community*. Inter-American Development Bank. Department of Research and Chief Economist. Discussion paper № IDB-DP-609. August 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.18235/0001268>
28. Kobayashi T. Monetary policy uncertainty and interest rate targeting. *Journal of Macroeconomics*. 2004;26(4):725–735. DOI: 10.1016/j.jmacro.2003.06.004
29. Drobyshevskij S.M., Evdokimova T.V., Trunin P.V. Impact of the choice of goals and policy instruments of monetary authorities on the vulnerability of economies. Moscow: Delo; 2012. 201 c. (In Russ.).

Приложение 1 / Appendix 1

Исходные данные для расчета эффективности денежно-кредитной политики в развивающихся странах / Source data for calculating the monetary policy effectiveness in developing countries

Российская Федерация / Russian Federation		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	5,00	11,35
2015	4,50	12,91
2016	4,00	5,39
2017	4,00	2,51
2018	4,00	4,26
2019	4,00	3,04
Индия / India		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	8,00	6,35
2015	6,00	5,87
2016	4,00	4,94
2017	4,00	2,49
2018	4,00	4,86
2019	4,00	7,66
Бразилия / Brasil		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	4,50	6,32
2015	4,50	9,03
2016	4,50	8,73
2017	4,50	3,44
2018	4,50	3,66
2019	4,50	3,73
Турция / Turkey		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	5,00	8,85
2015	5,00	7,67
2016	5,00	7,77
2017	5,00	11,14
2018	5,00	16,33
2019	5,00	15,17

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

Приложение 2 / Appendix 2

Исходные данные для расчета эффективности денежно-кредитной политики в развитых странах / Source data for calculating the monetary policy effectiveness in developed countries

Швеция / Sweden		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	2,00	–0,18
2015	2,00	–0,04
2016	2,00	0,98
2017	2,00	1,79
2018	2,00	1,95
2019	2,00	1,78
Канада / Canada		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	2,00	1,90
2015	2,00	1,12
2016	2,00	1,42
2017	2,00	1,59
2018	2,00	2,26
2019	2,00	1,94
Великобритания / UK		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	2,00	1,45
2015	2,00	0,36
2016	2,00	1,00
2017	2,00	2,55
2018	2,00	2,29
2019	2,00	1,73
Япония / Japan		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	2,00	2,76
2015	2,00	0,79
2016	2,00	–0,11
2017	2,00	0,46
2018	2,00	0,98
2019	2,00	0,79

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Галина Геннадьевна Господарчук — доктор экономических наук, профессор кафедры финансов и кредита, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия

Galina G. Gospodarchuk — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Finance and Credit, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia
gosgg@yandex.ru



Елена Сергеевна Зеленева — аспирант Департамента банковского дела и финансовых рынков, стажер-исследователь Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия

Elena S. Zeleneva — Postgraduate student, Department of Banking and Financial Markets, Intern Researcher, Research Center of Monetary Relations, Financial University, Moscow, Russia
eszeleneva@fa.ru

*Статья поступила в редакцию 16.11.2020; после рецензирования 30.11.2020; принята к публикации 07.12.2020.
Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was submitted on 16.11.2020; revised on 30.11.2020 and accepted for publication on 07.12.2020.
The authors read and approved the final version of the manuscript.*

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-22-34

УДК 336.15+625(045)

JEL H77, R42

Создает ли методика межбюджетного выравнивания отрицательные стимулы для инфраструктурного развития регионов?

Н.Е. Барбашова

Институт прикладных экономических исследований Российской академии народного хозяйства и государственной службы, Москва, Россия;

Научно-исследовательский финансовый институт Минфина России, Москва, Россия

<http://orcid.org/0000-0003-1614-7368>

АННОТАЦИЯ

Предметом исследования является взаимосвязь между объемом дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности и протяженностью транспортных путей регионов. **Цель** исследования — проверка гипотезы о том, что действующая формула межбюджетного выравнивания создает отрицательные стимулы для развития дорожной сети в регионах. **Актуальность** исследования продиктована тем, что сглаживание межтерриториального неравенства и инфраструктурное развитие регионов являются важнейшими целями региональной политики, и инструменты достижения этих целей не должны вступать в противоречие друг с другом. В действующей формуле распределения дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности заложена отрицательная связь между протяженностью транспортных путей регионов и величиной трансферта, т.е. при увеличении длины дорог объем дотации регионам с изначально невысокой транспортной доступностью снижается. При помощи **метода** имитационного моделирования автор провел количественную оценку снижения дотации регионам с низкой транспортной доступностью в случае роста протяженности дорог в условиях 2020 г. и оценил потенциальное влияние такого снижения на политику региональных властей. В **результате** установлено, что при сохранении текущей динамики дорожного строительства увеличение протяженности транспортных путей приведет к снижению объема дотации регионам в пределах 1%, что несущественно с точки зрения стимулов. Однако при увеличении дорожной сети труднодоступных регионов в полтора раза и более такое снижение может стать критичным. Также дана оценка минимальных дополнительных бюджетных поступлений, необходимых для компенсации выпадающих доходов региона при росте протяженности транспортных путей. В **перспективе** предполагается более детальное изучение влияния развития дорожного хозяйства на собственные доходы региональных бюджетов.

Ключевые слова: межбюджетное выравнивание; дотации; региональное развитие; транспортная доступность; дорожное строительство; отрицательные стимулы

Для цитирования: Барбашова Н.Е. Создает ли методика межбюджетного выравнивания отрицательные стимулы для инфраструктурного развития регионов? *Финансы: теория и практика.* 2021;25(1):22-34. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-22-34

ORIGINAL PAPER

Does Intergovernmental Equalization Create Disincentives for Regional Infrastructural Development?

N.E. Barbashova

Institute for Applied Economic Research, Russian Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia; Financial Research Institute, Ministry of Finance of Russia, Moscow, Russia

<http://orcid.org/0000-0003-1614-7368>

ABSTRACT

The subject of the research is the relationship between the amount of fiscal equalization grants and the length of transport routes in the regions. The study **aims** to test the hypothesis that the current formula for intergovernmental equalization creates disincentives for developing the road network in the regions. **The relevance** of the study is due to the fact that equalizing interterritorial inequality and regional infrastructural development are the most important goals of

regional policy, whose instruments should not contradict. The current formula for distributing fiscal equalization grants contains a negative relationship between the length of transport routes in the regions and the amount of the transfer. That is, with an increase in the length of roads, the amount of grants to regions with initially low transport accessibility decreases. The author used **the method** of simulation modeling to quantify the reduction in grants to regions with low transport accessibility in the case of an increase in the length of roads in 2020 and to assess the potential impact of this decrease on the policy of regional authorities. As a **result**, the author revealed that while maintaining the current dynamics of road construction, an increase in the length of transport routes will lead to a decrease in the volume of grants to regions within 1%, which is insignificant regarding incentives. However, with an increase in the road network of hard-to-reach regions by one and a half times or more, this decrease may become critical. The work provides the estimate of the minimum additional fiscal revenue required to compensate for the lost income of the region with an increase in the length of transport routes. A **further** study may provide more details on the impact of the road industry development on the own revenues of regional budgets.

Keywords: intergovernmental equalization; grants; regional development; transport accessibility; road construction; disincentives

For citation: Barbashova N.E. Does intergovernmental equalization create disincentives for regional infrastructural development? *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):22-34. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-22-34

ВВЕДЕНИЕ

Дотация на выравнивание бюджетной обеспеченности регионов является наиболее значимым элементом системы межбюджетных трансфертов в Российской Федерации. Методика распределения выравнивающих дотаций учитывает множество факторов, объективно влияющих на различия в доходных возможностях и расходных потребностях территорий. Цель предоставления данного трансферта — сглаживание межтерриториальных различий в бюджетной обеспеченности регионов и в доступности бюджетных услуг для их населения. В отечественных и зарубежных научных исследованиях регулярно поднимается вопрос: не вступает ли межбюджетное выравнивание в противоречие с задачей стимулирования экономического развития регионов [1–3]? Ответ на данный вопрос неоднозначен, поскольку пропорция между объемами выравнивающей и стимулирующей финансовой помощи является предметом политического выбора и, как правило, устанавливается путем «ручной настройки», исходя как из долгосрочных национальных приоритетов, так и из вызовов текущего момента [1]. Большинство российских исследований показывают, что в рамках действующей методики распределения выравнивающих дотаций у регионов сохраняются стимулы к развитию собственной доходной базы [4, 5], т.е. механизм межбюджетного выравнивания в целом не создает у регионов иждивенческих настроений. При этом необходимо отметить, что в имеющихся работах недостаточное внимание уделено рассмотрению отдельных параметров формулы распределения выравнивающего трансферта, которые потенциально могут сыграть роль отрицательных стимулов. Имеются в виду пока-

затели, изменение значения которых приводит к увеличению объема дотации, но неблагоприятно сказывается на социально-экономическом развитии региона в целом. Если значение такого показателя зависит от действий территориальных органов власти, то у последних могут возникнуть стимулы для неэффективного поведения. Подобное явление в научной литературе носит название «эффекта гейминга» (gaming effect) [6]. В данном контексте пристального внимания заслуживает показатель, используемый в действующей методике распределения выравнивающей дотации для сопоставления транспортной доступности территорий — протяженность автомобильных и железных дорог.

В свете принятия Стратегии пространственного развития Российской Федерации¹, Указов Президента Российской Федерации от 16.01.2017 № 13 «Об утверждении Основ государственной политики регионального развития Российской Федерации на период до 2025 года» и от 07.05.2018 № 204 «О национальных целях и стратегических задачах развития Российской Федерации на период до 2024 года» особую актуальность приобретает вопрос инфраструктурного развития территорий. В частности, стратегические документы уделяют большое внимание дорожному хозяйству, реконструкции и строительству транспортной сети. Для решения поставленных задач разработана система национальных проектов и мероприятий и предусмотрено соответствующее финансовое обеспечение.

¹ Стратегия пространственного развития Российской Федерации на период до 2025 года. Утверждена распоряжением Правительства Российской Федерации от 13.02.2019 № 207-р.

Но в то же время в соответствии с действующей формулой распределения дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов Российской Федерации развитие транспортной системы в ряде регионов и увеличение протяженности автомобильных и железных дорог могут привести к снижению оценки стоимости бюджетных услуг и, как следствие, — к сокращению размера указанных дотаций. Таким образом, может возникнуть конфликт между целями национальной политики — межбюджетным выравниванием и стимулированием территорий с низкой транспортной доступностью, в результате чего у региональных органов власти будет отсутствовать мотивация развивать дорожное хозяйство. С другой стороны, отрицательные стимулы могут оказаться незначительными и не оказывать влияния на политические решения на субфедеральном уровне. Для оценки масштабов данной проблемы необходимо провести соответствующие расчеты, на основе результатов которых можно сделать вывод о наличии либо отсутствии отрицательных стимулов в отношении инфраструктурного развития в действующей методике межбюджетного выравнивания регионов.

УЧЕТ ПРОТЯЖЕННОСТИ ТРАНСПОРТНЫХ ПУТЕЙ В ДЕЙСТВУЮЩЕЙ ФОРМУЛЕ МЕЖБЮДЖЕТНОГО ВЫРАВНИВАНИЯ

Транспортная доступность — важный фактор, определяющий различия в стоимости оказания бюджетных услуг в различных регионах. Отсутствие либо низкое качество дорожной сети и транспортной инфраструктуры создают дополнительные издержки и повышают объем расходных обязательств бюджетного сектора. Показатели транспортной доступности применяются при оценке расходов территорий в целях межбюджетного регулирования в таких государствах, как США и Канада [7], Австралия, Швейцария, Испания, Индия [8].

Рассмотрим, каким образом учитывается коэффициент транспортной доступности в действующей российской методике распределения дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности регионов².

Объем выравнивающей дотации субъекта Российской Федерации зависит от соотношения индекса налогового потенциала (показателя, измеряюще-

го различия в доходных возможностях территорий в расчете на душу населения) и индекса бюджетных расходов (показателя, который измеряет межтерриториальные различия в удельных расходных потребностях). Индекс бюджетных расходов рассчитывается как средневзвешенная сумма индексов оплаты труда, стоимости жилищно-коммунальных услуг и цен, причем два последних компонента дополнительно индексируются на показатель $(1 + K_{\text{тд}})$, где $K_{\text{тд}}$ — коэффициент транспортной доступности. Коэффициент транспортной доступности для i -го региона рассчитывается по формуле (1):

$$\kappa_i^{\text{ТД}} = \left(3 - 2 * \frac{Z_i}{Z_{\text{ср}}} \right) * \left(1 + \frac{D_i}{D_{\text{ср}}} \right) * N_i^{\text{ОТД}}, \quad (1)$$

где Z_i и $Z_{\text{ср}}$ — плотность транспортных путей постоянного действия (железных дорог и автодорог с твердым покрытием) в i -м субъекте Российской Федерации и в среднем по стране, соответственно, на конец последнего отчетного года;

$N_i^{\text{ОТД}}$ — удельный вес населения i -го субъекта Российской Федерации, которое проживает в районах с ограниченными сроками завоза товаров и в горных районах, в численности постоянного населения данного субъекта Российской Федерации на конец последнего отчетного года; при этом к населению региона, проживающему в горных районах, применяется дополнительный весовой коэффициент затрат 0,5, а к населению, проживающему в районах с ограниченными сроками завоза товаров, — весовой коэффициент 1,2;

D_i и $D_{\text{ср}}$ — доля сельских населенных пунктов, у которых отсутствуют связи по дорогам с твердым покрытием и которые не обеспечены связью с ближайшей железнодорожной станцией, морским или речным портом, аэропортом, в i -м субъекте Российской Федерации и в общей численности сельских населенных пунктов в среднем по стране, соответственно, на конец последнего отчетного года.

Отношение $\frac{D_i}{D_{\text{ср}}}$ принимается равным нулю для

всех субъектов Федерации, за исключением регионов, где более половины численности населения проживает в районах с ограниченными сроками завоза товаров и в горных районах, и доля сельских населенных пунктов, не имеющих связи по дорогам с твердым покрытием и не обеспеченных связью с ближайшей железнодорожной станцией, морским или речным портом, аэропортом, в общей численности

² Методика утверждена Постановлением Правительства Российской Федерации от 22.11.2004 № 670 «О распределении дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов Российской Федерации».

сельских населенных пунктов больше двукратного среднего значения по стране.

Плотность транспортных путей (параметры Z_i и Z_{cp}) рассчитывается как суммарная протяженность транспортных путей постоянного действия (железных дорог и автодорог с твердым покрытием), отнесенная к площади соответствующего субъекта Российской Федерации. Максимальное значение

соотношения $\frac{Z_i}{Z_{cp}}$ ограничено единицей, т.е. при-

менительно к регионам, имеющим плотность транспортных путей постоянного действия выше среднероссийского уровня, данный параметр в формуле расчета коэффициента транспортной доступности принимается равным 1.

При расчете распределения дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектам Российской Федерации на 2020 г. коэффициент транспортной доступности Ктд равен нулю для 49 из 85 российских регионов³. Максимальное значение Ктд принимает в Чукотском автономном округе (9,640). В табл. 1 приведены ненулевые значения Ктд российских регионов в 2020 г.

ВЛИЯНИЕ ПРОТЯЖЕННОСТИ ДОРОЖНОЙ СЕТИ НА ОБЪЕМ ВЫРАВНИВАЮЩЕЙ ДОТАЦИИ РЕГИОНАМ

Рассмотрим, каким образом изменение протяженности транспортных путей влияет на объем дотации регионам.

Дальнейший анализ относится только к части дотации, которая определяется исходя из расчетного уровня бюджетной обеспеченности, т.е. соотношения индекса налогового потенциала и индекса бюджетных расходов. Мы не рассматриваем компенсационную часть дотации, распределяемую с учетом утвержденных ранее объемов и установленных ограничений на максимальное снижение или увеличение размеров трансферта. Также из рассмотрения исключается часть дотации, зависящая от «модельного бюджета», — оценки расходных обязательств субъектов, поскольку исходные данные для воспроизведения этого расчета (реестры расходных обязательств субъектов Федерации и муниципальных образований) отсутствуют в свободном доступе. В 2020 г. сумма, распределенная между российскими регионами на основе расчетного уровня бюджетной

обеспеченности, составила 502 506 441 тыс. руб., что соответствует 70% от утвержденного объема выравнивающей дотации.

Последующие расчеты проведены на основе имитационной модели, построенной автором в Microsoft Excel, воспроизводящей распределение дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности субъектов Российской Федерации на 2020 г. в соответствии с исходными данными и результатами распределения, размещенными на официальном сайте Минфина России⁴. Рассмотрено влияние прироста протяженности железных дорог и автодорог с твердым покрытием на величину выравнивающей дотации субъектов Российской Федерации. Механизм этого влияния таков: увеличение протяженности транспортных путей приводит в соответствии с формулой (1) к снижению коэффициента транспортной доступности, что, в свою очередь, ведет к уменьшению индекса бюджетных расходов. Иными словами, методика предполагает, что улучшение транспортной доступности приводит к относительному удешевлению бюджетных услуг, и как следствие, — к снижению потребности региона в дотации.

Отметим, что дотация чувствительна к изменению протяженности дорог не для всех регионов с ненулевым коэффициентом транспортной доступности. Во-первых, из рассмотрения можно исключить регионы-доноры, которые не получают дотацию на выравнивание бюджетной обеспеченности. Это Республика Коми, Мурманская область, Ненецкий автономный округ, Тюменская область, Ханты-Мансийский автономный округ-Югра, Ямало-Ненецкий автономный округ, Красноярский край, Сахалинская область. Во-вторых, увеличение протяженности дорожной сети никак не повлияет на размер трансферта регионам, в которых плотность транспортных путей равна среднероссийской или превышает ее. К таким субъектам в соответствии с табл. 1 относятся Республика Карелия, все регионы Южного и Северо-Кавказского федеральных округов, Пермский край, Челябинская область, Республика Хакасия, Алтайский край, Кемеровская область — Кузбасс, Приморский край и Еврейская автономная область. Для указанных регионов коэффициент транспортной доступности определяется другими факторами — прежде всего численностью населения, проживающего в районах с ограниченным сроком завоза товаров и горных районах.

³ Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/regions/mb/mb2020_2022/ (дата обращения: 08.10.2020).

⁴ Официальный сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/regions/mb/mb2020_2022/ (дата обращения: 08.10.2020).

Таблица 1 / Table 1

Значения коэффициента транспортной доступности и показателей протяженности транспортных путей субъектов Российской Федерации в 2020 г. (для регионов, имеющих Ктд > 0) / Values of the coefficient of transport accessibility and indicators of the length of transport routes of the constituent entities of the Russian Federation in 2020 (for regions with TAC > 0)

Наименование субъекта РФ / Constituent entity of the Russian Federation	Значение Ктд / Transport accessibility coefficient (TAC)	Протяженность железных дорог и автодорог с твердым покрытием, км / Length of railways and paved roads, km	Плотность транспортных путей к среднему по России / Density of transport routes in average for Russia
Республика Карелия	0,0138	14 083	1,000
Республика Коми	0,3862	9 354	0,302
Архангельская область	0,2048	16 490	0,537
Мурманская область	0,0680	4 775	0,443
Ненецкий АО	3,5500	274	0,021
Республика Адыгея	0,0388	4 916	1,000
Краснодарский край	0,0311	42 839	1,000
Республика Дагестан	0,1788	21 695	1,000
Республика Ингушетия	0,2166	3 154	1,000
Кабардино-Балкарская Республика	0,1264	8 015	1,000
Карачаево-Черкесская Республика	0,3290	5 323	1,000
Республика Северная Осетия – Алания	0,1920	6 539	1,000
Чеченская Республика	0,0751	14 566	1,000
Ставропольский край	0,0495	22 145	1,000
Пермский край	0,0128	27 029	1,000
Тюменская область	0,0476	15 482	1,000
Челябинская область	0,0006	24 189	1,000
Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	0,2576	18 533	0,466
Ямало-Ненецкий автономный округ	1,5806	7 369	0,129
Республика Алтай	0,8237	4 590	0,664
Республика Тыва	0,3943	3 598	0,287
Республика Хакасия	0,0351	6 706	1,000
Алтайский край	0,0067	38 466	1,000
Красноярский край	0,4014	31 138	0,177
Иркутская область	0,0647	30 320	0,526
Кемеровская область – Кузбасс	0,0011	20 778	1,000
Томская область	0,4490	10 331	0,442
Республика Бурятия	0,4109	10 765	0,412
Республика Саха (Якутия)	3,1349	14 046	0,061
Забайкальский край	0,2110	17 536	0,664
Камчатский край	3,7385	2 144	0,287
Приморский край	0,0764	17 930	1,000
Хабаровский край	0,3571	14 850	0,253
Амурская область	0,1885	15 843	0,589
Магаданская область	3,4062	2 778	0,081
Сахалинская область	0,3417	3 359	0,519
Еврейская автономная область	0,3368	3 010	1,000
Чукотский автономный округ	9,6405	922	0,017

Источник / Source: Минфин России / Ministry of Finance of the Russian Federation. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/regions/mb/mb2020_2022/ (дата обращения: 08.10.2020) / (accessed on 08.10.2020).

Таблица 2 / Table 2

Влияние изменения протяженности дорог субъектов Российской Федерации на объем выравнивающей дотации в 2020 г. (для дотационных регионов, в которых плотность транспортных путей ниже среднероссийского уровня) / Impact of changes in the road length of the constituent entities of the Russian Federation on the volume of equalizing grants in 2020 (for granted regions with the density of transport routes below the average in Russia)

Наименование субъекта РФ / Constituent entity of the Russian Federation	Объем дотации, тыс. руб. / Grant amount, thousand roubles	Изменение дотации при росте протяженности дорог на 1%, тыс. руб. / Changes in grants with an increase in the length of roads by 1%, thousand roubles	Изменение дотации при росте протяженности дорог на 100 км, тыс. руб. / Changes in grants with an increase in the length of roads by 100 km, thousand roubles
Архангельская область	4 471 062	-4 971	-3 015
Республика Алтай	7 370 334	-27 778	-60 517
Республика Тыва	16 303 284	-4 665	-12 966
Иркутская область	841 950	-2 543	-839
Томская область	3 377 051	-6 472	-6 265
Республика Бурятия	17 887 968	-23 093	-21 452
Республика Саха (Якутия)	44 977 512	-29 877	-21 271
Забайкальский край	6 674 538	-19 832	-11 310
Камчатский край	33 424 354	-13 557	-63 224
Хабаровский край	4 184 607	-3 627	-2 443
Амурская область	2 125 712	-3 580	-2 260
Магаданская область	1 962 071	-1 451	-5 224
Чукотский автономный округ	8 372 845	-1 906	-20 658

Источник / Source: расчеты автора на основе имитационной модели / author's calculations based on a simulation model.

В табл. 2 приведены результаты имитационных расчетов, оценивающих влияние увеличения протяженности дорог на объем выравнивающего трансферта тех регионов, для которых этот фактор является значимым.

Расчеты показывают, что в наибольшей степени объем выравнивающего трансферта чувствителен к изменению протяженности транспортных путей в таких субъектах Российской Федерации, как Республика Алтай, Республика Тыва, Республика Бурятия, Республика Саха (Якутия), Забайкальский край и Камчатский край.

На рисунке приведена визуализация результатов имитационных расчетов влияния длины дорог на объем трансферта. На примере отдельных регионов показано, как меняется величина выравнивающей дотации в зависимости от роста протяженности транспортных путей при прочих равных условиях.

Горизонтальный отрезок, выделенный сплошной линией, соответствует реальной длине дорог с твердым покрытием в субъекте Российской Федерации на конец 2019 г. Пунктиром показана зависимость объема выравнивающего трансферта от протяженности дорог на основе имитационных расчетов.

График показывает, что характер зависимости объема трансферта от протяженности транспортных путей неоднороден. На примере Республики Алтай и Республики Тыва можно увидеть, как убывающая функция переходит в константу (на рис. 1 соответствующие отрезки графика показаны точечным пунктиром). Такое переключение характера поведения функции происходит в тот момент, когда плотность транспортных путей в регионе достигает среднероссийского уровня. В соответствии с формулой (1), после этого фактор протяженности дорог перестает оказывать влияние на значение

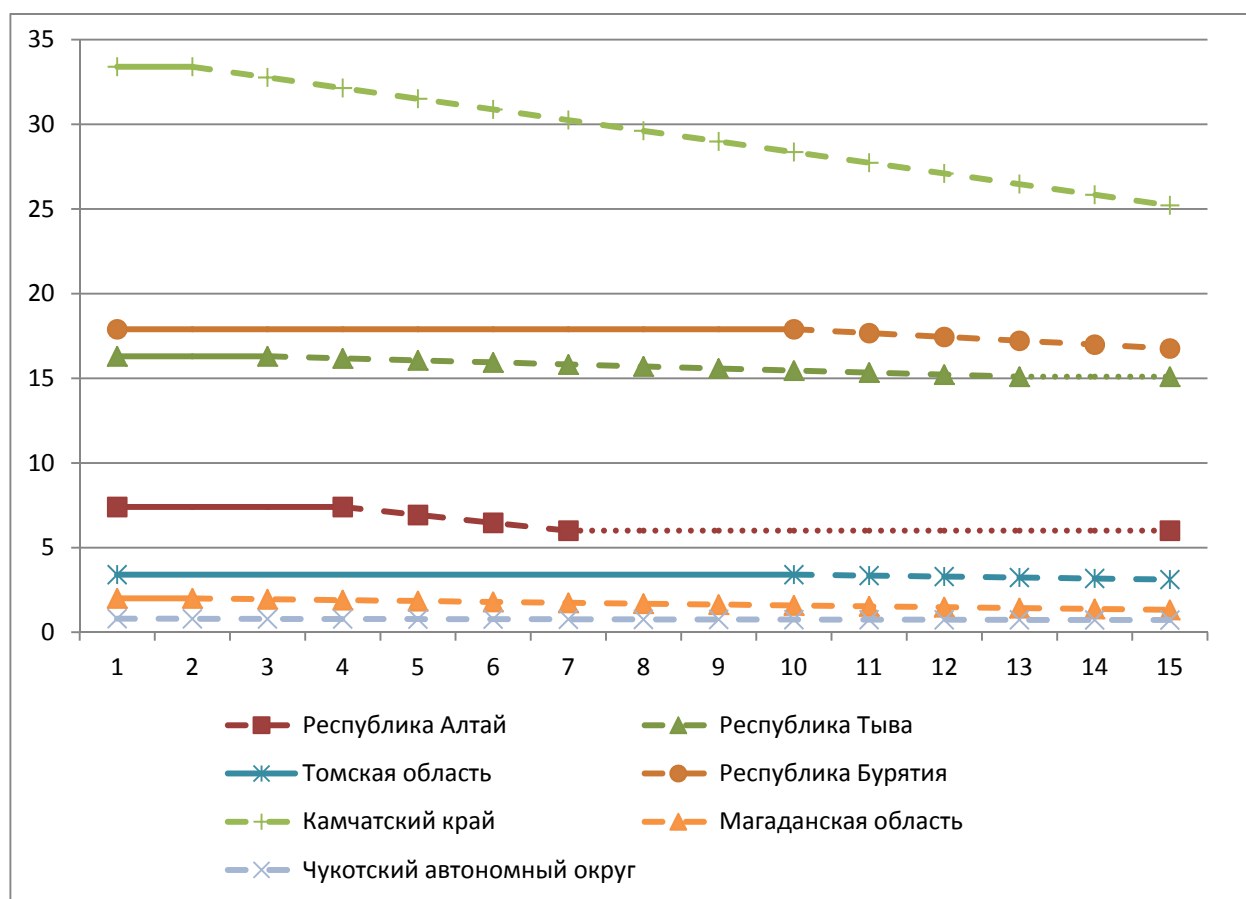


Рис. / Fig. Изменение величины дотации на выравнивание (млн руб.) при росте протяженности транспортных путей (тыс. км.) в условиях 2020 г. в отдельных регионах / Dependence of equalization grant (million roubles) on the length of the roads (thousand km) in 2020 in certain regions

Источник / Source: расчеты автора на основе имитационной модели / author's calculations based on a simulation model.

коэффициента транспортной доступности, и как следствие, — на величину дотации.

Оценим с помощью имитационной модели, до какого предела должна «дорасти» протяженность дорог с твердым покрытием в каждом регионе, чтобы показатель плотности транспортных путей сравнился со среднероссийским уровнем. Одновременно рассчитаем объем дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности, соответствующий данному показателю протяженности дорог. Таким образом, для каждого региона будет найден максимально возможный уровень снижения трансферта, обусловленный ростом длины транспортных путей. Результаты расчетов приведены в табл. 3.

На основе результатов расчетов, приведенных в табл. 3, можно разделить субъекты Федерации на три условные группы.

В первую группу входят Архангельская область, Республика Алтай, Иркутская область, Забайкальский край и Амурская область. Для этих регионов плотность транспортных путей достигнет среднероссийского уровня при увеличении протяженности

дорог с твердым покрытием в полтора-два раза. Масштаб снижения дотации при этом составляет от 9% (Архангельская область) до 27% (Иркутская область).

Вторая группа — Республика Тыва, Республика Бурятия, Томская область, Хабаровский край. В этих субъектах для достижения среднероссийского показателя плотности транспортных путей необходимо увеличить действующую дорожную сеть в 2–4 раза, при этом сокращение трансферта составит от 6% (Республика Тыва) до 25% (Хабаровский край).

Наконец, в третью группу входят Республика Саха (Якутия), Магаданская область, Камчатский край и Чукотский автономный округ — регионы, испытывающие наибольший дефицит транспортной инфраструктуры. Для этих субъектов длина транспортных путей оказывает самое значимое влияние на объем выравнивающего трансферта. В табл. 3 показано, что при гипотетическом росте покрытия дорожной сетью до среднероссийского уровня они потеряют от 62 до 93% объема выравнивающей дотации. Однако для этого необходимо увеличение

Таблица 3 / Table 3

Оценка максимально возможного влияния прироста протяженности транспортных путей на объем выравнивающей дотации в регионах в условиях 2020 г. / Maximum possible impact of the increase in the length of roads on the volume of equalization grant in the regions in 2020

Наименование субъекта РФ / Constituent entity of the Russian Federation	Какой должна быть длина дорог, чтобы плотность транспортных путей была равна среднероссийской? / How long should the roads be for the density of transport routes to be equal to the average Russian?	На сколько км надо увеличить длину дорог? / How many kilometers should the length of the roads be increased?	На сколько % надо увеличить длину дорог? / How many % should the length of roads be increased?	Каким будет трансферт? / What will the transfer be like?	Изменение трансферта, тыс. руб./ Change in transfer, thousand roubles	Изменение трансферта, % / Transfer change, %
Архангельская область	28 957	12 468	76%	4 033 826	-437 236	-9%
Республика Алтай	6 910	2 319	51%	5 960 176	-1 410 158	-18%
Республика Тыва	12 540	8 942	249%	15 138 826	-1 164 458	-6%
Иркутская область	55 134	24 814	82%	612 118	-229 832	-27%
Томская область	23 039	12 707	123%	2 551 071	-825 980	-24%
Республика Бурятия	24 903	14 138	131%	14 563 527	-3 324 441	-18%
Республика Саха (Якутия)	228 808	214 762	1529%	9 139 101	-35 838 412	-79%
Забайкальский край	29 724	12 188	70%	5 007 522	-1 667 016	-24%
Камчатский край	34 530	32 386	1510%	12 606 398	-20 817 956	-62%
Хабаровский край	56 436	41 586	280%	3 106 707	-1 077 900	-25%
Амурская область	23 997	8 154	51%	1 871 427	-254 285	-11%
Магаданская область	34 395	31 618	1138%	308 380	-1 653 690	-84%
Чукотский автономный округ	53 659	52 737	5717%	550 391	-7 822 454	-93%

Источник / Source: расчеты автора на основе имитационной модели / author's calculations based on a simulation model.

протяженности транспортных путей в 10–15 раз, что в среднесрочной перспективе представляется нереалистичным.

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ С РАЗВИТИЕМ ДОРОЖНОЙ СЕТИ В РЕГИОНАХ И ФИНАНСОВАЯ ЗНАЧИМОСТЬ ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ СТИМУЛОВ

Рассмотрим реальную динамику дорожного строительства в регионах на протяжении последних 5 лет (2015–2019 гг.).

По данным Росстата⁵, протяженность дорог с твердым покрытием за прошедшую пятилетку в целом по России выросла на 6%, при этом среднегодовой прирост составил 1,2%. По рассматриваемой группе регионов максимальный среднегодовой прирост длины транспортных путей наблюдается в Чукотском автономном округе (6%). В Республике Бурятия, Камчатском крае и Амурской области данный показатель составил 2%, в Республике Саха (Якутия), Республике Алтай, Республике Тыва, Иркутской и Магаданской областях — по 1% в среднем за год, в Архангельской и Томской областях и Забайкальском крае — менее 1%. Сопоставление этих данных с результатами имитационных расчетов из *табл. 2* показывает, что во всех рассматриваемых регионах среднегодовой прирост протяженности дорог в масштабах, имевших место за прошедшие 5 лет, может привести к снижению трансферта не более чем на 1%. Такие потери явно недостаточны для того, чтобы повлиять на приоритеты региональной политики. Также обратим внимание на тот факт, что эмпирическая связь между активностью дорожного строительства и эластичностью объема дотации по длине дорог не наблюдается. Так, Республика Бурятия и Камчатский край показывают темпы дорожного строительства выше среднероссийских, несмотря на относительно высокую чувствительность объема дотации к протяженности транспортных путей.

Анализ показателей национальных и региональных проектов, а также государственных программ субъектов Российской Федерации показывает, что на ближайшую перспективу планируемые масштабы дорожного строительства в рассматриваемых субъектах существенно ниже, чем требуется для снижения объема финансовой помощи из федерального бюджета хотя бы на 1% в год. В нацио-

нальных проектах основное внимание уделяется не строительству новых транспортных путей, а капитальному ремонту и реконструкции действующей дорожной сети, что, безусловно, является первоочередной задачей в текущих условиях: доля дорог, соответствующих нормативным требованиям, в Дальневосточном федеральном округе составляет лишь 37%, в Сибирском федеральном округе — 43%, в Северо-Западном федеральном округе — 38%⁶.

Необходимо также отметить, что в 2020 г. инвестиционная деятельность регионов сократилась до минимума в связи с кризисом, вызванным пандемией коронавирусной инфекции. В связи с этим мы имеем основание предположить, что в ближайшем будущем эффект снижения дотации от строительства дорог не окажет значимого влияния на поведение региональных властей. Однако проблема отрицательных стимулов актуализируется при масштабном дорожном строительстве, сопряженном с увеличением длины транспортных путей труднодоступных регионов в полтора раза и более относительно настоящего уровня.

ЧТО ПРОИЗОЙДЕТ, ЕСЛИ ИСКЛЮЧИТЬ ПОКАЗАТЕЛЬ ПРОТЯЖЕННОСТИ ДОРОГ ИЗ МЕТОДИКИ МЕЖБЮДЖЕТНОГО ВЫРАВНИВАНИЯ?

Рассмотрим сценарий, при котором фактор протяженности транспортных путей перестанет учитываться при расчете дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности. Для этого из формулы (1) нужно исключить первый множитель. Такое изменение методики автоматически снимет проблему отрицательных стимулов. Но к каким последствиям это приведет с точки зрения объема трансферта? Соответствующие расчеты приведены в *табл. 4*.

Расчеты показывают, что исключение фактора протяженности дорог из методики расчета дотаций приведет к масштабным потерям трансферта большинства из рассматриваемых регионов. В особенности критичны оцениваемые потери Республики Саха (Якутия), Камчатского края, Чукотского автономного округа и Магаданской области, которые несоизмеримо выше ожидаемого сокращения трансферта вследствие строительства дорог в реалистичных масштабах. Для компенсации этих потерь федеральный центр должен будет выделить регионам дополнительную финансовую

⁵ Федеральная служба Государственной статистики. Транспорт. Протяженность путей сообщения и объекты дорожной инфраструктуры. URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/23455> (дата обращения: 07.10.2020).

⁶ По данным Росстата на конец 2019 г. Федеральная служба Государственной статистики. Транспорт. Протяженность путей сообщения и объекты дорожной инфраструктуры. URL: <https://rosstat.gov.ru/folder/23455> (дата обращения: 07.10.2020).

Таблица 4 / Table 4

Изменение объема дотации на выравнивание бюджетной обеспеченности в случае исключения показателя протяженности дорог в условиях 2020 г. / Changes in the volume of equalization grant if to exclude the road length indicator in 2020

Наименование субъекта РФ / Constituent entity of the Russian Federation	Величина дотации при исключении показателя протяженности дорог, тыс. руб. / Amount of grant excluding the road length indicator, thousand roubles	Изменение объема дотации, тыс. руб. / Change in the amount of grants, thousand roubles	Изменение объема дотации, % / Change in the amount of grants, %
Архангельская область	5 028 365	561 506	13
Республика Алтай	6 542 236	-827 978	-11
Республика Тыва	15 846 073	-455 584	-3
Иркутская область	1 224 604	380 331	45
Томская область	3 259 347	-114 490	-3
Республика Бурятия	16 266 162	-1 626 026	-9
Республика Саха (Якутия)	10 239 934	-34 741 514	-77
Забайкальский край	6 824 666	145 964	2
Камчатский край	14 137 226	-19 297 048	-58
Хабаровский край	4 013 774	-167 593	-4
Амурская область	2 409 838	285 763	14
Магаданская область	480 564	-1 480 313	-76
Чукотский автономный округ	742 873	-7 637 510	-91

Источник / Source: расчеты автора на основе имитационной модели / author's calculations based on a simulation model.

помощь в объеме 66,3 млрд руб., что составляет 13% от общей суммы распределяемых дотаций. Таким образом, отказ от использования протяженности транспортных путей при распределении дотаций приведет к гораздо более серьезным отрицательным финансовым последствиям, чем сохранение действующей формулы.

РАЗВИТИЕ ТРАНСПОРТНОЙ СЕТИ КАК ФАКТОР РОСТА РЕГИОНАЛЬНЫХ ДОХОДОВ

Повышение транспортной доступности северных территорий, Сибири и Дальнего Востока является не только вопросом регионального значения, но и перспективной стратегической задачей национального уровня. Для более объективной оценки последствий роста протяженности дорог необходимо также принимать во внимание положительное влияние улучшения транспортной доступности на доходный потенциал территорий. Развитие транспортной инфраструктуры в перспективе

приводит к появлению новых производств и рабочих мест, снижению издержек, повышению товарооборота, и как следствие, — к притоку дополнительных доходов в бюджет [9]. На основе описанной выше имитационной модели можно рассчитать, какой должна быть минимальная отдача в виде дополнительных налоговых и неналоговых поступлений в бюджет регионов от 1 км построенной дороги для того, чтобы снижение дотаций было компенсировано. Результат расчета приведен в табл. 5. Сумма компенсационных доходов рассчитана с учетом дополнительной нагрузки, возникающей у регионального бюджета в связи со строительством дорог, а именно расходов на их содержание. Среднегодовая стоимость содержания 1 км дороги с твердым покрытием определена в соответствии с данными Минтранса России⁷. В данном расчете не учитывается стои-

⁷ Министерство транспорта Российской Федерации. Доклад о стоимости строительства, реконструкции, капитального

Таблица 5 / Table 5

Оценка минимальных дополнительных бюджетных доходов, необходимых для компенсации снижения дотации и расходов на содержание дорог при росте протяженности транспортных путей на 1 км в условиях 2020 г. / Minimum additional fiscal revenues required to compensate the decrease in grants and costs for road maintenance in case of increase in the length of roads by 1 km in 2020

Наименование субъекта РФ / Constituent entity of the Russian Federation	Оценка компенсационного прироста бюджетных доходов от 1 км построенных дорог, тыс. руб. / Compensatory growth of fiscal revenues from 1 km of constructed roads, thousand roubles	Справочно: доходы региональных дорожных фондов* в расчете на 1 км автомобильной дороги / For reference: income of regional road funds * per 1 km of the road
Архангельская область	446,2	385,5
Республика Алтай	998,7	199,7
Республика Тыва	470,9	313,1
Иркутская область	399,1	442,8
Томская область	437,6	478,0
Республика Бурятия	581,2	458,9
Республика Саха (Якутия)	692,8	474,6
Забайкальский край	476,4	226,2
Камчатский край	1249,8	942,2
Хабаровский край	479,9	450,6
Амурская область	416,2	488,6
Магаданская область	586,5	336,8
Чукотский автономный округ	856,2	3250,8

Источник / Source: расчеты автора на основе имитационной модели, Минфин России / author's calculations based on a simulation model, Ministry of Finance of the Russian Federation.

Примечание / Note: * — исходные данные в части исполнения региональных дорожных фондов субъектов Российской Федерации / Initial data regarding the execution of regional road funds of the constituent entities of the Russian Federation. URL: https://minfin.gov.ru/ru/performance/regions/mb/mb2019_2021/?id_39=123591-iskhodnye_dannye_v_chasti_ispolneniya_regionalnykh_dorozhnykh_fondov_subektov_rossiiskoi_federatsii_po_itogam_2017_goda (дата обращения: 08.10.2020) / (accessed on 08.10.2020).

мость строительства дорог, поскольку эти затраты являются единовременными, тогда как выпадающая сумма дотации вследствие улучшения транспортной доступности и расходы на содержание дорог будут иметь место ежегодно.

В табл. 5 приведена также оценка доходов региональных дорожных фондов субъектов Российской Федерации в расчете на 1 км автомобильной дороги с твердым покрытием. Данный показатель, строго говоря, не является оценкой прироста бюджетных

поступлений в результате строительства дорог, поскольку протяженность транспортных путей — не единственный показатель, определяющий объем дорожного фонда. Однако эти цифры могут дать приблизительное представление об ожидаемых масштабах прироста региональных доходов от строительства дорог. Фактически прирост региональных налоговых доходов в случае развития транспортной инфраструктуры будет больше, поскольку в перспективе новые дороги обеспечат не только приток средств в дорожные фонды, но и дополнительные сборы по НДФЛ (за счет создания новых рабочих мест), а также по налогу на прибыль (за счет расширения производства и снижения издержек). Из табл. 5 можно заключить, что значения из первого и второго столбцов явля-

ремонта, ремонта и содержания 1 км автомобильных дорог общего пользования Российской Федерации (2017 г.). URL: <https://www.mintrans.ru/documents/7/9755> (дата обращения: 08.10.2020).

ются величинами одного порядка. Следовательно, компенсация потерь от снижения дотации благодаря росту собственных бюджетных доходов при развитии транспортной инфраструктуры представляется реально достижимым результатом.

ВЫВОДЫ

В соответствии с действующей формулой распределения дотаций на выравнивание бюджетной обеспеченности объем финансовой помощи для регионов, имеющих низкую плотность дорожной сети, снижается при увеличении протяженности транспортных путей. Для проверки гипотезы о том, что формула выравнивания создает отрицательные стимулы в отношении развития транспортной инфраструктуры в регионах, были проведены имитационные расчеты на основе модели, воспроизводящей распределение дотации по действующей методике. Результаты расчетов показали, что рост протяженности транспортных путей в реалистичных масштабах ведет к несущественному снижению объема дотации рассматриваемых регионов (в пределах 1%). Таким образом, действующая методика распределения выравнивающих трансфертов в краткосрочной перспективе не создает препятствий для инфраструктурного развития субъектов Российской Федерации. В настоящее время отрицательные стимулы следует признать финансово незначимыми с точки

зрения влияния на политику региональных властей в сфере дорожного строительства. Однако при увеличении дорожной сети труднодоступных регионов в полтора раза и более такое снижение может стать критичным для таких регионов, как Республика Бурятия, Республика Алтай, Республика Саха (Якутия), Забайкальский край, Камчатский край, Хабаровский край, Магаданская область и Чукотский автономный округ. Исключение показателя протяженности дорог из формулы межбюджетного выравнивания — неэффективная мера борьбы с отрицательными стимулами, поскольку оно вызовет обрушение трансферта высокодотационным регионам Дальнего Востока и потребует существенных компенсаций из федерального бюджета.

Предлагается обратить внимание на встречный положительный эффект от строительства дорог. Сокращение дотации в связи с увеличением протяженности транспортных путей, по предварительной оценке, может быть компенсировано дополнительным притоком налоговых и неналоговых доходов в бюджетную систему регионов благодаря экономическому росту, обусловленному развитием дорожной сети. Перспективным направлением дальнейшего исследования может стать более детальное изучение влияния развития транспортной инфраструктуры на собственные доходы субфедеральных бюджетов.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Gramlich E. Intergovernmental grants: A review of the empirical literature. In: Oates W.E., ed. *The political economy of fiscal federalism*. Farnborough: Lexington Books; 1977:219–239.
2. Валитова Л. Межбюджетные трансферты и экономические стимулы региональных властей. *Экономическая наука современной России*. 2005;(2):39–55. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/mezhbyudzhethnye-transferty-i-ekonomicheskie-stimuly-regionalnyh-vlastey> (дата обращения: 08.10.2020).
3. Синельников-Мурылев С., Кадочников П., Трунин И., Четвериков С., Виньо М. Проблема мягких бюджетных ограничений российских региональных властей. М.: ИЭПП; 2006. 300 с.
4. Alexeev M., Kuryandskaya G. Fiscal federalism and incentives in a Russian region. *Journal of Comparative Economics*. 2003;31(1):20–33. DOI: 10.1016/S 0147–5967(02)00011–2
5. Дерюгин А. Выравнивание регионов: сохраняются ли стимулы к развитию? *Экономическая политика*. 2016;11(6):170–191. DOI: 10.18288/1994–5124–2016–6–08
6. Courty P., Marschke G. A general test of gaming. European University Institute Economics Working Papers. 2004;(33). URL: <http://www.albany.edu/economics/research/workingp/2004/gaming.pdf> (дата обращения: 08.10.2020).
7. Большаков Н., Еремеева Л., Попов Е. Методологические подходы к оценке транспортной доступности территории. Актуальные проблемы, направления и механизмы развития производительных сил Севера — 2016: Мат. 5-го Всеросс. науч. семина. (Сыктывкар, 21–23 сентября 2016 г.). Ч. II. Сыктывкар: Коми республиканская типогр.; 2016:135–142.
8. Арлашкин И., Барбашова Н., Комарницкая А. Межбюджетное выравнивание территорий: подходы к оценке расходных обязательств в международной практике. *Финансы*. 2020;(5):43–49.
9. Польшнев А., Разбегин Н. Инфраструктурные предпосылки промышленного роста в регионах. *Транспортное дело России*. 2012;(6–2):32–35.

REFERENCES

1. Gramlich E. Intergovernmental grants: A review of the empirical literature. In: Oates W.E., ed. The political economy of fiscal federalism. Farnborough: Lexington Books; 1977:219–239.
2. Valitova L. Intergovernmental transfers and economic incentives of regional authorities. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoi Rossii = Economics of Contemporary Russia*. 2005;(2):39–55. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/mezhbyudzhetye-transferty-i-ekonomicheskie-stimuly-regionalnyh-vlastey> (accessed on 08.10.2020). (In Russ.).
3. Sinel'nikov-Murylev S., Kadochnikov P., Trunin I., Chetverikov S., Vigneault M. The problem of soft budget constraints of Russian regional authorities. Moscow: Institute for the Economy in Transition; 2006. 300 p. (In Russ.).
4. Alexeev M., Kurlyandskaya G. Fiscal federalism and incentives in a Russian region. *Journal of Comparative Economics*. 2003;31(1):20–33. DOI: 10.1016/S 0147-5967(02)00011-2
5. Deryugin A. Regional alignment: Are there incentives for development? *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*. 2016;11(6):170–191. (In Russ.). DOI: 10.18288/1994-5124-2016-6-08
6. Courty P., Marschke G. A general test of gaming. European University Institute Economics Working Papers. 2004;(33). URL: <http://www.albany.edu/economics/research/workingp/2004/gaming.pdf> (accessed on 08.10.2020).
7. Bol'shakov N., Ereemeeva L., Popov E. Methodological approaches to assessing the transport accessibility of the territory. In: Actual problems, directions and mechanisms of development of the productive forces of the North — 2016. Proc. 5th All-Russ. sci. semin. (Syktyvkar, Sept. 21–23, 2016). Pt. 2. Syktyvkar: Komi Republican Printing House; 2016:135–142. (In Russ.).
8. Arlashkin I., Barbashova N., Komarnitskaya A. Interbudgetary alignment of territories: Approaches to assessing spending obligations in international practice. *Finansy = Finance*. 2020;(5):43–49. (In Russ.).
9. Polynev A., Razbegin N. Background of industrial infrastructure growth in the region. *Transportnoe delo Rossii = Transport Business of Russia*. 2012;(6-2):32–35. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Наталья Евгеньевна Барбашова — кандидат экономических наук, старший научный сотрудник, Институт прикладных экономических исследований РАНХиГС, Москва, Россия; старший научный сотрудник НИФИ Минфина России, Москва, Россия
Natal'ya E. Barbashova — Cand. Sci. (Econ.), Senior Researcher, Institute of Applied Economic Research, Russian Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia; Financial Research Institute, Ministry of Finance of Russia, Moscow, Russia
 barbashova-ne@ranepa.ru

Статья поступила в редакцию 09.10.2020; после рецензирования 23.10.2020; принята к публикации 07.12.2020.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 09.10.2020; revised on 23.10.2020 and accepted for publication on 07.12.2020.

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

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-35-50

УДК 330.01(045)

JEL C51, C54, E22, E52, O11, O41

Инвестиционная функция экономического роста России

О.С. Сухарев

Институт экономики Российской академии наук, Москва, Россия

<https://orcid.org/0000-0002-3436-7703>

АННОТАЦИЯ

Активизация инвестиционной динамики является определяющим фактором новой модели роста российской экономики. «Ковидный кризис» серьезно сузил возможности использования этого фактора, актуализировав задачу восстановления ростовой динамики. **Цель исследования** — определить инвестиционную функцию российской экономики до «ковидного кризиса», чтобы выявить основные инструменты инвестиционной политики роста в посткризисный период. **Методологию исследования** составляет макроэкономический и регрессионный анализ, проведенный на базе программного модуля Gretl 2020b, при помощи которого осуществлен подбор инвестиционной функции в зависимости от инструментов-факторов. Разрешение проблемы коллинеарности факторов множественной регрессии позволяет отобрать лучшие модели для ВВП и инвестиций в основной капитал российской экономики. **Результатом исследования** выступают отобранные многофакторные модели валового продукта и величины инвестиций, позволяющие рассмотреть картину влияния следующих инструментов на функции цели: уровня монетизации, ключевой процентной ставки, валютного курса, риска, рентабельности, цены на нефть, финансовых инвестиций, инфляции. Автор делает **вывод**, что увеличение монетизации экономики, снижение ключевой процентной ставки и управляемая девальвация в целом положительно влияли на величину инвестиций в основной капитал. Рост инвестиций сопровождался ростом риска ведения экономической деятельности, а снижение рентабельности сопровождалось относительным снижением инвестиций и ростом ВВП России с увеличением риска на рассматриваемом интервале времени. Эти выявленные особенности требуют учета при реализации инвестиционной политики наравне с указанными макроагрегатами, структуры распределения инвестиций между секторами и видами инвестиций, например в финансовые и нефинансовые активы. Показана значимость данного условия, влияющего на результативность проводимой инвестиционной политики, когда смещение инвестиций в сторону финансовых активов сопровождается торможением экономического роста. **Перспективу** дальнейшего исследования составляет оценка выравнивания секторальных рисков, сказывающихся на распределении инвестиций и инвестиционной динамике.

Ключевые слова: инвестиции; валовая добавленная стоимость; риск; рентабельность; инвестиционная политика; экономические секторы; распределение ресурсов; регрессионный анализ; чувствительность целевой функции; экономический рост

Для цитирования: Сухарев О.С. Инвестиционная функция экономического роста России. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):35-50. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-35-50

ORIGINAL PAPER

Investment Function of Economic Growth in Russia

O.S. Sukharev

Institute of Economics Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-3436-7703>

ABSTRACT

The intensification of investment dynamics is a determining factor in the new growth model of the Russian economy. The Covid crisis has greatly limited the opportunities to use this factor and made restoring growth dynamics an urgent task. **The aim** of the study is to determine the investment function of the Russian economy before the Covid crisis in order to identify the main instruments of the investment policy of growth in the post-crisis period. **The research methods** are macroeconomic and regression analysis based on software Gretl 2020b, which helped to choose the investment function according to the instrument-factors. Solving the problem of collinearity of multiple regression factors makes it possible to select the best models for GDP and investment in fixed assets of the Russian economy. **The research result** is selected multivariate models of gross product and investment that allow considering the impact of the following

instruments on the goal's function: monetization level, key interest rate, exchange rate, risk, profitability, oil prices, financial investments, inflation. The author **concludes** that an increase in the monetization of the economy, a decrease in the key interest rate, and a controlled devaluation generally had a positive effect on the amount of investment in fixed assets. The investment growth increased the risk of economic activity; the decrease in profitability relatively decreased investment and increased Russia's GDP with an increased risk over the considered time interval. When implementing investment policy, one should consider these features along with the specified macro-aggregates, the structure of investment distribution between sectors and types of investments, for example, in financial and non-financial assets. The paper shows the significance of this condition, which affects the effectiveness of the investment policy, when the shift in investment towards financial assets accompanies the slowdown in economic growth. **The prospect** of further research is an assessment of the equalization of sectoral risks affecting the distribution of investments and investment dynamics.

Keywords: investment; gross value added; risk; profitability; investment policy; economic sectors; resource allocation; regression analysis; sensitivity of target function; economic growth

For citation: Sukharev O.S. Investment function of economic growth in Russia. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):35-50. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-35-50

ВВЕДЕНИЕ

Инвестиции рассматриваются многими экономистами [1–5] как основной двигатель экономического роста и структурных изменений. Применительно к России имеются в виду инвестиции в основные фонды и человеческий капитал [1, 4] или создание капитала различных возрастных поколений, что показывают отдельные модели в рамках теории воспроизводства [3]. Однако при этом вопрос относительно структуры самих инвестиций (например, инвестиции в финансовые и нефинансовые активы, транзакционный и нетранзакционный секторы [6–7]), т.е. распределения их по объектам использования как с точки зрения сугубо структурной задачи, так и оценки эффективности, рассматривается далеко не во всех исследованиях. Если сказать точнее, то структурные аспекты инвестиций и их эффективность обычно не принимаются во внимание при разработке мер стимулирования инвестиционной политики на макроэкономическом уровне. Особенно важен аспект чувствительности инвестиционной функции к инструментам экономической политики. Чаще всего стандартные подходы сводят проблему интенсификации инвестиций к увеличению нормы накопления [2] и наращению инвестиций в образование и человеческий капитал [1, 8, 9]. Распределение инвестиций, зависимое от многих условий и факторов, оказывает сильное влияние на экономическую динамику не только секторов хозяйства, но и на формирование будущей структуры спроса, тем самым детерминируя не только текущие, но и будущие трансформации экономической структуры [10–12]. Инвестиции влияют на факторную производительность, задающую качество и темп будущего экономического роста [8, 11].

Более того, имеются исследования, раскрывающие по коэффициенту недостаточного инвести-

рования на большой выборке стран за продолжительный период времени проблему распределения инвестиций по странам. Она сводится к тому, что во всех рассмотренных странах присутствовало недоинвестирование на различную величину, что увеличивало расхождение в развитии этих стран [13], в том числе по причине разницы в совокупной производительности факторов. Структура инвестиций в государственном и частном секторах также влияла на то, насколько положительное влияние на рост оказывали государственные инвестиции, и как они усиливали или тормозили частные инвестиции [14, 15]. Данные исследования, вместе с тем, не учитывают все возможные обстоятельства, например эффект вытеснения государственных и частных инвестиций при соответствующей политике правительства на открытом рынке. Финансовая стратегия, функционирование финансового рынка, институты рынка труда могут оказывать сильное влияние на рост посредством изменения структуры инвестиций [16, 17]. Причем детерминирующие факторы весьма связаны, определяют изменение друг друга (коллинеарны). Это выступает ограничением в изучении их влияния с использованием аппарата множественной регрессии, усложняя алгоритм выбора соответствующей модели. Чем выше требования на рынке труда и сильнее регуляционные механизмы, и при этом емкость рынка не исчерпана в ходе несовершенной конкуренции, тем выше потребность замены трудоинтенсивных технологий капиталointенсивными технологиями. Это и формирует потребность в инвестициях в основной капитал. Они совместно с необходимостью обучения персонала обеспечивают рост инвестиций в человеческий капитал, так что замена труда технологиями не означает снижения инвестиций в человека. Тем самым имеется связь и определенных видов инвестиций, взаимно детерминирующих друг друга.

Особого разговора заслуживает состояние финансового рынка и связь финансовых и нефинансовых инвестиций [6], когда первые могут вытеснять вторые, а могут и стимулировать последние. Это зависит от многих факторов организации не только финансового рынка, но и институтов, регулирующих функционирование и взаимодействие реального и финансового секторов. Данное обстоятельство налагает необходимость учета чувствительности целевой функции — инвестиций — к параметрам макроэкономической политики, с учетом связности различных элементов экономики. Так, снижение процентной ставки может стимулировать инвестиции в основной капитал, но и приводить к увеличению потребления, снижению сбережений, что снизит потенциал кредитования со стороны банковской системы реального сектора в еще большей пропорции относительного финансового сектора, нежели прежде. Подобные возможные исходы обязательно требуется принимать во внимание, особенно в условиях возникновения до сих пор отсутствующих факторов, провоцирующих кризисные явления и снижение инвестиций, в частности «вирусной атаки» на экономику, развернутой в 2020 г.

«Ковидная» рецессия 2020 г., вызванная форс-мажорным фактором появления опасного вируса и связанная с противодействием ему посредством карантина и прямых ограничительных мер его распространению, отличается от всех предшествующих рецессий современного времени. Они обычно возникали по причине дестабилизации финансово-валютного рынка, девальвации национальной валюты, сильного оттока капитала, распространяя свое влияние на иные секторы экономики и другие страны. Настоящий кризис связан с тем, что ограничивается спрос и конкретные виды деятельности в экономике, а на другие производственная нагрузка возрастает (такая диспропорция вызывает реакцию повышения цен), однако она не способна противостоять масштабу мультипликации сокращения объемов по иным видам деятельности. Инвестиции свертываются при этом первыми, в связи с чем и финансовый рынок также серьезно задается [18]. При этом логика развертывания кризиса такова, что не имеет первоисточником финансовый сектор — он страдает одновременно с иными, первоначально транзакционными видами деятельности, поскольку борьба с вирусом требует ограничения контактов и сокращения перемещений (страдают туризм, общественное питание, ресторанный бизнес, гостиничный бизнес, аналогичные и связанными с ними сферы деятельности). Учитывая, что именно транзакционный сектор вносит определяющий

вклад в темп экономического роста российского хозяйства [5–7], сокращение его деятельности по многим направлениям сказывается на темпе роста. Эффект сжатия передается и на обрабатывающие секторы — в итоге возникает рецессия, показателем которой выступает и сокращение инвестиций.

Суммируя сказанное, возвращение к экономическому росту, тем более формирование его некой новой модели, на базе инвестиций как ведущего фактора (до сих пор длительный период в России основной вклад в темп роста вносило валовое потребление, но не инвестиционные расходы) требует проектирования инвестиционной функции экономического роста с подбором инструментов воздействия на нее, которые и будут составлять направления инвестиционной политики роста. Поэтому целью настоящего исследования выступает анализ состояния инвестиционной функции экономического роста в России до «ковидного» кризиса с выявлением наиболее релевантных инструментов влияния на оживление инвестиций как одного из весомых факторов роста. Методологическую основу составляет макроэкономический и регрессионный анализ, позволяющий подобрать инвестиционную функцию и определить ее чувствительность к разным инструментам макроэкономической политики. Тем самым задача должна сводиться не просто к увеличению нормы накопления, что не является гарантией экономического роста, а может рассматриваться как одно из условий, способных повлиять на экономический рост определенного темпа (но отнюдь не гарантировать его), но и обеспечению определенной динамики инвестиций¹.

Снятие ограничений на различные виды деятельности, безусловно, будет стимулировать их динамику и развитие сопряженных производств, однако возникший риск может блокировать инвестиции, тем самым инерционно сдерживать экономическое развитие перспективного периода. Таким образом, отскок по темпу роста наподобие 2010 г. относительно 2009 г. вряд ли в равнозначном ключе возможен в 2021 г. относительно 2020 г. Кроме того, проектирование инвестиционной функции экономического роста выступает полезной задачей на предмет установления перманентных связей между релевантными параметрами, влияющими на процесс и структуру инвестиций в российскую экономику. Именно рассматриваемый в следующем

¹ Именно доля инвестиций в валовом продукте и их темп роста совместно определяют вклад инвестиционной компоненты расходов в темп экономического роста страны (но не одна лишь доля — по норме накопления).

разделе набор релевантных параметров сильнее всего влиял на динамику не только инвестиций, но и валового внутреннего продукта², так как воздействовал на его структуру и темп развития элементов. Обозначим методологию исследования.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ФУНКЦИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА. МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Экономический рост, как известно, оценивается по динамике валового внутреннего продукта страны, причем валовые инвестиции являются компонентой этого продукта, измеряемого по расходам. Инструменты экономической политики влияют на компоненты ВВП, включая инвестиции, что и определяет как текущую, так и перспективную динамику экономики [19–20]. Как показал Я. Тинберген, число инструментов должно быть не меньше числа целей политики [20], однако данный принцип «целей-инструментов» может быть изменен в связи с тем, что один и тот же инструмент, влияя по-разному на компоненты целевой функции (ВВП), может действовать в одном направлении по каждой из компонент. Например, изменение (снижение) процентной ставки увеличивает инвестиции и валовое потребление, что усиливает положительное влияние на динамику валового внутреннего продукта. При этом возможны ситуации, когда один и тот же инструмент политики положительно влияет на одну компоненту, но отрицательно на другую, либо вообще на нее не влияет. В связи с этим задачу определения влияния инвестиций на экономический рост страны следует свести к определению степени влияния самих инвестиций на ВВП на прожитом интервале времени, установив тем самым имеющий место факт такой детерминации, а также построить инвестиционную функцию, выделив инструменты, влияющие на инвестиции, сняв проблему их коллинеарной связи. Выбранные инструменты влияния будут оказывать воздействие и на иные компоненты ВВП, так что потребуются оценить влияние их на величину продукта.

Конечно, обозначенный подход включает в себя те меры экономической политики, которые принимались на рассматриваемом интервале времени. Тем самым устанавливаемые связи включают в себя применявшиеся инструменты экономической политики. Возникает нетривиальная проблема

пролонгации применения этих инструментов. По всей видимости, если инструменты имеют высокую тесноту связи с функцией цели и положительно влияют на динамику иных ее компонент, включая и инвестиции, следует продолжать применение этих инструментов. В противном случае, если, например, они негативно влияют на иные компоненты ВВП, так что могут затормозить его рост, либо теснота связи с функцией цели не столь значима, коррекция применения таких инструментов должна осуществляться тактически при планировании мероприятий экономической политики на следующих интервалах времени.

Экономический рост детерминирован фактором труда и капитала, инвестициями [21]. Дальнейшее исследование влияния инвестиций на рост проведем согласно алгоритмической последовательности по этапам. Конечно, может оказаться очень важным то, как именно распределяются инвестиции между трудом и капиталом, задавая определенные перспективы экономического роста. Если в стране наиболее развиты трудоинтенсивные технологии, но существует потребность обновления капитала, то переход к такому обновлению может существенно ослабить экономический рост на некоем начальном интервале времени. Следовательно, возможно, что соотношение и состояние технологий во многом повлияет на эффективность инвестиций и экономическую динамику, которую они обеспечивают. Если темп создает наиболее оптимистические ожидания развития экономики, то именно на начальном этапе, видимо, будет полезно инвестировать трудоинтенсивные технологии. В этом случае они быстро дадут отдачу, но она должна быть такой, чтобы создать условия для режима технологического обновления и обучения персонала³. Уже на следующих этапах закономерно будет выглядеть ставка на капиталоемкие технологии и первоочередное замещение капитала его новыми формами.

Суммируя сказанное, уместно рассмотреть три этапа решения поставленной аналитической задачи.

Первое. Рассмотрим указанные базовые факторы роста (капитал, труд, инвестиции) в построенной модели множественной регрессии для российской экономики, определяя реакцию валовой добавлен-

² К таким параметрам относим: уровень монетизации, ключевую процентную ставку, риск, рентабельность, валютный курс, цену на нефть, налоговую нагрузку.

³ Отметим, что действенные методы макроэкономической и инвестиционной политики, которые бы учитывали структуру инвестиций, технологий, фондов и труда на сегодняшний день не создано. Обычно может применяться весьма сложный набор системных мер в рамках комбинированной экономической политики, направленной на структурную модификацию хозяйства и его секторов.

ной стоимости к величине ключевой процентной ставки, денежной массы M_3 ⁴.

Второе. Построим модель множественной регрессии валовой добавленной стоимости (Y) российской экономики в зависимости от следующих инструментов-факторов: X_1 — уровень монетизации, %; X_2 — риск⁵, млрд руб., в ценах 2011 г.; X_3 — ключевая ставка ЦБ РФ, %; X_4 — средний номинальный курс доллара, руб.; X_5 — среднегодовая цена нефти марки Urals, долл. США; X_6 — инфляция, %.

Общий вид регрессионной модели имеет следующую формулировку:

$$Y = a_0 + a_1 * X_1 + a_2 * X_2 + a_3 * X_3 + a_4 * X_4 + a_5 * X_5 + a_6 * X_6 + \varepsilon,$$

где a_i — коэффициенты регрессии; ε — стандартная ошибка модели.

Подбор регрессии осуществляется по программному модулю Gretl 2020b методом наименьших квадратов. Методом перебора строятся все возможные модели, мультиколлинеарность факторов выявляется методом парных корреляций с дальнейшей отбраковкой соответствующих вариантов моделей.

Проверка гетероскедастичности случайных ошибок регрессионной модели осуществлялась с использованием теста Бройша–Пагана. Итогом его применения стала гомоскедастичность дисперсий случайных ошибок рассмотренных регрессий для отобранного лучшего варианта модели. Согласно тесту Дарбина–Уотсона проверялась гипотеза об отсутствии автокорреляции остатков. Сравнивая статистику DW с теоретическими параметрами d_l и d_u , получили, что величина DW в отобранных моделях регрессий расположена в интервале $d_u < DW < 4 - d_u$. Это говорит об отсутствии автокорреляции. Аналогичный алгоритм применяется и для следующего шага исследования, касающегося непосредственно проектирования инвестиционной функции роста.

Третье. Построим модель множественной регрессии с целевой инвестиционной функцией (инвестиции в основной капитал — I) для российской экономики от следующих факторов: Z_1 — риск, млрд руб., в ценах 2011 г.; Z_2 — рентабельность, %; Z_3 — ключевая ставка ЦБ РФ, %; Z_4 — средний но-

минальный курс доллара, руб.; Z_5 — финансовые инвестиции, млрд руб., в ценах 2011 г. Уравнение регрессии имеет вид: $I = b_0 + b_1 * Z_1 + b_2 * Z_2 + b_3 * Z_3 + b_4 * Z_4 + b_5 * Z_5 + \varepsilon_1$, где b_i — коэффициенты регрессии; ε_1 — стандартная ошибка модели. Подбор моделей осуществляется методом наименьших квадратов, мультиколлинеарные факторы определяются методом парных корреляций и отбраковкой выбираются наилучшие модели регрессий.

Реализация указанных трех шагов позволит сформулировать общее заключение о влиянии инвестиций на экономический рост на изучаемом отрезке времени и возможностях инвестиционной политики стимулировать экономический рост в России в предстоящий период.

ИНСТРУМЕНТЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПОЛИТИКИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Осуществим поэтапное решение обозначенной выше аналитической задачи, позволяющее выявить влияние инвестиций на экономический рост российского хозяйства. Осуществим регрессионный анализ валового внутреннего продукта, оцениваемого по величине добавленной стоимости, выделив факторы, влияющие на его динамику, включая инвестиции в основной капитал. Также построим инвестиционную функцию, обеспечив ее исследование с точки зрения релевантных инструментов и проведения инвестиционной политики роста.

Результаты представлены на *рис. 1*, где построены модели валового внутреннего продукта в зависимости от инвестиций в основной капитал (I), основных фондов (K), среднесписочной численности работников (L) в ценах 2011 г. (а). Кроме того, получена модель, связывающая ВВП и следующие инструменты-факторы как денежная масса (M_3), цена на нефть (u), ключевая процентная ставка (*рис. 1, б*). Исходя из построенных графиков *рис. 1*, отражающих указанные модели, видно, что одно и то же изменение труда, инвестиций и основного капитала оказывает влияние на ВВП по силе в указанном порядке (труд, инвестиции, капитал). Это говорит о том, что на рассмотренном интервале равнозначное относительное увеличение каждой компоненты обеспечивало более сильное влияние на ВВП (увеличение) со стороны труда, затем инвестиций и основного капитала. Таким образом, можно говорить о преобладании трудоинтенсивных технологий. Даже исходя из коллинеарности инвестиций в основной капитал и фондов (в такой модели вопрос коллинеарности не снимался намеренно, чтобы показать раздельное влияние, а статистики

⁴ Под величиной денежной массы M_3 понимается сумма валюты вне банков; депозиты до востребования; временные, сберегательные и валютные депозиты; банковские и дорожные чеки; другие ценные бумаги, такие как депозитные сертификаты и коммерческие бумаги. Всемирный банк. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?view=chart> (дата обращения: 25.11.2020).

⁵ Под риском понимается среднее квадратическое отклонение валовой прибыли.

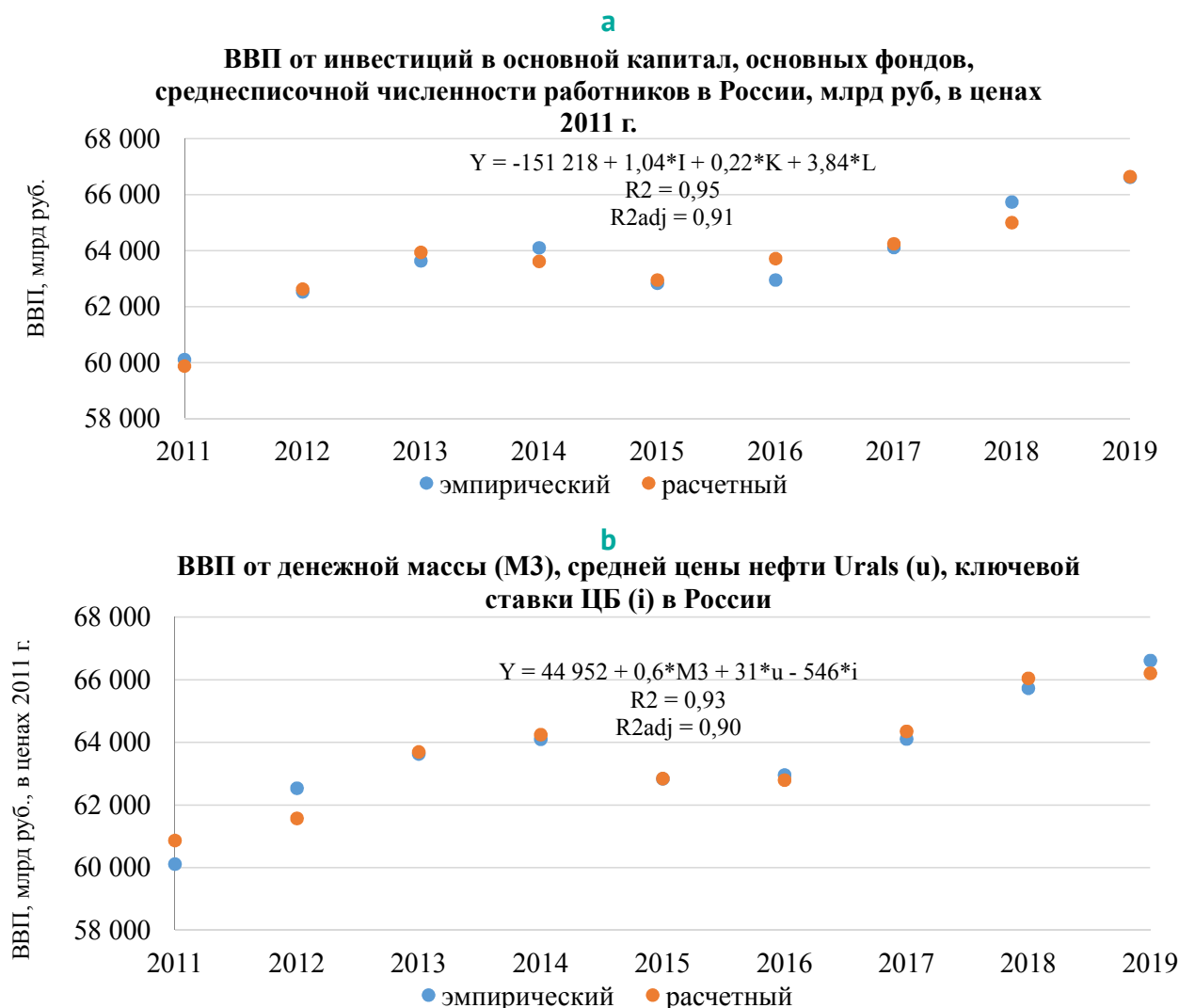


Рис. 1 / Fig 1. Модели ВВП России от капитала, труда и инвестиций* (а), денежной массы, цены на нефть и ключевой процентной ставки (б), 2011–2019 гг. / Models of Russia's GDP from capital, labour and investment (a), money supply, oil price and key interest rate (b), 2011–2019**

Источник / Source: составлено автором по данным Всемирного банка / compiled by the author based on data from the World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?view=chart>; <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?view=chart>; <https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.DPST?view=chart>; <https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LEND?view=chart>; Росстат: <https://www.gks.ru/accounts>; ЕМИСС: URL: <https://www.fedstat.ru/indicator/43007>; <https://www.fedstat.ru/indicator/58699>; <https://www.fedstat.ru/indicator/58538>; <https://www.fedstat.ru/indicator/40442>. (дата обращения: 04.10.2020) / (accessed on 04.10.2020).

* Статистики модели: F-критерий = 29,2; D-W-расчет. = 2,1 € [1,32; 2,68]; Тест Уайта: χ^2 расчет. = 1,12; χ^2 крит. = 15,5. Регрессионная статистика: Множественный R = 0,97264932609489; R^2 = 0,946046711552844; Нормированный R^2 = 0,913674738484551; Стандартная ошибка 553,772831037142 (наблюдений 9).

** Статистики модели: F-критерий = 23,8; D-W-расчет. = 2,5 € [1,32; 2,68]; Тест Уайта: χ^2 расчет. = 0,45; χ^2 крит. = 15,5. Регрессионная статистика: Множественный R = 0,966665269362855; R^2 = 0,934441742992362; Нормированный R^2 = 0,895106788787779; Стандартная ошибка 610,430723626548 (наблюдений 9).

модели являются весьма значимыми), тем не менее, фактор труда оказывается более значимым во влиянии на изменение ВВП — и в таком варианте рассмотрения (при двухфакторной модели).

В построенной модели ВВП (рис. 1, а) от инвестиций, капитала и труда, конечно, не видны инвести-

ции в человеческий капитал, которые могут играть важную роль для долгосрочного экономического роста. Однако, учитывая высокое значение труда в экономическом росте и очень ограниченные возможности по фондам (технологиям), учитывая ограничения по инвестиционной динамике, види-

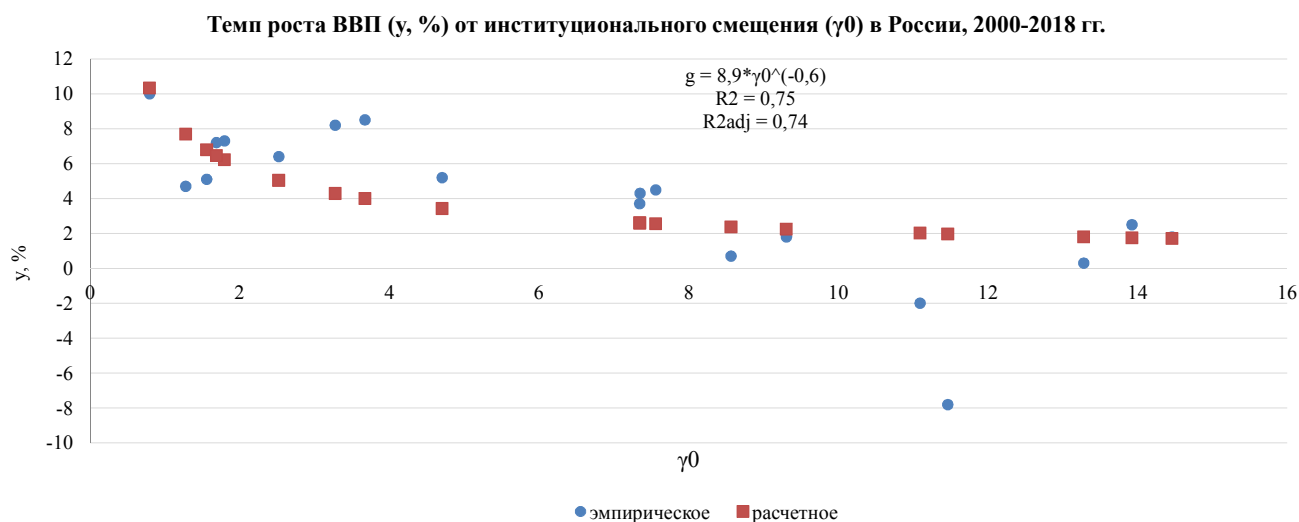


Рис. 2 / Fig 2. Институциональное смещение финансового рынка (γ_0) и темп роста российской экономики*, 2000–2018 гг. / Institutional displacement of the financial market (γ_0) and the growth rate of the Russian economy, 2000–2018

Источник / Source: составлено автором по данным Росстата / compiled by the author based on Rosstat data. URL: https://www.gks.ru/investment_nonfinancial; <https://www.gks.ru/folder/14476>; [https://www.gks.ru/storage/mediabank/tab1\(2\).htm](https://www.gks.ru/storage/mediabank/tab1(2).htm); https://www.gks.ru/investment_nonfinancial; <https://www.gks.ru/folder/14476>; [https://www.gks.ru/storage/mediabank/tab1\(2\).htm](https://www.gks.ru/storage/mediabank/tab1(2).htm) (дата обращения: 04.10.2020) / (accessed on 04.10.2020).

* Статистики модели: F-критерий = 11; D-W-расчет. = 1,8 ∈ [1,4; 2,6]; Тест Уайта: χ^2 расчет. = 11,3; χ^2 крит. = 28,9.

мо, большую потребность российская экономика испытывает в технологической и в этом ключе фондовой модернизации. Под это направление далее потребуются подстраивать обучение и переобучение персонала. На *рис. 1*, справа, отчетливо видно из представленной модели, что увеличение денежной массы, и особенно цены на нефть, положительно влияет на валовой внутренний продукт — действует на его увеличение. Рост же ключевой процентной ставки снижает величину валового внутреннего продукта.

Таким образом, на рассмотренном интервале времени в рамках проводимой макроэкономической политики стабилизации и стимулирования роста, несмотря на весьма скромный темп роста российской экономики, сформировались более или менее точные соотношения, показывающие, что монетизация в целом способствует росту ВВП, как и использование фактора «труд», а также инвестиций в основной капитал. Вместе с тем модели показывают необходимость снижения ключевой процентной ставки, что и наблюдалось после рецессии 2015–2016 гг., а также необходимость дальнейших усилий по увеличению влияния инвестиций на экономическую динамику.

Однако в чем должны состоять подобные усилия? Структурная проблема, которая обычно не учитывается при разработке стандартных мер ма-

кроэкономической и инвестиционной политики, состоит в росте смещения финансового рынка относительно иных видов экономической деятельности. Это обстоятельство выражается в росте параметра институционального смещения γ_0 [7, с. 74–76] по причине непропорционального увеличения финансовых инвестиций относительно инвестиций в нефинансовые активы при снижении процентных ставок⁶. Именно за счет указанного эффекта стимулирование роста, как и инвестиций, снижение процентных ставок может оказаться неочевидным, так как рост институционального смещения будет тормозить экономический рост, что и наблюдалось в России, когда снижение процентной ставки уже не оказывало сильного влияния на темп экономического роста (*рис. 2*). Однако в целом это снижение процентных ставок стимулировало увеличение ВВП, что и подтверждается приводимыми моделями. При снижении ключевой процентной ставки финансовые инвестиции возрастали в России в несколько раз больше, нежели инвестиции в нефинансовые активы, что резко увеличивало смещение γ_0 . Увеличение институционального смещения финансового рынка сопровождалось в России в среднем снижением темпа роста на рассмотренном интервале времени (*рис. 2*).

⁶ Финансовые и нефинансовые инвестиции оценивались в ценах 2005 г. для расчета параметра γ_0 .

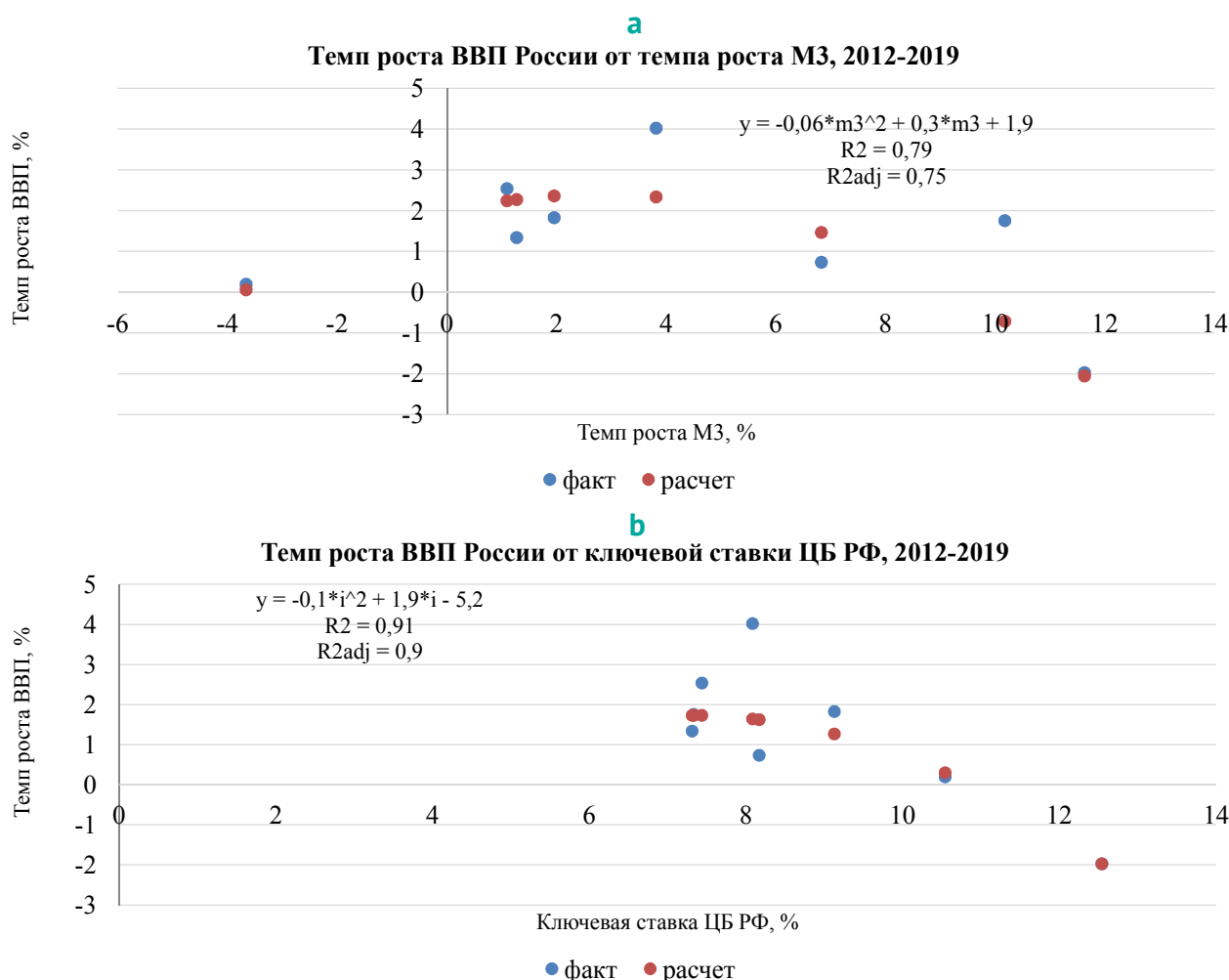


Рис. 3 / Fig. 3. Темп роста ВВП России и темп роста M_3 (а)*, ключевой процентной ставки (б) , 2012–2019 гг. / Russian GDP growth rate and M_3 growth rate (a), key interest rate (b), 2012–2019**

Источник / Source: составлено автором на основе данных Всемирного банка, Росстата, ЦБ РФ / compiled by the author according to the World Bank, Rosstat, Central Bank of the Russian Federation. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS?view=chart>; <https://www.gks.ru/accounts>; <https://www.gks.ru/accounts>; https://cbr.ru/hd_base/keyrate/ (дата обращения: 04.10.2020) / (accessed on 04.10.2020).

* Статистики модели: F-критерий = 27,0; D-Врасчет. = 1,4 € [1,33; 2,67]; Тест Уайта: χ^2 расчет. = 8,6; χ^2 крит. = 14,1.

** Статистики модели: F-критерий = 39,2; D-Врасчет. = 1,34 € [1,33; 2,67]; Тест Уайта: χ^2 расчет. = 2,9; χ^2 крит. = 14,1.

На рис. 3 показаны эмпирические точки и по ним подобраны модели, отражающие связь темпа роста ВВП России с темпом роста денежной массы M_3 и изменением ключевой процентной ставки в период 2012–2019 гг. Как видим, снижение ключевой процентной ставки сопровождалось повышением темпа роста. Изменение динамики денежной массы имеет связь с темпом роста более сложную для российской экономики, а именно — с увеличением темпа роста денежной массы от отрицательных значений до +4% темп роста ВВП России увеличивался, при более высокой динамике денежной массы (выше 4%) — понижался. Следовательно, на рассмотренном интервале времени имелось явное ограничение на прирост денежной массы, вытекающее из влияния

динамики денежной массы на темп экономического роста. Такое влияние может быть обусловлено воздействием иных факторов, оказывающихся не менее, а даже более релевантными по влиянию на темп роста в какие-то периоды, нежели динамика денежной массы. Особо следует заметить, что, по всей видимости, влияние темпа роста денежной массы на темп экономического роста будет изменяться в зависимости и от имеющегося на данный момент уровня монетизации. При относительно низком уровне монетизации (40–60%) это влияние может оказаться более существенным, при более высоком уровне монетизации — существенно меньшим. Если для какого-то интервала времени определено такое влияние, совсем не факт, что его

Таблица 1 / Table 1

**Сравнительные характеристики моделей для ВВП России /
Comparative characteristics of models for Russia's GDP**

Показатель / Index	1	2	3	4	5
R^2	0,86	0,82	0,8	0,8	0,8
R^2_{adj}	0,78	0,71	0,69	0,68	0,7
F-критерий	10,5	7,6	6,9	6,7	6,9
P-значение (F)	0,014	0,026	0,032	0,033	0,032
Стат. Дарбина – Уотсона	1,8	1,3	1,3	1,4	1,3
Значимые / коэффициенты регрессии перед факторами	$- / X_1, X_2, X_3$	$X_2 / X_1, X_6$	$X_2 / X_4, X_6$	$X_2 / X_3, X_5$	$X_2 / X_5, X_6$

Источник / Source: составлено автором на основе построенных моделей в программе Gretl 2020b / compiled by the author based on the models built in Gretl 2020b.

можно перенести на следующий период, на котором возможно возникновение иной комбинации факторов, влияющих на экономический рост и становящихся более значимыми.

Тем не менее, если осуществлять оценку лагов влияния, то, выявив некую связь, ее вполне возможно перенести на следующий период, тем самым представляя денежно-кредитную политику последующего этапа в зависимости от результатов предыдущего и корректируя ее с учетом нарастаемого эффекта, прогнозируя возможное изменение установленной связи. Полезна будет методика сценарной проектировки, когда один сценарий может быть заменен по ходу реализации другим оцененным вариантом.

Однако проведенный анализ показывает, что в рассмотренном периоде для российской экономики и снижение ключевой процентной ставки, повлекшее за собой снижение прочих процентных ставок, и увеличение темпа роста денежной массы не более 4% в целом содействовало увеличению темпа экономического роста. Хотя снижение процентной ставки неочевидно влияло на темп, скорее влияло на возможность увеличения ВВП, но меньшим темпом. Скорее всего, повлияли иные факторы, которые тормозили рост, не давали повысить темп, так что понижение ключевой процентной ставки не обеспечило ускорения темпа, но исполняло позитивную функцию стимулирования роста. Интересный эффект обнаруживала российская экономика в 2000–2018 гг., когда со снижением процентной ставки сбережения не сокращались, а почти в 2 раза

возросли [22, с. 22–23]. Тем самым, казалось бы, классические связи и закономерности опровергаются практикой развития конкретной экономики, что требует выяснения не только причин изменения данных параметров, но и их связей, что представляется более сложной задачей.

Таким образом, осуществленная здесь оценка влияния на рост сразу включает проводимые меры политики на указанном периоде, как бы не критиковалась проводимая политика и не выдвигались предложения более значительной монетизации. В текущем режиме, осуществляя такую монетизацию более высоким темпом, можно было снизить темп роста, а переведя экономику на новый более высокий уровень монетизации, изменить закон связи темпа экономического роста и темпа роста денежной массы. Это потребовалось бы определить и учесть при дальнейшем формировании денежно-кредитной политики.

Далее реализуем следующий этап исследования, сводимый к построению множественной регрессии ВВП (Y — определяется по валовой добавленной стоимости), зависящего от изменения набора указанных инструментов. По методу парных корреляций мультиколлинеарными являются следующие пары факторов для множественной регрессии валовой добавленной стоимости российской экономики: X_1-X_4 ; X_1-X_5 ; X_3-X_6 ; X_4-X_5 (обозначение факторов см. предыдущий параграф).

Применяя метод последовательного исключения мультиколлинеарных факторов, отберем наилучшие с позиций рассчитываемых статистик — наиболее значимые модели:

Таблица 2 / Table 2

**Сравнительные характеристики моделей для инвестиций в основной капитал в России /
Comparative characteristics of models for investment in fixed assets in Russia**

Показатель / Index	M1	M2	M3	M4
R ²	0,745	0,665	0,679	0,431
R ² _{adj}	0,592	0,464	0,572	0,241
F-критерий	4,9	3,3	6,4	2,3
P-значение (F)	0,06	0,12	0,03	0,18
Стат. Дарбина–Уотсона	2,4	2,2	2,2	1,9
Значимые / коэффициенты регрессии перед факторами	const, Z ₃ / Z ₂ , Z ₄	const / Z ₁ , Z ₃ , Z ₄	const, Z ₃ / Z ₅	const, Z ₄ / Z ₅

Источник / Source: составлено автором на основе построенных моделей в программе Gretl 2020b / compiled by the author based on the models built in Gretl 2020b.

$$1) Y = 53\,997 + 255 \cdot X_1 + 6 \cdot X_2 - 675 \cdot X_3;$$

$$2) Y = 56\,883 + 64 \cdot X_1 + 16 \cdot X_2 - 87 \cdot X_6;$$

$$3) Y = 59\,264 + 19 \cdot X_2 - 3 \cdot X_4 - 33 \cdot X_6;$$

$$4) Y = 58\,815 + 20 \cdot X_2 - 18 \cdot X_3 + 2 \cdot X_5;$$

$$5) Y = 59\,131 + 19 \cdot X_2 + 0,9 \cdot X_5 - 35 \cdot X_6.$$

Статистики моделей собраны в табл. 1⁷.

Исходя из данных табл. 1, наилучшая из построенных регрессионных моделей для валовой добавленной стоимости российской экономики имеет вид:

$$Y = 53\,997 + 255 \cdot X_1 + 6 \cdot X_2 - 675 \cdot X_3.$$

Из модели, очищенной от коллинеарных инструментов-факторов, видно, что монетизация позволяла наращивать валовую добавленную стоимость (увеличение монетизации сопровождало увеличение добавленной стоимости). Но ключевая процентная ставка, увеличиваясь, снижала возможность роста добавленной стоимости. Интересно отметить, что на рассмотренном интервале времени увеличение добавленной стоимости происходило с ростом риска ведения хозяйственной деятельности (по дисперсии прибыли). Это говорит о неустойчивой динамике и экономическом развитии с исчерпывающим потенциалом.

Завершающий этап исследования предполагает оценку множественной регрессии для инвестиций

в основной капитал. Метод парных корреляций выявляет мультиколлинеарные пары факторов: Z₁-Z₂; Z₁-Z₅; Z₂-Z₅; Z₄-Z₅. Исключая коллинеарные факторы, приходим к наиболее значимым четырем моделям: M1-M4. Наиболее часто применяемые статистики приводятся (для периода 2011–2019 гг., девять точек), в виде сравнительной характеристики моделей в табл. 2⁸.

$$M1: I = 14\,441 - 103 \cdot Z_2 - 270 \cdot Z_3 + 2,3 \cdot Z_4;$$

$$M2: I = 12\,946 + 1,6 \cdot Z_1 - 155 \cdot Z_3 - 12,3 \cdot Z_4;$$

$$M3: I = 13\,546 - 226 \cdot Z_3 - 0,006 \cdot Z_5;$$

$$M4: I = 11\,986 - 35 \cdot Z_4 + 0,02 \cdot Z_5.$$

Исходя из сводных результатов табл. 2, модель M1 является наиболее значимой из рассматриваемых: $I = 14\,441 - 103 \cdot Z_2 - 270 \cdot Z_3 + 2,3 \cdot Z_4$. Из данной модели видно, что повышение процентной ставки тормозило инвестиции, однако ослабление рубля способствовало инвестициям. Рентабельность в среднем понижалась совместно с инвестициями, чем и вызвано ее влияние в рамках подобранной модели на совокупную величину инвестиций. Кстати, структурный аспект распределения инвестиций по секторам сильно привязан к разнице в рентабельности этих секторов (показано в следующем разделе). Более высокие прибыли не приводили к росту инвестиций на рассмотренном отрезке развития российской экономики. Данное обстоятельство отражает полученная регрессионная модель, которая воплощает инвестиционную функцию.

⁷ Здесь и далее — в таблицах представлены наиболее часто сравниваемые статистические показатели. Также рассчитывались тест Бройша–Пагана, критерии Акаике, Хенна–Куинна, Шварца и т.д. Все критерии выполнены и являются удовлетворительными со статистической точки зрения. Используется программный модуль Gretl 2020b.

⁸ Также рассчитывались тест Бройша–Пагана, критерии Акаике, Хеннана–Куинна, Шварца и другие по программе Gretl 2020b. Все критерии выполнены.

Повышение риска сопровождало увеличение инвестиций, а финансовые инвестиции сдерживали инвестиции в основной капитал (модель М3) [6, 7].

Таким образом, применение инструментов инвестиционной политики роста в России требует системного измерения. Изменения известных макроэкономических агрегатов — денежной массы, процентной ставки или валютного курса, могут оказать существенное влияние на инвестиции и рост, но, чтобы оно было целевым и систематическим, требуется изменение структурных параметров экономики и базовых институтов, усиливающих это влияние.

РЕСУРСЫ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СЕКТОРОВ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

В современной дискуссии об экономическом росте России [1, 2, 5] затрагивается вопрос об источниках инвестиций⁹, но обычно остаются в стороне два немаловажных аспекта: касающихся как агентов, способных распорядиться этими ресурсами, почерпнутыми из известных источников, так и агентов, способных принять и реализовать инвестиции с заданной эффективностью. Также не осуществляется оценка имеющихся ресурсов, сосредоточенных в секторах российской экономики. Речь идет о тех секторах (транзакционных и сырьевых), благополучие которых возросло на свертывании других видов деятельности (обрабатывающих секторов) в предшествующий период. Они получили в силу этого, скорее всего, завышенный или избыточный ресурс, который также может быть использован для выравнивания ситуации в секторальном разрезе, что и может составлять сценарий структурной политики, способной изменить модель экономического роста в России. Такая структурная трансформация позволила бы обеспечить добавочные инвестиции в те направления, которые необходимо развивать, например ставя задачу индустриализации [23]. Тем самым эффективные структурные изменения [24] могут весьма значимо влиять на совокупную производительность и поддерживать экономический рост. Что касается иностранных инвестиций [25], то для российской экономики они не составляли значимого инвестиционного ресурса и не будут представлять такового по причине имеющегося набора известных ограничений.

⁹ Имеется в виду объем инвестируемого ресурса и его нахождение, например валютные резервы страны либо накопленный ресурс (Фонд национального благосостояния), сбережения граждан, сосредоточенные в банковской системе, располагающей потенциалом для инвестиций, увеличение государственного долга и др. [1].

В завершение исследования рассмотрим структурно-инвестиционную проблему развития российской экономики (рис. 4, 5). На рисунках показано изменение численности занятых и величины основных фондов в ценах 2005 г. за период 2006–2019 гг. в обрабатывающем и транзакционно-сырьевом секторах¹⁰ российской экономики.

Как видим из рис. 4, 5, обрабатывающий сектор показывал меньшую рентабельность по сравнению с транзакционно-сырьевым, что и обеспечивало разницу в инвестициях и существенно отличающийся приток основных фондов с явным преобладанием в сторону транзакционно-сырьевого сектора. Это и явилось следствием в распределении инвестиций между этими двумя базовыми экономическими секторами. Причем из обработки наблюдался преимущественно отток занятого персонала, а в транзакционно-сырьевой сектор приток кадров (рис. 5, а).

За рассмотренный период необходимо отметить, что снижался приток основных фондов в двух секторах (рис. 5, б), но и масштаб перемещения кадров из одного сектора в другой также понижался (рис. 5, а). Это обстоятельство говорит о свертывании экономической динамики вследствие отрицательной динамики инвестиций, особенно в 2013–2016 гг. Кризис 2020 г. не изменит ситуации, наоборот, обострит проблему недоинвестирования российской экономики — особенно в секторальном разрезе.

¹⁰ В состав обрабатывающего сектора входят виды деятельности: обрабатывающие производства; строительство (по ОКВЭД Росстата). В состав транзакционно-сырьевого сектора входят виды деятельности: сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство; добыча полезных ископаемых; обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха; водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов; деятельность по ликвидации загрязнений; торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов; транспортировка и хранение; деятельность гостиниц и предприятий общественного питания; деятельность в области информации и связи; деятельность финансовая и страховая; деятельность по операциям с недвижимым имуществом; деятельность профессиональная, научная и техническая; деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги; государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение; образование; деятельность в области здравоохранения и социальных услуг; деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений; предоставление прочих видов услуг. Рентабельность проданных товаров, продукции (работ, услуг) как среднее арифметическое по видам деятельности, входящим в сектор. Росстат URL: https://rosstat.gov.ru/bgd/regl/b20_11/IssWWW.exe/Stg/d01/15-09.doc (дата обращения: 01.10.2020).



Рис. 4 / Fig 4. Изменение численности занятых (а) и основных фондов (б) в секторах (обрабатывающий и трансакционно-сырьевой) российской экономики, 2006–2019 гг. / Change in the number of employed (a) and fixed assets (b) in the sectors (manufacturing and transactional raw materials) of the Russian economy, 2006–2019

Источник / Source: составлено автором по данным: Росстата / compiled by the author based on data: Rosstat. URL: https://rosstat.gov.ru/labour_force; https://rosstat.gov.ru/free_doc/new_site/finans/fin12_bd.htm; https://rosstat.gov.ru/free_doc/new_site/business/osnfond/nal_ved2.htm (дата обращения: 04.10.2020) / (accessed on 04.10.2020).

При этом обрабатывающий сектор более рискованный с точки зрения ведения экономической деятельности относительно трансакционно-сырьевого сектора, причем в среднем в 2 раза [7], и находится в перманентном состоянии дефицита ресурсов на развитие. Низкая рентабельность и высокий риск (по среднеквадратическому отклонению валовой прибыли) подтверждают фактически блокирование необходимой для развития инвестиционной динамики, объясняют перемещение трудового ресурса в трансакционные и сырьевые сектора. Значительно более высокий приток основных фондов обусловлен работой сырьевого сектора в рамках рассматриваемого агрегата в виде трансакционно-сырьевого сектора экономики

России. Причем важно отметить, что снижение риска в трансакционном секторе сопровождалось ростом инвестиций, а в нетрансакционном секторе¹¹ рост инвестиций происходил с повышением риска [22, с. 21]. В итоге общая величина инвестиций показывала весьма сложную зависимость от риска ведения экономической деятельности. Связь, что меньшему

¹¹ Можно использовать и такую макроагрегатную разбивку на два сектора. Риск по агрегированным секторам рассчитывается как среднее квадратичное отклонение прибыли в ценах 2005 г. Прибыль суммируется по видам деятельности, входящим в сектор. Росстат https://rosstat.gov.ru/bgd/regl/b20_11/IssWWW.exe/Stg/d01/15-04.doc (дата обращения: 01.10.2020).

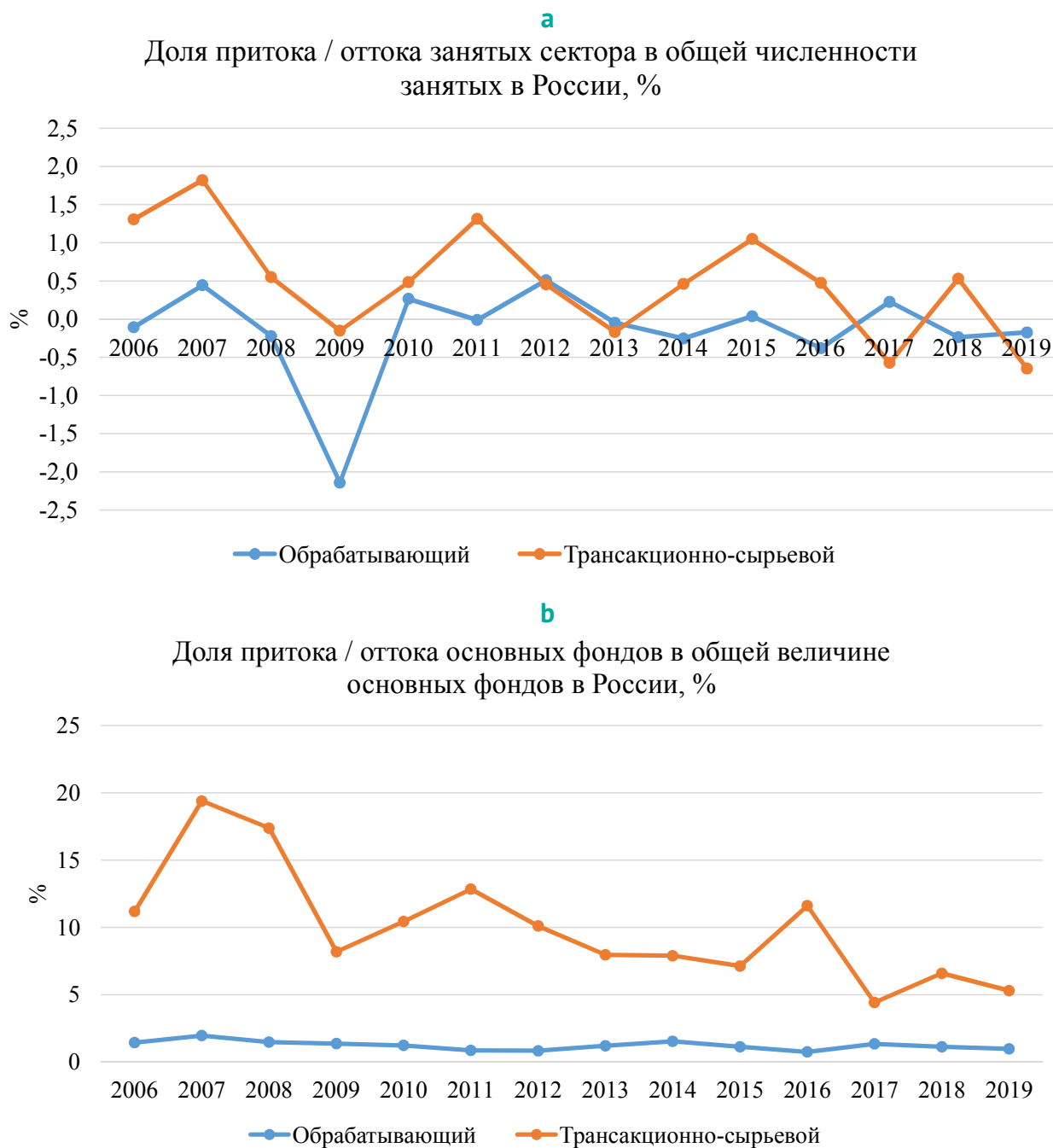


Рис. 5 / Fig 5. Доля притока/оттока занятых (а) и основного капитала (б) в общей величине занятых и фондов в секторах экономики России, 2006–2019 гг. / The share of inflow / outflow of employed (a) and fixed capital (b) in the total amount of employed and funds in the sectors of the Russian economy, 2006–2019

Источник / Source: составлено автором по данным Росстат / compiled by the author based on Rosstat data. URL: https://rosstat.gov.ru/labour_force; https://rosstat.gov.ru/free_doc/new_site/business/osnfond/nal_ved2.htm (дата обращения: 04.10.2020) / (accessed on 04.10.2020).

риску отвечают большие инвестиции, не была столь однозначной, тем более, что общий риск в российской экономике на рассматриваемом отрезке времени возрастал, а инвестиции в среднем понижались.

Следовательно, обобщая сказанное, помимо макроэкономической инвестиционной функции,

с помощью которой возможно изучить общие параметры влияния инвестиций на рост, требуется рассмотрение системного ракурса задач инвестиционной политики, включая задействование ресурсов, сосредоточенных в самих экономических секторах. Тем самым удастся сделать структурно-инвести-

ционную политику центральным инструментом новой политики экономического роста, преодолевая возникающий кризис, какими бы причинами он не был вызван.

ВЫВОДЫ

Подводя итог проведенному исследованию, сформулируем основные выводы, касающиеся активизации инвестиций как будущего локомотива роста российской экономики.

Во-первых, общая макроэкономическая политика, ориентирующаяся на агрегатные показатели (как норму накопления), требует общего вектора на увеличение инвестиций в валовом продукте и повышения их динамизма, что и обеспечит увеличение вклада инвестиций в темп экономического роста. Однако без учета структуры распределения инвестиций данная политика не принесет долгосрочных выгод российской экономике.

Во-вторых, требуется снижение общего риска ведения хозяйственной деятельности, особенно в обрабатывающих секторах и в целом по экономике, а также дальнейшего применения таких инструментов, как монетизация (темпом не выше 4% по увеличению M_3), снижение процентных ставок (данная мера уже применяется), даже при неоднозначном влиянии последнего инструмента на динамику инвестиций, поскольку значимыми оказываются иные факторы и структурно-институциональные условия. Полезным инструментом будет управляемое снижение курса национальной валюты, позитивно влияющее на инвестиционную функцию и проведение политики замещения импорта, что также будет способствовать активизации инвестиций.

В-третьих, особым направлением инвестиционной политики можно считать выправление структурных диспропорций российской экономики, в частности сильное превосходство, требующее элиминирования, инвестиций в финансовые активы над инвестициями в нефинансовые активы, транзакционного и сырьевого секторов над обрабатывающим сектором, что выражается в динамике обновления фондов и перемещении трудового ресурса. Данная динамика также влияет на инвестиции в сторону их торможения, деформируя их структуру. Распределение инвестиций между новыми и устаревающими технологиями таково, что не способствует повышению общей технологичности [22], а это говорит о значимости структурных и институциональных факторов в инвестиционной функции, без учета которых классический макроэкономический вид инвестиционной функции, построенной на агрегатах, вряд ли приведет к успешной реализации инвестиционной политики.

Таким образом, возможности использования инвестиционной функции роста российской экономики выходят за сугубо макроэкономические рамки агрегатного подхода к ее проектированию, хотя полезность этого подхода, примененного в настоящей статье, не вызывает сомнений. Он должен в перспективе сопровождаться структурным анализом, а в инвестиционную функцию включаться фактор риска и рентабельности, детерминирующие распределение инвестиций в экономике между направлениями использования, что и было здесь предпринято на агрегированном уровне анализа для общей величины инвестиций в основной капитал.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Выражаю признательность кандидату экономических наук Е.Н. Ворончихиной за помощь в проведении расчетов на программном модуле Gretl 2020b.

ACKNOWLEDGEMENT

I express my deep gratitude to E.N. Voronchikhina, Candidate of Economics, for her help in carrying out calculations using the software module Gretl 2020b.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Аганбегян А.Г. Сокращение инвестиций — гибель для экономики, подъем инвестиций — ее спасение. *Экономические стратегии*. 2016;18(4):74–83.
2. Глазьев С.Ю. О путях обеспечения роста российской экономики. *Научные труды Вольного экономического общества России*. 2017;203(1):229–242.
3. Маевский В.И., Малков С.Ю., Рубинштейн А.А. Анализ экономической динамики США, СССР и России с помощью модели ПРВ. *Вопросы экономики*. 2018;(7):82–95. DOI: 10.32609/0042–8736–2018–7–82–95
4. Teixeira A.A., Queirós A.S. Economic growth, human capital and structural change: A dynamic panel data analysis. *Research Policy*. 2016;45(8):1636–1648. DOI: 10.1016/j.respol.2016.04.006
5. Сухарев О.С. Экономический рост, институты и технологии. М.: Финансы и статистика; 2014. 464 с.

6. Sukharev O.S., Voronchikhina E.N. Financial and non-financial investments: Comparative econometric analysis of the impact on economic dynamics. *Quantitative Finance and Economics*. 2020;4(3):382–411. DOI: 10.3934/QFE.2020018
7. Сухарев О.С. Инвестиции в транзакционный сектор и в финансовые активы: влияние на экономический рост. *Финансы: теория и практика*. 2020;24(3):60–80. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–3–60–80
8. Хелпман Э. Загадка экономического роста. Пер. с англ. М.: Изд-во Института Гайдара; 2011. 240 с.
9. Saviotti P.P., Pyka A., Jun B. Education, structural change and economic development. *Structural Change and Economic Dynamics*. 2016;38:55–68. DOI: 10.1016/j.strueco.2016.04.002
10. Alonso-Carrera J., Raurich X. Demand-based structural change and balanced economic growth. *Journal of Macroeconomics*. 2015;46:359–374. DOI: 10.1016/j.jmacro.2015.10.005
11. Samaniego R.M., Sun J. Y. Productivity growth and structural transformation. *Review of Economic Dynamics*. 2016;21:266–285. DOI: 10.1016/j.red.2015.06.003
12. Zeira J., Zoabi H. Economic growth and sector dynamics. *European Economic Review*. 2015;79:1–15. DOI: 10.1016/j.euroecorev.2015.06.007
13. Perelman S., Walheer B. Economic growth and under-investment: A nonparametric approach. *Economics Letters*. 2020;186:108824. DOI: 10.1016/j.econlet.2019.108824
14. Afonso A., St. Aubyn M. Economic growth, public, and private investment returns in 17 OECD economies. *Portuguese Economic Journal*. 2019;18(1):47–65. DOI: 10.1007/s10258–018–0143–7
15. Afonso A., Jalles J. How does fiscal policy affect investment? Evidence from a large panel. *International Journal of Finance and Economics*. 2015;20(4):310–327. DOI: 10.1002/ijfe.1518
16. Calcagnini G., Giombini G., Travaglini G. A theoretical model of imperfect markets and investment. *Structural Change and Economic Dynamics*. 2019;50:237–244. DOI: 10.1016/j.strueco.2019.07.005
17. Swamy V., Dharani M. The dynamics of finance-growth nexus in advanced economies. *International Review of Economics & Finance*. 2019;64:122–146. DOI: 10.1016/j.iref.2019.06.001
18. Sukharev O.S. Economic crisis as a consequence COVID-19 virus attack: Risk and damage assessment. *Quantitative Finance and Economics*. 2020;4(2):274–293. DOI: 10.3934/QFE.2020013
19. Tinbergen J. The duration of development. *Journal of Evolutionary Economics*. 1995;5(3):333–339. DOI: 10.1007/BF01198312
20. Tinbergen J. Economic policy: Principles and design. Amsterdam: North-Holland; 1956. 276 p.
21. Анчишкин А.И. Прогнозирование темпов и факторов экономического роста. М.: МАКС Пресс; 2003. 300 с.
22. Сухарев О.С. Инвестиционная политика экономического роста. *Вестник Южно-Российского государственного технического университета (Новочеркасского политехнического института)*. Серия: Социально-экономические науки. 2020;13(2):7–27. DOI: 10.17213/2075–2067–2020–2–7–27
23. Romano L., Traù F. The nature of industrial development and the speed of structural change. *Structural Change and Economic Dynamics*. 2017;42:26–37. DOI: 10.1016/j.strueco.2017.05.003
24. Vu K.M. Structural change and economic growth: Empirical evidence and policy insights from Asian economies. *Structural Change and Economic Dynamics*. 2017;41:64–77. DOI: 10.1016/j.strueco.2017.04.002
25. Iamsiraroj S. The foreign direct investment — economic growth nexus. *International Review of Economics & Finance*. 2016;42:116–133. DOI: 10.1016/j.iref.2015.10.044

REFERENCES

1. Aganbegyan A. G. Reduction of investments is destruction for the economy, growth of investments is its salvation. *Ekonomicheskie strategii = Economic Strategies*. 2016;18(4):74–83. (In Russ.).
2. Glaz'ev S. Yu. Thoughts about the ways to ensure economic growth of Russia. *Nauchnye trudy Vol'nogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii = Scientific Works of the Free Economic Society of Russia*. 2017;203(1):229–242. (In Russ.).
3. Maevsky V.I., Malkov S. Yu., Rubinstein A.A. Analysis of the economic dynamics of the US, the USSR and Russia using the SMR-model. *Voprosy ekonomiki*. 2018;(7):82–95. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2018–7–82–95
4. Teixeira A.A., Queirós A.S. Economic growth, human capital and structural change: A dynamic panel data analysis. *Research Policy*. 2016;45(8):1636–1648. DOI: 10.1016/j.respol.2016.04.006
5. Sukharev O.S. Economic growth, institutions and technologies. Moscow: Finansy i statistika; 2014. 464 p. (In Russ.).
6. Sukharev O.S., Voronchikhina E.N. Financial and non-financial investments: Comparative econometric analysis of the impact on economic dynamics. *Quantitative Finance and Economics*. 2020;4(3):382–411. DOI: 10.3934/QFE.2020018

7. Sukharev O.S. Investments in the transactional sector and in financial assets: Impact on economic growth. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2020;24(3):60–80. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–3–60–80
8. Helpman E. The mystery of economic growth. Cambridge, MA: Belknap Press; 2010. 240 p. (Russ. ed.: Helpman E. Zagadka ekonomicheskogo rosta. Moscow: Gaydar Institute Publ.; 2011. 240 p.).
9. Saviotti P.P., Pyka A., Jun B. Education, structural change and economic development. *Structural Change and Economic Dynamics*. 2016;38:55–68. DOI: 10.1016/j.strueco.2016.04.002
10. Alonso-Carrera J., Raurich X. Demand-based structural change and balanced economic growth. *Journal of Macroeconomics*. 2015;46:359–374. DOI: 10.1016/j.jmacro.2015.10.005
11. Samaniego R.M., Sun J.Y. Productivity growth and structural transformation. *Review of Economic Dynamics*. 2016;21:266–285. DOI: 10.1016/j.red.2015.06.003
12. Zeira J., Zoabi H. Economic growth and sector dynamics. *European Economic Review*. 2015;79:1–15. DOI: 10.1016/j.euroecorev.2015.06.007
13. Perelman S., Walheer B. Economic growth and under-investment: A nonparametric approach. *Economics Letters*. 2020;186:108824. DOI: 10.1016/j.econlet.2019.108824
14. Afonso A., St. Aubyn M. Economic growth, public, and private investment returns in 17 OECD economies. *Portuguese Economic Journal*. 2019;18(1):47–65. DOI: 10.1007/s10258–018–0143–7
15. Afonso A., Jalles J. How does fiscal policy affect investment? Evidence from a large panel. *International Journal of Finance and Economics*. 2015;20(4):310–327. DOI: 10.1002/ijfe.1518
16. Calcagnini G., Giombini G., Travaglini G. A theoretical model of imperfect markets and investment. *Structural Change and Economic Dynamics*. 2019;50:237–244. DOI: 10.1016/j.strueco.2019.07.005
17. Swamy V., Dharani M. The dynamics of finance-growth nexus in advanced economies. *International Review of Economics & Finance*. 2019;64:122–146. DOI: 10.1016/j.iref.2019.06.001
18. Sukharev O.S. Economic crisis as a consequence COVID-19 virus attack: Risk and damage assessment. *Quantitative Finance and Economics*. 2020;4(2):274–293. DOI: 10.3934/QFE.2020013
19. Tinbergen J. The duration of development. *Journal of Evolutionary Economics*. 1995;5(3):333–339. DOI: 10.1007/BF01198312
20. Tinbergen J. Economic policy: Principles and design. Amsterdam: North-Holland; 1956. 276 p.
21. Anchishkin A.I. Forecasting the rates and factors of economic growth. Moscow: MAKSS Press; 2003. 300 p. (In Russ.).
22. Sukharev O.S. Investment policy of economic growth. *Vestnik Yuzhno-Rossiiskogo gosudarstvennogo tekhnicheskogo universiteta (Novocherkasskogo politekhnicheskogo instituta). Seriya: Sotsial'no-ekonomicheskie nauki = The Bulletin of the South-Russian State Technical University (NPI). Social and Economic Science*. 2020;13(2):7–27. (In Russ.). DOI: 10.17213/2075–2067–2020–2–7–27
23. Romano L., Traù F. The nature of industrial development and the speed of structural change. *Structural Change and Economic Dynamics*. 2017;42:26–37. DOI: 10.1016/j.strueco.2017.05.003
24. Vu K.M. Structural change and economic growth: Empirical evidence and policy insights from Asian economies. *Structural Change and Economic Dynamics*. 2017;41:64–77. DOI: 10.1016/j.strueco.2017.04.002
25. Iamsiraroj S. The foreign direct investment — economic growth nexus. *International Review of Economics & Finance*. 2016;42:116–133. DOI: 10.1016/j.iref.2015.10.044

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Олег Сергеевич Сухарев — доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник Института экономики Российской академии наук, Москва, Россия

Oleg S. Sukharev — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Chief Researcher, Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
o_sukharev@list.ru

Статья поступила в редакцию 18.10.2020; после рецензирования 02.11.2020; принята к публикации 07.12.2020.

Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 18.10.2020; revised on 02.11.2020 and accepted for publication on 07.12.2020.

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

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-51-69

УДК 336.7(045)

JEL E42, L20, L25

Влияние финансового капитала на трансформацию инновационного поведения промышленных компаний

А.В. Трачук^а✉, Н.В. Линдер^б

Финансовый университет, Москва, Россия

^а <https://orcid.org/0000-0003-2188-7192>; ^б <https://orcid.org/0000-0002-4724-2344>

✉ Автор для корреспонденции

АННОТАЦИЯ

Авторами представлена эмпирическая оценка влияния доступа промышленных компаний к финансовому капиталу на трансформацию их инновационного поведения. **Актуальность** исследования обусловлена необходимостью разработки новых инструментов анализа и стимулирования инновационного развития промышленных компаний в условиях неблагоприятной внешней среды. **Цель** исследования — оценка взаимосвязи доступности финансового капитала для промышленных компаний и возможности трансформации их инновационного поведения в более продвинутой инновационный режим. Использован **метод** регрессионного анализа данных анкетирования 648 российских промышленных компаний за 2015–2019 гг. для проверки трех выдвинутых гипотез: 1. Финансовые результаты деятельности промышленных компаний зависят от модели инновационного поведения. 2. Финансовый капитал оказывает значимый позитивный эффект на выбор более продвинутого инновационного типа поведения и на результаты деятельности промышленных компаний. 3. Разные виды ограничений доступа к финансовому капиталу оказывают различное влияние на выбор инновационного поведения и результативность деятельности промышленных компаний. Проанализировано два вида ограничения финансового капитала: в мягкой форме, когда норма доходности от деятельности компании ниже ссудной ставки процента, и в жесткой, когда компания не имеет доступа к рынку кредита. Доказано, что на выбор той или иной модели инновационного поведения оказывает влияние наличие и доступ к финансовому капиталу промышленных компаний. Сделан **вывод**, что разные виды ограничений финансового капитала по-разному влияют на выбор модели инновационного поведения. Авторы предлагают даже в условиях ограничений доступа к финансовому капиталу выделять ресурсы на инновационную деятельность, разработку и вывод новых продуктов на рынок. Альтернативный способ при жестком ограничении финансового капитала — развитие имитационных инноваций на новых или существующих рынках.

Ключевые слова: финансовый капитал; ограничение ликвидности; инновационное поведение; эффективные производители; создатели ценностных инноваций; технологические инноваторы; радикальные инноваторы; имитаторы; промышленные компании

Для цитирования: Трачук А.В., Линдер Н.В. Влияние финансового капитала на трансформацию инновационного поведения промышленных компаний. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):51-69. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-51-69

ORIGINAL PAPER

The Impact of Financial Capital on Innovative Behavior of Industrial Companies

A.V. Trachuk^a✉, N.V. Linder^b

Financial University, Moscow, Russia

^a <https://orcid.org/0000-0003-2188-7192>; ^b <https://orcid.org/0000-0002-4724-2344>

✉ Corresponding author

ABSTRACT

The authors empirically assessed the impact of the availability of industrial companies to financial capital on their innovative behavior. **The relevance** of the study is due to the need to develop new analysis tools and stimulate the innovative development of industrial companies in an unfavorable external environment. **The aim** of the study is to assess the relationship between the availability of financial capital for industrial companies and the possibility of transforming

their innovative behavior into a more advanced innovative regime. The authors applied **the method** of regression analysis of survey data in 648 Russian industrial companies for 2015–2019 to test the three following hypotheses: 1. The financial performance of industrial companies depends on the model of innovative behavior; 2. Financial capital has a significant positive effect on the choice of a more advanced innovative behavior and on the performance of industrial companies; 3. Different availability restrictions to financial capital have a different impact on the choice of innovative behavior and the performance of industrial companies. The authors analyzed two types of restrictions on financial capital: light, when the rate of return from the company's activities is below the lending interest rate; and strict, when the company does not have access to the credit market. The authors proved that the choice of a particular model of innovative behavior depends on the availability of financial capital of industrial companies. **The conclusion** is that different types of financial capital constraints affect the choice of a model of innovative behavior in different ways. The authors suggest allocating resources for innovation, development and launch of new products on the market even in conditions of limited access to financial capital. Alternatively, in the context of extremely limited financial capital, it is to develop imitation innovations in new or existing markets.

Keywords: financial capital; liquidity restriction; innovative behavior; efficient producers; value innovators; technological innovators; radical innovators; imitators; industrial companies

For citation: Trachuk A.V., Linder N.V. The impact of financial capital on innovative behavior of industrial companies. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):51-69. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-51-69

ВВЕДЕНИЕ

Исследования роста ведущих мировых экономик подтверждают ключевую роль инноваций для достижения социально-экономического прогресса. Многочисленными исследованиями доказано, что создание и внедрение инноваций являются ключевыми внутрифирменными способностями, позволяющими сформировать не копируемое конкурентное преимущество [1, 2]. Кроме того, развитие инновационной деятельности компаний выступает важным фактором выхода на внешние рынки, а также преодоления неблагоприятных условий внешнеэкономической среды, чему в последнее время посвящено множество исследований (см., например, [3–5]). Для достижения наилучших результатов компании следуют различным принципам и моделям поведения и управления инновационной деятельностью, по-разному распределяют ресурсы, и, таким образом, выстраивают собственную линию инновационного поведения [6].

Эмпирические исследования и анализ микроданных позволяют выделить признаки для классификации инновационного поведения и четко идентифицировать инновационные режимы в промышленности. Так, к признакам классификации инновационного поведения чаще всего относят: тип осуществляемых инноваций, интенсивность вложений в исследования и разработки, уровень новизны производимых инноваций, наличие процессов генерации знаний [7]. При этом, анализируя типы инноваций, чаще всего ориентируются на классификацию инноваций, определенную «Руководством Осло». Уровень новизны определяется относительно международного рынка (а не самой

компании). Процесс создания знаний определяется как выполнение исследований и разработок собственными силами. В большинстве исследований, посвященных инновационным режимам, в качестве основания для их классификации рассматриваются: исследования и разработки, осуществляемые собственными силами, кооперация при внедрении инновационных проектов, наличие патентов, распространение знаний [8].

На настоящий момент накопилось достаточно эмпирических работ, подтверждающих возможность выделения устойчивых типов инновационного поведения (например, работы Т. Hatzichronoglou [9], К. Pavitt [10], А. Pyka, R. Nelson [11], F. Malerba, R. Nelson, L. Orsenigo, S. Winter [12], J. Van den Bergh [13], L. Faria, M. M. Andersen [14]). Вместе с тем авторы большинства указанных работ проводили анализ микроданных компаний, работающих в условиях экономической стабильности, не учитывающих влияние доступа к финансовому капиталу на трансформацию инновационного поведения промышленных компаний. В настоящее время российские промышленные компании работают в условиях санкций, наложенных на российскую экономику, которые ограничивают для компаний доступ к наиболее ценным ресурсам, в том числе к финансовому капиталу [15]. Выбор инновационного поведения, как правило, определяется наличием и возможностью доступа промышленных компаний к финансовому капиталу, исследование роли которого позволит определить, сможет ли компания трансформировать свое инновационное поведение и перейти к более продвинутому уровню.

В данной статье предпринята попытка решить такие исследовательские вопросы, как:

1) какой из типов инновационного поведения обеспечивает наибольшую результативность для промышленных компаний в условиях ограничения доступа к финансовому капиталу?

2) как ограничение доступа к финансовому капиталу влияет на выбор модели инновационного поведения и результаты деятельности компаний?

3) какие виды ограничений ликвидности в наибольшей степени влияют на трансформацию инновационного поведения промышленных компаний?

Сформированная модель исследования тестируется на данных, собранных в период наложенных на российскую экономику санкций и ограничения доступа к ресурсам, в том числе к финансовому капиталу (2015–2019 гг.). Эмпирический анализ проведен на базе анкетирования 648 промышленных компаний.

ЛИТЕРАТУРНЫЙ ОБЗОР

Типы инновационного поведения промышленных компаний

С точки зрения поведенческой теории фирмы стратегия представляет собой «устойчивую модель поведения или поток принятия управленческих решений» [16]. Правила и принципы управления, которым следуют управленцы, реализуя инновационную стратегию с целью повышения результатов инновационной деятельности, определяют инновационное поведение компании.

Группа компаний со схожими характеристиками инновационного поведения образует инновационный (в некоторых исследованиях — технологический, см., например, [11, 13]) режим в секторе экономики, являющийся «инструментом анализа разнообразия инновационного и конкурентного поведения фирм» [13]. Одной из первых стала классификация инновационных режимов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), основанная на уровне технологичности секторов: высоко-, средне- и низкотехнологичный сектор [9]. В исследовании ОЭСР показано, что компании высокотехнологичных отраслей больше инвестируют в исследования и разработки, чаще выходят на международные рынки, имеют более высокие показатели деятельности и, таким образом, стимулируют развитие смежных отраслей [9]. Именно высокотехнологичные отрасли, по мнению исследователей, являются двигателями инновационного роста экономики. По прошествии 20 лет исследований, сбора информации и анализа радикальных различий инновационного поведения в различных секторах,

в среднетехнологичном секторе было выделено две различные подгруппы: высокого и низкого уровня.

Развитием теории инновационного поведения стала работа Певитта [10], которая впервые использовала при анализе индикаторы внедрения инноваций в компаниях, отражающие определенную траекторию технологического развития фирмы. На основе анализа 26 отраслей Певиттом выделены три типа инновационных режимов в соответствии с тем или иным типом инновационного поведения:

- «наукоемкие» компании, имеющие высокую долю вложений в исследования и разработки в выручке, создающие многочисленные кооперационные взаимосвязи при реализации инновационных проектов (с университетами, центрами, занимающимися фундаментальными и прикладными научными исследованиями);

- «интенсивные производители», включающие две группы компаний: 1) «эффективных по масштабу», ориентированных на внедрение технологических инноваций с целью снижения издержек; и 2) «специализированных поставщиков», имеющих более низкую интенсивность вложений в исследования и разработки и нацеленных на внедрение продуктовых инноваций;

- «доминируемые поставщиками» — компании, не занимающиеся генерацией знаний самостоятельно, но обеспечивающие спрос на новые технологии, т.е. стимулирующие развитие инновационно ориентированных компаний смежных отраслей [10].

Таким образом, Певитт доказал гипотезу о необходимости развития поддерживающих отраслей, не генерирующих знания самостоятельно, но стимулирующих распространение новых знаний и технологий и таким образом влияющих на экономический рост.

Дальнейшим развитием теории инновационных режимов стало ее фокусирование на уровне национальных экономик и отраслей. Это дало возможность выделить совершенно новые типы инновационного поведения:

- «пользователей технологий» (аналогичных типу «доминируемых поставщиками» Певитта) [17];

- «технических консультантов», ориентированных на «генерацию и распространение конкретных технологических инноваций» [17].

В работе Л.М. Гохберг, Т.Е. Кузнецовой, В.А. Рудь [18] на данных 30,8 тыс. российских компаний добывающей, обрабатывающей промышленности, производства электроэнергии, газа и воды выделены инновационные режимы на основе определенного типа инновационного поведения компаний:

- «инноваторы на международном рынке»;
- «инноваторы на национальном/локальном рынке»;
- «имитаторы на международном рынке»;
- «имитаторы на национальном/локальном рынке»;
- «технологические заимствования»;
- «незавершенные инновации» [18].

Еще одна работа российских авторов, посвященная исследованию режимов инновационной деятельности компаний в секторе интеллектуальных услуг, на основе анализа 477 российских компаний выделяет шесть кластеров компаний:

- «инновационно-пассивные»;
- «организационно-ориентированные»;
- «маркетинг-ориентированные»;
- «нетехнологические»;
- «технологические»;
- «диверсифицированные инноваторы» [19].

В работе авторов данной статьи [20] были выделены следующие типы инновационного поведения промышленных компаний:

- «эффективные производители» — компании, инновационные стратегии которых направлены на внедрение процессных и технологических инноваций с целью повышения эффективности операционной деятельности. В структуре затрат на инновационную деятельность доминирующую долю занимают инвестиции в оборудование и производство, процессные инновации и улучшение инфраструктуры. Затраты на маркетинговые и организационные инновации крайне низки. Данная модель инновационного поведения преобладает среди компаний трудо- и капиталоемких отраслей, например текстильная, деревообрабатывающая, нефтегазовая промышленность, металлургия, производство машин и оборудования. Построение корпоративной инновационной системы и особенности инновационного процесса таких компаний определяются степенью необходимых изменений для совершенствования производственных процессов и продуктов, направленных на сокращение затрат при сохранении или повышении качества продукции. Инновационное поведение таких компаний характеризуется новаторскими подходами к разработке и внедрению новых продуктов, внедрению организационных инноваций с целью сокращения административных или операционных затрат, повышения производительности рабочих мест, сокращение затрат на поставки, управление логистическими системами, развитой системой межфирменных взаимоотношений, способствующих эффектив-

ному взаимодействию компаний с поставщиками, заказчиками, производителями и конечными потребителями [20];

- «технологические инноваторы» — инновационные стратегии компаний данного типа направлены на создание и разработку новых продуктов, благодаря интеграции технологий с партнерами по цепочке добавленной стоимости. В структуре затрат на инновационную деятельность преобладают затраты на исследования и разработки, составляя в среднем 3–10% от валовой выручки, жизненный цикл продукции таких компаний составляет от 3-х до 10 лет. Данный инновационный режим преобладает среди отраслей машиностроения, электроэнергетики, производства строительных материалов. Инновационные стратегии компаний данного типа для достижения успеха включают развитие профессионального обучения среди сотрудников, обеспечение защиты интеллектуальной собственности, патентование изобретений, создание партнерств, направленных на доступ к глобальным источникам новых знаний и технологий, высококвалифицированным кадрам [20];

- «создатели ценностных инноваций» — инновационные стратегии компаний данного типа направлены на создание наивысшей ценности для клиентов и оптимизации путей ее доставки, обеспечивая при этом предложение новых продуктов, услуг и формирование альтернативных бизнес-моделей. Цель компаний, придерживающихся данного типа инновационного поведения, — узнать своего потребителя для повышения потребительской ценности товаров, сократить операционные затраты потребителей, найти новые рынки. Данный инновационный режим характерен, например, для пищевой, швейной, текстильной промышленности. В структуре затрат на инновационную деятельность преобладают затраты на маркетинговые инновации (порядка 3–7% от валовой выручки). Инновационный цикл характеризуется сравнительно коротким периодом разработки новых продуктов. Поскольку продукты и услуги компаний данного инновационного режима в значительной мере ориентированы на потребителей национальных/локальных рынков, то при разработке и внедрении инноваций национальные компании могут иметь преимущества перед глобальными игроками. Построение инновационной системы и особенности инновационного процесса определяются возможностями выхода на новые рынки, наличием рыночных ниш с неудовлетворенными запросами потребителей,

в решении которых компания могла бы преуспеть. Ключевыми факторами успеха для реализации подобной стратегии являются: возможность освоения новых рынков сбыта, способность оперативно наращивать масштабы производства инноваций и дорабатывать продукты после их вывода на рынок. Кроме того, положительно влияют на результаты деятельности данных компаний наличие внутреннего спроса на инновации и меры поддержки предпринимательства [20];

- «радикальные инноваторы» — инновационные стратегии компаний данного типа построены на коммерциализации фундаментальных исследований путем создания на их основе новых продуктов. Наибольшую долю в структуре затрат на инновационную деятельность составляют затраты на исследования и разработки (в среднем от 15 до 35% от валовой выручки от реализации). В связи с тем, что инновационный процесс включает в себя проведение фундаментальных и прикладных исследований, то и его продолжительность относительно длительная — порядка 5–20 лет. Для реализации инновационной стратегии компании данного типа строят разветвленную сеть партнерств с научно-исследовательскими центрами, университетами, консалтинговыми компаниями. В России режим «радикальные инноваторы» наиболее распространен среди нефтехимических отраслей, предприятий военно-промышленного комплекса, фармацевтической отрасли. Факторами, способствующими успешной реализации таких отраслей, являются: правовая защита интеллектуальной собственности, гарантирующая компаниям получение прибыли от продаж новых продуктов на основе своих изобретений; стимулирующая налоговая политика; патентная деятельность; выход на международные рынки [20];

- «имитаторы» — компании, придерживающиеся данной стратегии, не участвуют в создании и распространении новых знаний и продуктов на рынке, поскольку не имеют ресурсов для проведения собственных исследований и разработок или ведения инновационной деятельности. Стратегия имитации позволяет компаниям учиться у лидеров рынка, участвовать в конкурентной борьбе и развивать собственные компетенции для исследований и разработок. В литературе выделяют три типа имитационных стратегий: «копирование продуктов целиком»; «копирование отдельных технических параметров, дизайна и элементов бренда, заимствование инновационных решений (технологий, патентов, знаний, бизнес-процессов, принципов управления и бизнес-моделей)»;

«творческая имитация, когда компания вносит изменения в оригинальную инновацию или находит новое применение, в результате чего создает новый продукт, процесс, технологию» [21]. Использование имитационных стратегий при определенных условиях также может способствовать созданию устойчивого конкурентного преимущества и повышению результатов деятельности бизнеса.

Влияние финансового капитала на инновационное поведение промышленных компаний

Финансовый капитал является важнейшим ресурсом для осуществления инновационных стратегий и, следовательно, выбора инновационного поведения промышленными компаниями. Наличие и доступ к финансовому капиталу для «эффективных производителей» дает возможность улучшать инфраструктуру и внедрять новые технологии для повышения качества продукции при сокращении затрат; для «технологических инноваторов» больше экспериментировать с разработкой новых продуктов и реализовывать новые проекты в сфере интеграции технологий с партнерами по цепочке добавленной стоимости без сокращения ресурсов; для «создателей ценностных инноваций» доступ к финансовому капиталу позволяет более глубоко обследовать потребителей и их нужды и потребности, систематически отслеживать изменения в них, измеряя при этом степень их удовлетворенности; «радикальные инноваторы», обладая финансовым капиталом, имеют больше возможностей проведения исследований и разработок, а следовательно — и коммерциализации их результатов; «имитаторы» смогут осуществлять поиск новых товаров и услуг, в которых нуждается рынок, а также оценивать возможности адаптации новых товаров к требованиям рынка или же полной имитации.

В накопленных эмпирических исследованиях показано, что ограничение доступа к финансовому капиталу (в некоторых исследованиях — ограничение ликвидности, например, [22]) отрицательно сказывается на проведении исследований и разработок [23], результативности инновационной деятельности [22, 24]. Однако относительно важности собственных источников или внешнего финансирования инновационной деятельности единого мнения нет. Так, в работах [25, 26] обосновывается, что внешнее финансирование оказывает более очевидное положительное влияние на инновационную деятельность среди высокотехнологичных компаний, в то время как

для средне- и низкотехнологичных фирм большей значимостью обладают собственные источники финансирования.

В работе [27] показано, что, учитывая ограниченный собственный капитал, только внешнее финансирование может гарантировать непрерывные инвестиции в инновационную деятельность для компаний всех отраслей.

В работе [28], напротив, обосновано значимое положительное влияние собственного капитала для финансирования инновационной деятельности.

При этом разные виды ограничений ликвидности имеют разный эффект для эффективности инновационной деятельности.

Таким образом, проведенный обзор позволяет поставить несколько гипотез:

Гипотеза 1: Финансовые результаты деятельности промышленных компаний зависят от модели инновационного поведения, при этом использование комбинации моделей инновационного поведения позволит добиться максимально высоких результатов деятельности.

Гипотеза 2: Финансовый капитал оказывает значимый позитивный эффект на выбор более продвинутого инновационного типа поведения и результативность инновационной деятельности.

Гипотеза 3: Разные виды ограничений доступа к финансовому капиталу оказывают различное влияние на выбор инновационного поведения и результативность деятельности промышленных компаний.

Для данного исследования мы рассмотрим два вида ограничения доступа к финансовому капиталу: в мягкой форме, когда норма доходности от деятельности компании ниже ссудной ставки процента, и в жесткой, которая предполагает, что компания не имеет доступа к рынку кредита.

На рис. 1 представлена разработанная авторами теоретическая модель исследования.

ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ ДАННЫЕ И МЕТОДИКА ПРОВЕДЕНИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Формирование выборки исследования

Данные по промышленным компаниям были собраны за период с 2015 по 2019 г., характеризующийся усилением экономических санкций в отношении России, ухудшением макроэкономических показателей, потерей стоимости национальной валюты, ухудшением деловой активности, заметным спадом инвестиций во всех отраслях промышленного производства и, как следствие, ограничением доступа для промышленных компаний к финансовому капиталу.

Для проведения эмпирического анализа отобраны 648 промышленных компаний, численность которых свыше 250 человек. 28% отобранных компаний являются экспортерами и работают на глобальных рынках. Более 40% компаний самостоятельно проводят исследования и разработки (ИиР). Средняя доля в выручке от реализации, направленная на ИиР, — 5,5%. Около 10% компаний имеют совместные исследовательские проекты.

Переменные исследования

В качестве *зависимых переменных* использованы три группы показателей, каждый из которых оценивался по 7-балльной шкале, где 1 — «показатель существенно снизился», 4 — показатель не изменился, 7 — «показатель существенно возрос»:

- показатели финансовой деятельности: выручка от реализации, рентабельность продаж;
- показатели результативности инновационной деятельности: выручка от продаж новых продуктов, наличие инвестиций в исследования и разработки, наличие патентов;
- показатели рынка: доля рынка, приращение ценности для клиентов.

Субъективные показатели оценки деятельности достаточно часто применяются в управленческих исследованиях (например, [29, 30]), что обусловлено тем, объективные результаты сильно разнятся в зависимости от отрасли, в то время как субъективные показатели отражают динамику изменений с точки зрения руководства компании. Кроме того, в работах [31, 32] подтверждена корреляция между субъективными и объективными оценками. Следовательно, использование субъективных показателей оправдано, и их можно считать надежными.

Независимые переменные — для отнесения промышленных компаний к тому или иному инновационному режиму была разработана шкала, состоящая из вопросов для измерения «тяготения» компании к тому или иному инновационному поведению: наличие собственных подразделений НИОКР, уровень новизны инноваций, структура вложений в инновационную деятельность, вложения в исследования и разработки, проведение фундаментальных исследований собственными силами, работа на международных рынках, длительность инновационного цикла, использование инструментов «открытых инноваций». Исходя из данных показателей, промышленные компании были разделены на пять инновационных режимов: «эффективные производители»; «технологические инноваторы»; «создатели ценностных инноваций»; «радикальные инноваторы»; «имитаторы».

Контрольные переменные — результаты деятельности промышленных компаний существенно раз-

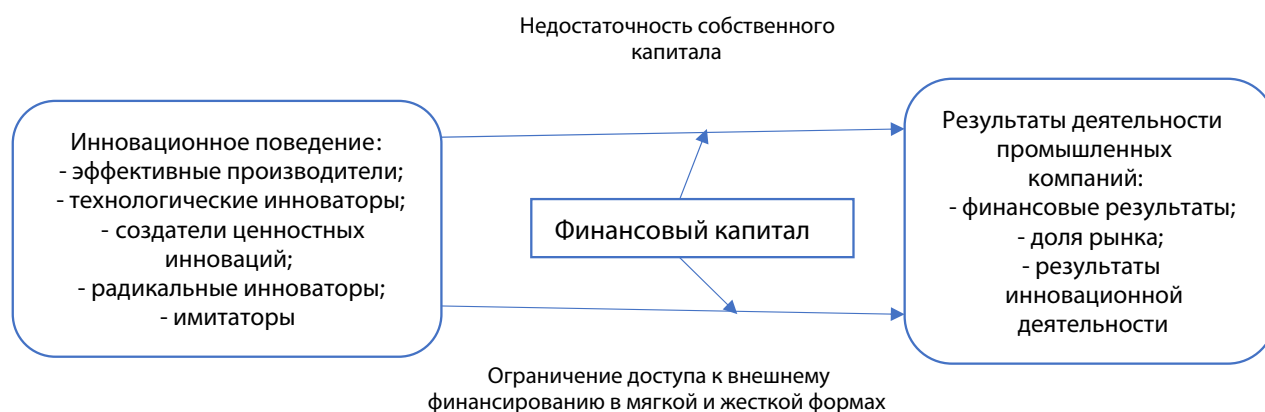


Рис. 1 / Fig. 1. Теоретическая модель исследования / Theoretical research model

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

личаются в зависимости от отраслевой принадлежности, размера компании, ее возраста, что и стало контрольными переменными. Переменная отрасли учтена как бинарная переменная, обозначающая «1», если компания принадлежит к данной отрасли, и «0» — в противном случае¹. Возраст фирмы измерен числом лет ее существования, а ее размер — числом среднесписочного состава сотрудников. Все переменные трансформированы при помощи натурального логарифма, что позволяет соблюсти предпосылки о нормальном распределении.

ЭМПИРИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Для реализации цели исследования сначала данные были подвергнуты анализу на надежность и достоверность с использованием метода подтверждающего факторного анализа (confirmatory factor analysis, CFA). Качество моделей оценено при помощи статистических показателей, позволяющих установить степень соответствия между расчетными и смоделированными показателями².

¹ Классификация отраслей промышленности: производство пищевых продуктов, включая напитки и табачные изделия; текстильное и швейное производство; производство кожи, изделий из кожи и производство обуви; обработка древесины и производство изделий из дерева; целлюлозно-бумажное производство; издательская и полиграфическая деятельность; химическое производство; производство резиновых и пластмассовых изделий; производство прочих неметаллических минеральных продуктов; металлургическое производство и производство готовых металлических изделий; производство машин и оборудования; производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования; производство транспортных средств и оборудования; производство и распределение электроэнергии, газа и воды; разведка и добыча полезных ископаемых.

² Для анализа использован подход, апробированный в [36]: χ^2/df — общий показатель качества модели (пороговое значение < 2 (3)); GFI (goodness of fit index) — индекс подгонки (пороговое значение $> 0,9$); CFI (comparative fit

Results of analysis are presented in *табл. 1*. Значимость используемых переменных подтверждена показателем альфа Кронбаха, пороговое значение которого должно быть не менее 0,7. В нашем случае все переменных имеют значения от 0,711 до 0,921, что подтверждает надежность измерений. Далее для оценки согласованности составляющих компонентов переменных второго порядка использован показатель средней объясненной дисперсии (average variance explained, AVE³), пороговое значение которого должно превышать 0,5 [33]. Для всех переменных значение оказалось выше нормативного. Результаты приведены в *табл. 2*.

Для оценки общей ошибки смещения использован тест Хармана, поскольку переменные были получены при помощи субъективного мнения одних и тех же респондентов. Результаты применения метода главных компонент показали наличие девяти главных компонент, значения которых больше 1, ни на один из которых не пришлось свыше 50% дисперсии. Следовательно, можно констатировать отсутствие общей оценки смещения. Значения всех переменных рассчитывались как среднее арифметическое из ответов на данный вопрос шкалы. Для моделей инновационного поведения сначала были рассчитаны средние по каждому измерению, а затем рассчитано среднее по составляющим элементам. Результаты представлены в *табл. 3*.

index) — индекс сравнительной подгонки (пороговое значение $> 0,9$); AGFI (adjusted goodness of fit index) — скорректированный индекс подгонки (пороговое значение $> 0,9$); TLI (Tucker-Lewis index) — сравнительный индекс Такера-Льюиса (пороговое значение $> 0,9$); RMSEA (root mean square error of approximation) — квадратичная усредненная ошибка аппроксимации (пороговое значение $< 0,08$).

³ Рассчитан по формуле: сумма квадратов стандартизованных нагрузок / (сумма квадратов стандартизованных нагрузок + сумма ошибок измерения).

Таблица 1 / Table 1

**Результаты надежности и достоверности моделей измерения /
Results of reliability and validity of measurement models**

Модели измерения / Measurement models	Альфа Кронбаха* / Cronbach's alpha	Статистика надежности / Reliability statistics
Модели первого порядка		
Результаты деятельности промышленных предприятий	0,782 до 0,921	$\chi^2/df = 2,004$; GFI = 0,871; CFI = 0,883; AGFI = 0,862; TLI = 0,913; RMSEA = 0,034
Наличие и доступ к финансовому капиталу	0,748–0,836	
Модели второго порядка		
«Эффективные производители»	0,726 до 0,811	$\chi^2/df = 1,994$; GFI = 0,822; CFI = 0,901; AGFI = 0,879; TLI = 0,934; RMSEA = 0,041
Затраты на совершенствование инфраструктуры	0,711 до 0,876	
Затраты на внедрение новых технологий	0,735 до 0,884	
Затраты на процессные инновации	0,773 до 0,825	
Повышение качества выпускаемой продукции	0,716 до 0,939	
«Технологические инноваторы»	0,854 до 0,983	$\chi^2/df = 1,873$; GFI = 0,808; CFI = 0,829; AGFI = 0,849; TLI = 0,962; RMSEA = 0,039
Наличие патентов	0,725 до 0,873	
Затраты на исследования и разработки	0,902 до 0,955	
Затраты на разработку и внедрение новых продуктов	0,889 до 0,942	
Затраты на обучение персонала	0,819 до 0,908	
«Создатели ценностных инноваций»	0,854 до 0,983	$\chi^2/df = 1,833$; GFI = 0,819; CFI = 0,805; AGFI = 0,822; TLI = 0,911; RMSEA = 0,036
Затраты на маркетинговые инновации	0,751 до 0,893	
Затраты на разработку и внедрение новых продуктов	0,774 до 0,886	
Количество выведенных на рынок новых продуктов	0,716 до 0,908	
«Радикальные инноваторы»	0,854 до 0,983	
Доля выручки от экспорта новых продуктов	0,809 до 0,916	$\chi^2/df = 1,917$; GFI = 0,842; CFI = 0,854; AGFI = 0,866; TLI = 0,906; RMSEA = 0,042
Наличие патентов	0,761 до 0,829	
Затраты на фундаментальные исследования	0,779 до 0,889	
Затраты на прикладные исследования	0,902 до 0,955	
Затраты на разработку и внедрение новых продуктов	0,889 до 0,942	
Доля продуктов новых для мира	0,819 до 0,908	$\chi^2/df = 1,995$; GFI = 0,831; CFI = 0,878; AGFI = 0,819; TLI = 0,947; RMSEA = 0,038
«Имитаторы»	0,828 до 0,915	
Затраты на копирование продуктов целиком	0,889 до 0,926	
Затраты на копирование отдельных технических параметров	0,877 до 0,907	
Затраты на проведение творческой имитации	0,819 до 0,948	

Примечание / Note: * – $p < 0,001$.

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Таблица 2 / Table 2

**Анализ надежности и достоверности используемых в модели переменных /
Analysis of the reliability and validity of the variables used in the model**

	Переменная / Variable	Альфа Кронбаха / Cronbach's alpha	Композитная надежность / Composite reliability	Средняя объясненная дисперсия / Average variance extracted	1	2	3	4	5	6	7
1	Эффективные производители	0,838	0,82	0,68	0,68						
2	Технологические инноваторы	0,857	0,79	0,71	0,179	0,71					
3	Создатели ценностных инноваций	0,884	0,75	0,73	0,227	0,294	0,73				
4	Радикальные инноваторы	0,902	0,90	0,59	0,110	0,019	0,029	0,59			
5	Имитаторы	0,902	0,90	9,65	0,022	0,008	0,017	0,059	0,65		
6	Финансовый капитал	0,654	0,583	0,696	0,284	0,308	0,207	0,113	0,169	0,61	
7	Результаты деятельности	0,813	0,72	0,82	0,223	0,054	0,048	0,079	0,134	0,109	0,69

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Таблица 3 / Table 3

Описательная статистика и корреляционная матрица / Descriptive statistics and correlation matrix

	Переменные / Variable	Средняя / Average	Стандарт / Standard	Минимал ьное англ ное отклонение	Максимал ьное значение / Min value	Максимал ьное значение / Max value	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	Результаты деятельности	6,17	1,18	1	7	1	1								
2	Доступ к финансовому капиталу	6,85	1,26	4,23	6,95	0,639	1								
3	Размер компании	4,8	1,14	1,49	6,3	0,74	0,187	1							
4	Возраст компании	5,51	1,15	1,23	10,2	-0,044	0,105	0,148	1						
5	Эффективные производители (ЭП)	4,75	1,08	1,03	7,47	0,036	0,139	0,084	0,039	1					
6	Технологические инноваторы (ТИ)	2,74	1,01	0,01	4,78	0,407	0,438	0,217	0,439	0,509	1				
7	Создатели ценностных инноваций (СЦИ)	4,56	1,03	1,02	7,05	0,502	0,519	0,377	0,156	0,472	0,442	1			
8	Радикальные инноваторы (РИ)	6,07	1,06	1,04	6,99	0,278	0,212	0,274	0,103	0,513	0,567	0,372	1		
9	Имитаторы (ИМ)	6,54	1,05	1,03	7,12	0,179	0,198	0,182	0,116	0,438	0,471	0,589	0,43	1	

Примечание / Note: n = 648.

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Корреляционный анализ показал достаточно высокую корреляционную взаимосвязь между моделями инновационного поведения: «эффективные производители» и «технологические инноваторы», «создатели ценностных инноваций» и «имитаторы», «технологические инноваторы» и «подрывные инноваторы», а также «эффективные производители», «технологические инноваторы» и «радикальные инноваторы». Между другими моделями инновационного поведения наблюдается отсутствие корреляционной связи. Поэтому для снижения проблемы мультиколлинеарности в модель включены двойные и тройная перекрестные переменные.

На втором этапе при помощи линейной регрессии проанализированы взаимосвязи инновационного поведения, ограничений доступа к капиталу и результатами деятельности компании. Эмпирическое исследование включало пошаговый анализ:

- на первом этапе (модель 1): анализ базовой модели и контрольных переменных;
- на втором этапе (модель 2): анализ базовой модели и прямых эффектов выбора инновационного поведения компаниями (эффективные производители; технологические инноваторы; создатели ценностных инноваций; радикальные инноваторы; имитаторы);
- на третьем этапе (модель 3–5): анализ двойных перекрестных переменных («эффективные производители» и «технологические инноваторы» (модель 3), «создатели ценностных инноваций» и «имитаторы» (модель 4), «технологические инноваторы» и «радикальные инноваторы» (модель 5);
- на четвертом этапе (модель 6): анализ тройного перекрестного эффекта («эффективные производители», «технологические инноваторы» и «радикальные инноваторы»).

Для того чтобы убедиться в отсутствии мультиколлинеарности построенных моделей, использован показатель «факторов инфляции дисперсии» (variance inflation factors — *VIFs*), во всех случаях его значение не превышало 4,5 (при нормативе 10), следовательно, в исследуемых моделях мультиколлинеарность отсутствует. Результаты анализа представлены в табл. 4.

Как свидетельствуют результаты анализа, наибольших результатов деятельности добиваются компании, выбирающие модели инновационного поведения «эффективные производители» ($b = 0,0129, p < 0,05$), создатели «ценностных инноваций» ($b = 0,0158, p < 0,05$), «имитаторы» ($b = 0,0167, p < 0,05$). При этом наибольших результатов добиваются «имитаторы», имеющие выручку от экспортной деятельности, т.е. работающие на международном

рынке. Увеличение затрат на исследования и разработки стимулирует переход компаний к более продвинутому инновационному режиму. Вложения в новые технологии и оборудование стимулируют инновационную деятельность и дают больший эффект для результативности инновационной деятельности.

Выбор модели «создатели ценностных инноваций» отрицательно сказывается на результативности инновационной деятельности, но имеет более сильную положительную взаимосвязь с финансовыми результатами деятельности промышленных компаний. Отраслевая специфика на выбор типа инновационного поведения имеет влияние только для «имитаторов» и «создателей ценностных инноваций». Результат тестирования 3–5 моделей говорит об отрицательной взаимосвязи комбинации моделей инновационного поведения и результатами деятельности (ЭП × ТИ: $b = -0,0217, p < 0,10$; ТИ × РИ: $b = -0,0162, p < 0,05$; СЦИ × ИМ: $b = -0,0179, p < 0,10$). Эффекты от тройной комбинации инновационных стратегий не оказывают влияние на результаты деятельности промышленных компаний (при анализе общей выборки — (модель 6). Соответственно, фокусирование компании на каком-либо одном типе инновационного поведения дает более значимые результаты, чем следование смешанным стратегиям инновационного поведения.

Таким образом, наша первая гипотеза подтверждена. Выбранный тип инновационного поведения действительно влияет на результаты деятельности промышленных компаний.

Вторая гипотеза о влиянии финансового капитала также подтверждена, причем наличие финансового капитала оказывает статически значимый положительный эффект с максимальным уровнем значимости ($b = 0,0297, p < 0,05$).

Для проверки третьей гипотезы общая выборка российских промышленных компаний была разбита на три подвыборки по уровню ограничения финансового капитала:

- компании, имеющие достаточный уровень финансового капитала и не испытывающие ограничений ликвидности;
- компании, испытывающие ограничение ликвидности, обусловленное высокой стоимостью ссудного капитала. В данную группу отобраны компании, показатель рентабельности⁴ инвестированного капитала которых был ниже средней ставки процента по кредитам. Такое положение

⁴ В данном случае под рентабельностью инвестированного капитала (ROIC) понимается отношение чистой операционной прибыли к среднему за период собственному и долгосрочному заемному капиталу.

Таблица 4 / Table 4

Результаты анализа взаимосвязи финансового капитала, инновационного поведения и результатов деятельности на общей выборке промышленных предприятий / Results of the analysis of the relationship between financial capital, innovative behavior and performance in a general sample of industrial enterprises

Переменные исследования / Research variables	Модель 1 / Model 1	Модель 2 / Model 2	Модель 3 / Model 3	Модель 4 / Model 4	Модель 5 / Model 5	Модель 6 / Model 6
Контрольные переменные						
Затраты на исследования и разработки	0,0067*** (0,0016)	0,0049*** (0,0019)	0,0054*** (0,0024)	0,0097*** (0,0022)	0,0057*** (0,0017)	0,0069*** (0,0022)
Затраты на закупку технологий	0,0045*** (0,0026)	0,0058*** (0,0019)	0,0067*** (0,0019)	0,0074*** (0,0028)	0,0063*** (0,0039)	0,0089*** (0,0044)
Затраты на покупку машин и оборудования	0,0058*** (0,0013)	0,0074** (0,0029)	0,0099*** (0,0035)	0,0088*** (0,0019)	0,0052*** (0,0018)	0,0116*** (0,0014)
Другие затраты на технологические инновации	0,0083*** (0,0018)	0,0065*** (0,0017)	0,0072*** (0,0021)	0,0084*** (0,0032)	0,0093*** (0,0018)	0,0059*** (0,0033)
Обучение	0,0031*** (0,0017)	0,0054*** (0,0018)	0,0049*** (0,0026)	0,0052*** (0,0015)	0,0073*** (0,0019)	0,0046*** (0,0028)
Расходы на маркетинговые инновации	0,0054*** (0,0016)	0,0068** (0,0022)	0,0027*** (0,0027)	0,0042** (0,0037)	0,0053 (0,0014)	0,0079*** (0,0019)
Размер компании	0,0028*** (0,0011)	0,0034*** (0,0009)	0,0029*** (0,0015)	0,0037*** (0,0016)	0,0041 (0,0023)	0,0016*** (0,0014)
Возраст компании	-0,0124** (0,0051)	-0,0153*** (0,0069)	-0,0125** (0,0075)	-0,0167*** (0,0063)	-0,0183*** (0,0082)	-0,0195** (0,0091)
Финансовый капитал	0,0297*** (0,0032)	0,0213*** (0,0052)	0,0199*** (0,0037)	0,0187*** (0,0028)	0,0171*** (0,0035)	0,0224*** (0,0041)
Выручка от экспортной деятельности	0,0153*** (0,0028)	0,0149*** (0,0037)	0,0191*** (0,0044)	0,0176*** (0,0045)	0,0173*** (0,0048)	0,0184** (0,0014)
Отрасли	ВКЛ	ВКЛ	ВКЛ	ВКЛ	ВКЛ	ВКЛ
Основные переменные						
Эффективные производители (ЭП)		0,0129*** (0,0047)	0,0148*** (0,0061)	0,0139*** (0,0052)	0,0146*** (0,0057)	0,0169*** (0,0046)
Технологические инноваторы (ТИ)		-0,0008*** (0,0048)	-0,0026*** (0,0044)	-0,0081*** (0,0052)	-0,0069*** (0,0065)	-0,0038*** (0,0075)
Создатели ценностных инноваций (СЦИ)		0,0158*** (0,0024)	0,0136*** (0,0021)	0,0178*** (0,0032)	0,0151** (0,0039)	0,0191*** (0,0057)
Радикальные инноваторы (РИ)		-0,0024*** (0,0022)	-0,0059*** (0,0031)	-0,0093*** (0,0042)	-0,0086*** (0,0037)	-0,0046*** (0,0016)
Имитаторы (ИМ)		0,1067*** (0,0026)	0,0182*** (0,0035)	0,0174** (0,0028)	0,0198*** (0,0026)	0,0106** (0,0044)
Двойные перекрестные переменные						
ЭП × ТИ			-0,0217*** (0,055)			-0,0012*** (0,0033)
ТИ × РИ				-0,0162*** (0,0029)		-0,0071*** (0,034)
СЦИ × ИМ					-0,0179*** (0,0082)	-0,0167*** (0,0059)
Тройная перекрестная переменная						
ЭП × ТИ × РИ						-0,0068*** (0,0037)
Константа	1,442*** (0,351)	2,589** (0,475)	2,981*** (0,644)	3,058 *** (0,392)	2,533*** (0,489)	3,062*** (0,358)
F-статистика	42,12***	38,17***	29,87***	34,83***	35,28***	31,56***
R2 скорр.	0,18	0,15	0,16	0,15	0,18	0,17

Примечания / Note: n = 648; в скобках представлены стандартные ошибки; *** – p < 0,001; ** – p < 0,05.

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

в долгосрочной перспективе ведет к убыточности основной деятельности, однако нам интересно изменение поведения компаний, смогут ли они за счет инноваций переломить ситуацию и добиться повышения рентабельности инвестированного капитала или их инновационное поведение будет склонно к использованию стратегии имитаций;

- компании, испытывающие ограничение ликвидности, обусловленное плохим финансовым состоянием и в связи с этим не имеющие доступа к рынку капитала. Для отбора компаний в данную категорию мы использовали нормативный подход к определению уровня финансового состояния, заключающегося в сравнении расчетного финансового показателя с нормативным значением, так же как это сделано в работе [33]. Если значение отдельного показателя находилось вне диапазона нормативного значения, то предполагалось, что финансовое положение компании плохое, и она испытывает ограничение ликвидности, обусловленное невозможностью доступа на рынки капитала. В выборку отобраны те компании, у которых значение хотя бы двух коэффициентов ниже нормативного.

Для каждой подвыборки был проведен регрессионный анализ в несколько шагов (всего 6 моделей), аналогичный анализу общей выборки. Результаты приведены в табл. 5.

Результаты проведенного анализа показывают, что модели инновационного поведения «технологические инноваторы» и «радикальные инноваторы» имеют положительную взаимосвязь только в группе компаний, не испытывающих недостатка в финансовом капитале. Для двух других подгрупп выборки, испытывающих ограничения доступа к финансовому капиталу, данные модели инновационного поведения не оказывают значимого результата на результаты деятельности промышленных компаний ($b = -0,0065$, $p < 0,05$; $b = -0,0053$, $p < 0,10$).

В подгруппе компаний, испытывающих ограничения ликвидности, обусловленные высокой стоимостью ссудного капитала, наибольшая положительная взаимосвязь с результатами деятельности наблюдается только у компаний, выбравших модель инновационного поведения «эффективные производители» ($b = 0,0269$, $p < 0,05$), «создатели ценностных инноваций» ($b = 0,0228$, $p < 0,05$) и «имитаторы» ($b = 0,0313$, $p < 0,05$). Следовательно, компании не имеют стимулов выбирать более продвинутую модель инновационного поведения.

В подгруппе компаний, испытывающих ограничения ликвидности, обусловленные плохим финансовым состоянием, только одна модель инновационного поведения «имитаторы» ($b = 0,0192$, $p < 0,05$) положительно связана с результатами деятельности промышленных компаний.

Следование смешанным стратегиям инновационного поведения (модели 3–5) положительно влияет на результаты деятельности промышленных компаний только в подгруппе компаний, не испытывающих ограничения ликвидности.

Также различные типы ограничений ликвидности по-разному влияют на смешанные стратегии: в подгруппе компаний, испытывающих ограничения ликвидности в мягкой форме, смешанная стратегия «создатели ценностных инноваций» и «имитаторы» имеет положительную взаимосвязь, в то время как в подгруппе компаний, испытывающих ограничения ликвидности в жесткой форме, все виды смешанных стратегий имеют незначимую связь с результатами деятельности компаний.

Таким образом, промышленные компании будут выбирать более продвинутые стратегии инновационного поведения, только если не испытывают ограничений доступа к финансовому капиталу.

Следование тройным моделям смешанного инновационного поведения имеет положительную взаимосвязь с результатами деятельности также только в подгруппе компаний, не испытывающих недостатка в финансировании. Для других двух подгрупп тройные смешанные стратегии инновационного поведения имеют отрицательную взаимосвязь с результатами деятельности.

Таким образом, третья гипотеза подтверждена, наличие достаточного финансового капитала способствует расширению компаниями своих инновационных возможностей и поддержания развития как двух, так и трех смешанных стратегий инновационного поведения. Разные виды финансовых ограничений оказывают различное влияние на инновационное поведение: ограничения в мягкой форме позволяют развивать двойные стратегии, например «создатели ценностных инноваций» и «имитаторы», а также позволяют выбирать более продвинутые модели инновационного поведения, т.е. переходить от «имитаторов» к «создателям ценностных инноваций» или «эффективных производителей», в то время как ограничение доступа к капиталу в жесткой форме имеет только одну модель инновационного поведения, положительно связанную с результатами деятельности промышленных компаний и не позволяет переходить к более продвинутому инновационным режимам.

Таблица 5 / Table 5

Результаты регрессионного анализа на трех подвыборках промышленных компаний по уровню ограничений доступа к финансовому капиталу / Results of regression analysis of three sample industrial companies by restrictions on access to financial capital

Переменные / Variables	Модель 1 / Model 1	Модель 2 / Model 2	Модель 3 / Model 3	Модель 4 / Model 4	Модель 5 / Model 5	Модель 6 / Model 6
Контрольные переменные	ВКЛ	ВКЛ	ВКЛ	ВКЛ	ВКЛ	ВКЛ
Компании, не испытывающие ограничений ликвидности						
<i>Основные переменные</i>						
Эффективные производители (ЭП)		0,0211*** (0,042)	0,0195** (0,048)	0,0189*** (0,039)	0,0206*** (0,028)	0,0178*** (0,035)
Технологические инноваторы (ТИ)		0,0177*** (0,0016)	0,0158*** (0,0019)	0,0161*** (0,0017)	0,0182*** (0,0045)	0,0108*** (0,0038)
Создатели ценностных инноваций (СЦИ)		0,0157*** (0,0039)	0,0132** (0,0051)	0,0183*** (0,0047)	0,0191*** (0,0104)	0,0164*** (0,0058)
Радикальные инноваторы (РИ)		0,0305*** (0,0022)	0,0312*** (0,0018)	0,0289*** (0,0031)	0,0296*** (0,0065)	0,0321*** (0,0027)
Имитаторы (ИМ)		0,0109*** (0,0015)	0,0112*** (0,0044)	0,0123*** (0,0038)	0,0162*** (0,0101)	0,0164*** (0,0063)
<i>Двойные перекрестные переменные</i>						
ЭП × ТИ			0,0207*** (0,029)			0,0194*** (0,022)
ТИ × РИ				0,0349*** (0,0042)		0,0411*** (0,0028)
СЦИ × ИМ					0,0166*** (0,0051)	0,0193*** (0,0042)
<i>Тройная перекрестная переменная</i>						
ЭП × ТИ × РИ						- 0,0083** (0,0124)
Константа	1,442*** (0,351)	2,589*** (0,475)	2,981*** (0,644)	3,058*** (0,392)	2,533*** (0,489)	3,062*** (0,358)
F-статистика	37,22	34,19	28,79	36,91	41,18	36,33
R2 скорр.	0,18	0,17	0,17	0,15	0,14	0,15
Компании, испытывающие ограничение ликвидности, обусловленное высокой стоимостью ссудного капитала						
<i>Основные переменные</i>						
Эффективные производители (ЭП)		0,0269*** (0,0021)	0,0256*** (0,0032)	0,0282*** (0,0034)	0,0251*** (0,0036)	0,0268*** (0,0035)
Технологические инноваторы (ТИ)		-0,0065*** (0,0031)	-0,0084** (0,0045)	-0,0069*** (0,0039)	-0,0046*** (0,0042)	-0,0111*** (0,0027)
Создатели ценностных инноваций (СЦИ)		0,0228*** (0,0022)	0,0231*** (0,0014)	0,0228*** (0,0025)	0,0219*** (0,0018)	0,0233*** (0,0031)
Радикальные инноваторы (РИ)		-0,0053*** (0,0038)	-0,0131*** (0,0029)	-0,0148*** (0,026)	-0,0139** (0,019)	-0,0153** (0,034)
Имитаторы (ИМ)		0,0313** (0,0034)	0,131*** (0,024)	0,128*** (0,026)	0,119*** (0,019)	0,133*** (0,034)
<i>Двойные перекрестные переменные</i>						
ЭП × ТИ			-0,0193*** (0,0069)			-0,0066** (0,0021)

Окончание таблицы 5 / Table 5 (continued)

Переменные / Variables	Модель 1 / Model 1	Модель 2 / Model 2	Модель 3 / Model 3	Модель 4 / Model 4	Модель 5 / Model 5	Модель 6 / Model 6
ТИ × РИ				-0,0141*** (0,038)		-0,0136*** (0,038)
СЦИ × ИМ					0,0184** (0,0027)	0,0199*** (0,0053)
<i>Тройная перекрестная переменная</i>						
ЭП × ТИ × РИ						-0,0072** (0,013)
Константа	2,012*** (0,371)	2,009*** (0,384)	2,481*** (0,512)	1,005*** (0,447)	3,443*** (0,316)	2,562*** (0,339)
F-статистика	34,63	35,23	31,28	34,11	32,54	33,88
R2 скорр.	0,16	0,16	0,15	0,16	0,15	0,17
Компании, испытывающие ограничение ликвидности, обусловленное плохим финансовым состоянием						
<i>Основные переменные</i>						
Эффективные производители (ЭП)		-0,1068*** (0,0033)	-0,0195*** (0,0037)	-0,0159*** (0,0032)	-0,0171*** (0,0502)	-0,0055*** (0,0032)
Технологические инноваторы (ТИ)		-0,0098*** (0,0011)	-0,0083*** (0,0024)	-0,0092** (0,0028)	-0,0146*** (0,0304)	-0,0169*** (0,0027)
Создатели ценностных инноваций (СЦИ)		-0,0126** (0,0032)	-0,0138*** (0,0027)	-0,0118*** (0,0031)	-0,0182*** (0,0026)	-0,0149*** (0,0039)
Радикальные инноваторы (РИ)		-0,0192*** (0,0033)	-0,0169*** (0,0037)	-0,0174** (0,0032)	-0,0136*** (0,0052)	-0,0079** (0,0032)
Имитаторы (ИМ)		0,0179*** (0,0033)	0,0188*** (0,0069)	0,0171*** (0,0055)	0,0163*** (0,0057)	0,0154*** (0,0081)
<i>Двойные перекрестные переменные</i>						
ЭП × ТИ			-0,016*** (0,0028)			-0,0172** (0,062)
ТИ × РИ				-0,0173*** (0,0004)		-0,0085*** (0,029)
СЦИ × ИМ					-0,0169*** (0,0029)	-0,0108*** (0,0049)
<i>Тройная перекрестная переменная</i>						
ЭП × ТИ × РИ						-0,0065*** (0,0013)
Константа	2,371*** (0,279)	3,008*** (0,319)	2,173*** (0,429)	2,993*** (0,284)	1,486*** (0,319)	2,108*** (0,402)
F-статистика	31,59	33,26	37,29	38,42	35,44	32,37
R2 скорр.	0,16	0,15	0,15	0,16	0,15	0,17

Примечания / Note: n = 648; в скобках представлены стандартные ошибки; *** – p < 0,001; ** – p < 0,05.

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

ВЫВОДЫ

Финансовый капитал является стратегически важным ресурсом, влияющим на формирование определенных моделей инновационного поведения и результаты деятельности промышленных компаний. Представленное исследование формирует новый взгляд на взаимосвязь выбранной

модели/комбинации моделей инновационного поведения и результатов деятельности промышленных компаний в контексте ограничений доступа к финансовому капиталу. Проведенный эмпирический анализ позволил сделать следующие выводы. Наибольшее влияние на финансовые результаты деятельности оказывает выбор моделей

инновационного поведения «эффективные производители», «создатели ценностных инноваций» и «имитаторы» при работе данных компаний на международном рынке. На результативность инновационной деятельности, напротив, наибольшее влияние оказывает выбор моделей «технологические инноваторы» и «радикальные инноваторы», а выбор модели «имитаторы» и «создатели ценностных инноваций» препятствует созданию радикальных инноваций. На выбор той или иной модели инновационного поведения оказывает влияние (с максимальным уровнем значимости) наличие и доступ к финансовому капиталу промышленных компаний. Например, несмотря на то, что во многих исследованиях обосновывается важная роль технологических и радикальных инноваторов [34], наше исследование показывает положительную взаимосвязь между данными моделями инновационного поведения и результатами деятельности только для компаний, не испытывающих ограничения ликвидности. Кроме того, для таких компаний фокусирование на комбинации моделей инновационного поведения положительно связано с результатами деятельности, причем комбинация «технологические инноваторы» и «радикальные инноваторы» показывает наиболее сильную связь и дает возможность компаниям получить выгоды от эффекта взаимодополнения. Вместе с тем комбинация трех стратегий инновационного поведения не дает положительного эффекта даже для компаний, не испытывающих ограничений ликвидности. Вероятно, комбинация трех моделей инновационного поведения создает трудности для привлечения ресурсов, что подрывает способности компании в развитии и поддержании сразу нескольких моделей инновационного поведения.

Разные виды ограничений доступа к финансовому капиталу по-разному влияют на выбор модели инновационного поведения и ее трансформацию.

Так, для компаний, испытывающих ограничения в мягкой форме, наибольший положительный эффект обеспечивает выбор модели инновационного поведения «эффективный производитель», «создатель ценностных инноваций», «имитатор». Положительные эффекты от комбинирования

моделей инновационного поведения дает только комбинация «создатели ценностных инноваций» и «имитаторы». Вероятно, это связано с тем, что такие стратегии требуют меньше инвестиций и формируют конкурентное преимущество за счет создания наибольшей ценности для клиентов.

Для компаний, испытывающих ограничения в жесткой форме, положительные результаты дает лишь фокусирование на имитационных стратегиях. Ограничения в жесткой форме также не позволяют получить эффекты и выгоды от взаимодополнения инновационных стратегий.

Полученные в данной статье результаты представляют практическую ценность для руководителей промышленных компаний, владельцев бизнеса и предпринимателей. Полученные результаты говорят о необходимости даже в условиях ограничений доступа к финансовому капиталу выделять ресурсы на инновационную деятельность, разработки и вывод новых продуктов на рынок, выход на внешние рынки. Альтернативный способ при жестком ограничении ликвидности — развитие имитационных инноваций на новых или существующих рынках. Кроме того, руководителям компаний следует иметь в виду ограничения комбинированных инновационных стратегий и их возможное негативное влияние на результаты деятельности компаний.

Ограничением данного исследования являются субъективные оценки участников опроса. В дальнейшем можно было бы использовать в исследованиях объективные данные и сравнить полученные результаты. Кроме того, данное исследование проведено на выборке промышленных компаний, в дальнейшем анализ можно было бы расширить на другие отрасли. Также в будущих исследованиях интересным представляется рассмотрение других факторов внутренней и внешней среды, таких, например, как инновационные сети и межфирменное сотрудничество, квалификация сотрудников, занятых инновационной деятельностью, и др., способных оказать влияние на взаимосвязь инновационного поведения и результатов деятельности компании в контексте ограничений финансового капитала, что позволит в дальнейшем существенно развить исследуемую проблематику.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Абдикеев Н.М., Богачев Ю.С., Бекулова С.Р. Инвестиционный потенциал обрабатывающей промышленности. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(4):24–42. DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–4–24–42
2. Сапир Е.В., Карачев И.А. Вызовы новой инвестиционной политики: защита и поощрение капиталовложений. *Финансы: теория и практика*. 2020;24(3):118–131. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–3–118–131

3. Шестак В.П., Морева Е.Л., Тютюнник И.Г. Финансовое управление инновационной активностью. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(6):63–75. DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–6–63–75
4. Фаязова С.И. Влияние инноваций на экспортную деятельность: эмпирический анализ российских компаний. *Стратегические решения и риск-менеджмент*. 2020;11(1):56–69. DOI: 10.17747/2618–947X-2020–1–56–69
5. Трачук А.В., Линдер Н.В. Инновации и производительность: эмпирическое исследование факторов, препятствующих росту методом продольного анализа. *Управленческие науки*. 2017;7(3):43–58.
6. Майлс Й. Будущее сквозь призму подрывных инноваций. *Форсайт*. 2020;14(1):6–27. DOI: 10.17323/2500–2597.2020.1.6.27
7. Desyllas P., Miozzo M., Lee H.-F., Miles I. Capturing value from innovation in knowledge-intensive business service firms: The role of competitive strategy. *British Journal of Management*. 2018;29(4):769–795. DOI: 10.1111/1467–8551.12273
8. Janger J., Schubert T., Andries P., Rammer C., Hoskens M. The EU 2020 innovation indicator: A step forward in measuring innovation outputs and outcomes? *Research Policy*. 2017;46(1):30–42. DOI: 10.1016/j.respol.2016.10.001
9. Hatzichronoglou T. Revision of the high-technology sector and product classification. OECD Science, Technology and Industry Working Papers. 1997;(2). URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/134337307632.pdf?expires=1607426322&id=id&accname=guest&checksum=E01367CEBFB6EB387091A90D98DF7F85>
10. Pavitt K. Sectoral patterns of technical change: Towards a taxonomy and a theory. *Research Policy*. 1984;13(6):343–373. DOI: 10.1016/0048–7333(84)90018–0
11. Pyka A., Nelson R. Schumpeterian competition and industrial dynamics. In: Nelson R., Dosi G., Helfat C., Pyka A., Saviotti P., Lee K. et al. Modern evolutionary economics: An overview. Cambridge, New York: Cambridge University Press; 2018:104–142. DOI: 10.1017/9781108661928.004
12. Malerba F., Nelson R., Orsenigo L., Winter S. Innovation and industrial evolution. In: Malerba F., Nelson R., Orsenigo L., Winter S. Innovation and the evolution of industries: History-friendly models. Cambridge: Cambridge University Press; 2016:1–21. DOI: 10.1017/CBO9781107280120.004
13. Van den Bergh J. Technological evolution. In: Van den Bergh J. Human evolution beyond biology and culture: Evolutionary social, environmental and policy sciences. Cambridge, New York: Cambridge University Press; 2018:290–318. DOI: 10.1017/9781108564922.011
14. Faria L., Andersen M.M. Sectoral dynamics and technological convergence: An evolutionary analysis of eco-innovation in the automotive sector. *Industry and Innovation*. 2017;24(8):837–857. DOI: 10.1080/13662716.2017.1319801
15. Laborda J., Salas-Fumás V., Suárez C. An endogenous approach to the cyclicity of R&D investment under credit constraints: Firms' cash flow matters! *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*. 2020;6(3):33. DOI: 10.3390/joitmc6020033
16. Mintzberg H. Patterns in strategy formation. *Management Science*. 1978;24(9):934–948. DOI: 10.1287/mnsc.24.9.934
17. Beneito P., Rochina-Barrachina M.E., Sanchis-Llopis A. Ownership and the cyclicity of firms' R&D investment. *International Entrepreneurship and Management Journal*. 2015;11(2):343–359. DOI: 10.1007/s11365–014–0320–9
18. Гохберг Л.М., Кузнецова Т.Е., Рудь В.А. Анализ инновационных режимов в российской экономике: методологические подходы и первые результаты. *Форсайт*. 2010;4(3):18–30.
19. Майлс Й., Белоусова В., Чичканов Н. Режимы инновационной деятельности компаний в секторе интеллектуальных услуг. *Форсайт*. 2017;11(3):94–102. DOI: 10.17323/2500–2597.2017.3.94.102
20. Трачук А.В., Линдер Н.В. Влияние технологий индустрии 4.0 на повышение производительности и трансформацию инновационного поведения промышленных компаний. *Стратегические решения и риск-менеджмент*. 2020;11(2):132–149. DOI: 10.17747/2618–947X-2020–2–132–149.
21. Трачук А.В., Линдер Н.В. Инновации и их классификации в промышленности: подход к построению новой типологии. *Стратегические решения и риск-менеджмент*. 2019;10(4):296–305. DOI: 10.17747/2618–947X-2019–4–296–305
22. Männasoo K., Meriküll J. Credit constraints and R&D over the boom and bust: Firm-level evidence from Central and Eastern Europe. *Economic Systems*. 2020;44(2):100747. DOI: 10.1016/j.ecosys.2020.100747

23. Lööf H., Nabavi P. Innovation and credit constraints: Evidence from Swedish exporting firms. *Economics of Innovation and New Technology*. 2016;25(3):269–282. DOI: 10.1080/10438599.2015.1076196
24. Beneito P., Rochina-Barrachina M.E., Sanchís A. Foreign capital, credit constraints and continuity of firms' R&D. *Applied Economics Letters*. 2016;23(3):157–161. DOI: 10.1080/13504851.2015.1061635
25. Kang T., Baek C., Lee J.-D. The persistency and volatility of the firm R&D investment: Revisited from the perspective of technological capability. *Research Policy*. 2017;46(9):1570–1579. DOI: 10.1016/j.respol.2017.07.006
26. Cruz-Castro L., Holl A., Rama R., Sanz-Menéndez L. Economic crisis and company R&D in Spain: Do regional and policy factors matter? *Industry and Innovation*. 2018;25(8):729–751. DOI: 10.1080/13662716.2017.1355231
27. Armand A., Mendi P. Demand drops and innovation investments: Evidence from the Great Recession in Spain. *Research Policy*. 2018;47(7):1321–1333. DOI: 10.1016/j.respol.2018.04.015
28. Archer L., Sharma P., Su J.-J. Do credit constraints always impede innovation? Empirical evidence from Vietnamese SMEs. *Applied Economics*. 2020;52(44):4864–4880. DOI: 10.1080/00036846.2020.1751049
29. Spescha A., Woerter M. Innovation and firm growth over the business cycle. *Industry and Innovation*. 2019;26(3):321–347. DOI: 10.1080/13662716.2018.1431523
30. Giebel M., Kraft K. The impact of the financial crisis on capital investments in innovative firms. *Industrial and Corporate Change*. 2019;28(5):1079–1099. DOI: 10.1093/icc/dty050
31. Añón-Higón D., Manjón-Antolín M., Máñez J.A., Sanchis-Llopis J.A. Does R&D protect SMEs from the hardness of the cycle? Evidence from Spanish SMEs (1990–2009). *International Entrepreneurship and Management Journal*. 2015;11(2):361–376. DOI: 10.1007/s11365-014-0329-0
32. Silvestri D., Riccaboni M., Malva A.D. Sailing in all winds: Technological search over the business cycle. *Research Policy*. 2018;47(10):1933–1944. DOI: 10.1016/j.respol.2018.07.002
33. Трачук А.В., Линдер Н.В. Влияние ограничений ликвидности на вложения промышленных компаний в исследования и разработки и результативность инновационной деятельности. *Эффективное анти-кризисное управление*. 2016;(1):80–89. DOI: 10.17747/2078-8886-2016-1-80-89
34. Skrandal A., Laake P. Regression among factor scores. *Psychometrika*. 2001;66(4):563–575. DOI: 10.1007/BF02296196
35. Salas-Fumás V., Javier Ortiz J. Innovations' success and failure in the business cycle. *Sustainability*. 2019;11(15):4187. DOI: 10.3390/su11154187
36. Беляева Т.В., Широкова Г.В., Гаффорова Е.Б. Результаты деятельности фирмы в период экономического кризиса: роль стратегических ориентаций и финансового капитала. *Российский журнал менеджмента*. 2017;15(2):131–162. DOI: 10.21638/11701/spbu18.2017.201

REFERENCES

1. Abdikeev N.M., Bogachev Yu.S., Bekulova S.R. Investment potential of the manufacturing industry. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(4):24–42. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-4-24-42
2. Sapir E.V., Karachev I.A. Challenges of a new investment policy: Investment promotion and protection. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and practice*. 2020;24(3):118–131. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-3-118-131
3. Shestak V.P., Moreva E.I., Tyutyunnik I.G. Financial management of innovative activity. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(6):63–75. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-6-63-75
4. Faiazova S.I. Innovation influence on export activities: Empirical analysis of Russian companies. *Strategicheskie resheniya i risk-menedzhment = Strategic Decisions and Risk Management*. 2020;11(1):56–69. (In Russ.). DOI: 10.17747/2618-947X-2020-1-56-69
5. Trachuk A.V., Linder N.V. Innovations and productivity: An empirical study of growth constraints using longitudinal analysis. *Upravlencheskie nauki = Management Sciences in Russia*. 2017;7(3):43–58. (In Russ.).
6. Miles I. A disrupted future? *Foresight and STI Governance*. 2020;14(1):6–27. DOI: 10.17323/2500-2597.2020.1.6.27
7. Desyllas P., Miozzo M., Lee H.-F., Miles I. Capturing value from innovation in knowledge-intensive business service firms: The role of competitive strategy. *British Journal of Management*. 2018;29(4):769–795. DOI: 10.1111/1467-8551.12273

8. Janger J., Schubert T., Andries P., Rammer C., Hoskens M. The EU 2020 innovation indicator: A step forward in measuring innovation outputs and outcomes? *Research Policy*. 2017;46(1):30–42. DOI: 10.1016/j.respol.2016.10.001
9. Hatzichronoglou T. Revision of the high-technology sector and product classification. OECD Science, Technology and Industry Working Papers. 1997;(2). URL: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/134337307632.pdf?expires=1607426322&id=id&accname=guest&checksum=E01367CEBFB6EB387091A90D98DF7F85>
10. Pavitt K. Sectoral patterns of technical change: Towards a taxonomy and a theory. *Research Policy*. 1984;13(6):343–373. DOI: 10.1016/0048-7333(84)90018-0
11. Pyka A., Nelson R. Schumpeterian competition and industrial dynamics. In: Nelson R., Dosi G., Helfat C., Pyka A., Saviotti P., Lee K. et al. Modern evolutionary economics: An overview. Cambridge, New York: Cambridge University Press; 2018:104–142. DOI: 10.1017/9781108661928.004
12. Malerba F., Nelson R., Orsenigo L., Winter S. Innovation and industrial evolution. In: Malerba F., Nelson R., Orsenigo L., Winter S. Innovation and the evolution of industries: History-friendly models. Cambridge: Cambridge University Press; 2016:1–21. DOI: 10.1017/CBO9781107280120.004
13. Van den Bergh J. Technological evolution. In: Van den Bergh J. Human evolution beyond biology and culture: Evolutionary social, environmental and policy sciences. Cambridge, New York: Cambridge University Press; 2018:290–318. DOI: 10.1017/9781108564922.011
14. Faria L., Andersen M.M. Sectoral dynamics and technological convergence: An evolutionary analysis of eco-innovation in the automotive sector. *Industry and Innovation*. 2017;24(8):837–857. DOI: 10.1080/13662716.2017.1319801
15. Laborda J., Salas-Fumás V., Suárez C. An endogenous approach to the cyclicity of R&D investment under credit constraints: Firms' cash flow matters! *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*. 2020;6(3):33. DOI: 10.3390/joitmc6020033
16. Mintzberg H. Patterns in strategy formation. *Management Science*. 1978;24(9):934–948. DOI: 10.1287/mnsc.24.9.934
17. Beneito P., Rochina-Barrachina M.E., Sanchis-Llopis A. Ownership and the cyclicity of firms' R&D investment. *International Entrepreneurship and Management Journal*. 2015;11(2):343–359. DOI: 10.1007/s11365-014-0320-9
18. Gokhberg L.M., Kuznetsova T.E., Rud' V.A. The analysis of innovative modes in the Russian economy: Methodological approaches and first results. *Foresight and STI Governance*. 2010;4(3):18–30.
19. Miles I., Belousova V., Chichkanov N. Modes of innovation companies in the sector of intellectual services. *Foresight and STI Governance*. 2017;11(3):94–102. DOI: 10.17323/2500-2597.2017.3.94.102
20. Trachuk A.V., Linder N.V. The impact of technologies of the industry 4.0 on increase of productivity and transformation of innovative behavior of the industrial companies. *Strategicheskie resheniya i risk-menedzhment = Strategicheskie resheniya i risk-menedzhment*. 2020;11(2):132–149. DOI: 10.17747/2618-947X-2020-2-132-149.
21. Trachuk A.V., Linder N.V. Innovations and their industrial classifications: Approach to building a new typology. *Strategicheskie resheniya i risk-menedzhment = Strategic Decision and Risk Management*. 2019;10(4):296–305. DOI: 10.17747/2618-947X-2019-4-296-305
22. Männasoo K., Meriküll J. Credit constraints and R&D over the boom and bust: Firm-level evidence from Central and Eastern Europe. *Economic Systems*. 2020;44(2):100747. DOI: 10.1016/j.ecosys.2020.100747
23. Lööf H., Nabavi P. Innovation and credit constraints: Evidence from Swedish exporting firms. *Economics of Innovation and New Technology*. 2016;25(3):269–282. DOI: 10.1080/10438599.2015.1076196
24. Beneito P., Rochina-Barrachina M.E., Sanchis A. Foreign capital, credit constraints and continuity of firms' R&D. *Applied Economics Letters*. 2016;23(3):157–161. DOI: 10.1080/13504851.2015.1061635
25. Kang T., Baek C., Lee J.-D. The persistency and volatility of the firm R&D investment: Revisited from the perspective of technological capability. *Research Policy*. 2017;46(9):1570–1579. DOI: 10.1016/j.respol.2017.07.006
26. Cruz-Castro L., Holl A., Rama R., Sanz-Menéndez L. Economic crisis and company R&D in Spain: Do regional and policy factors matter? *Industry and Innovation*. 2018;25(8):729–751. DOI: 10.1080/13662716.2017.1355231
27. Armand A., Mendi P. Demand drops and innovation investments: Evidence from the Great Recession in Spain. *Research Policy*. 2018;47(7):1321–1333. DOI: 10.1016/j.respol.2018.04.015

28. Archer L., Sharma P., Su J.-J. Do credit constraints always impede innovation? Empirical evidence from Vietnamese SMEs. *Applied Economics*. 2020;52(44):4864–4880. DOI: 10.1080/00036846.2020.1751049
29. Spescha A., Woerter M. Innovation and firm growth over the business cycle. *Industry and Innovation*. 2019;26(3):321–347. DOI: 10.1080/13662716.2018.1431523
30. Giebel M., Kraft K. The impact of the financial crisis on capital investments in innovative firms. *Industrial and Corporate Change*. 2019;28(5):1079–1099. DOI: 10.1093/icc/dty050
31. Añón-Higón D., Manjón-Antolín M., Máñez J.A., Sanchis-Llopis J.A. Does R&D protect SMEs from the hardness of the cycle? Evidence from Spanish SMEs (1990–2009). *International Entrepreneurship and Management Journal*. 2015;11(2):361–376. DOI: 10.1007/s11365–014–0329–0
32. Silvestri D., Riccaboni M., Malva A.D. Sailing in all winds: Technological search over the business cycle. *Research Policy*. 2018;47(10):1933–1944. DOI: 10.1016/j.respol.2018.07.002
33. Trachuk A. V., Linder N. V. Liquidity limitation influence on industrial companies' investments in investigations and development, and effectiveness of innovative activity. *Effektivnoe antikirizisnoe upravlenie = Effective Crisis Management*. 2016;(1):80–89. (In Russ.). DOI: 10.17747/2078–8886–2016–1–80–89
34. Skrondal A., Laake P. Regression among factor scores. *Psychometrika*. 2001;66(4):563–575. DOI: 10.1007/BF02296196
35. Salas-Fumás V., Javier Ortiz J. Innovations' success and failure in the business cycle. *Sustainability*. 2019;11(15):4187. DOI: 10.3390/su11154187
36. Belyaeva T. V., Shirokova G. V., Gafforova E. B. Firm performance during the economic crisis: The role of strategic orientations and financial capital. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*. 2017;15(2):131–162. (In Russ.). DOI: 10.21638/11701/spbu18.2017.201

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Аркадий Владимирович Трачук — доктор экономических наук, профессор, декан факультета «Высшая школа управления», Финансовый университет, Москва, Россия; генеральный директор АО «Гознак», Москва, Россия

Arkadii V. Trachuk — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Dean, Higher School of Management, Financial University, Moscow, Russia; General Director, Joint Stock Company “Goznak”, Moscow, Russia
Trachuk_A_V@goznak.ru



Наталья Вячеславовна Линдер — кандидат экономических наук, профессор, руководитель Департамента менеджмента и инноваций, заместитель декана факультета «Высшая школа управления», Финансовый университет, Москва, Россия

Nataliya V. Linder — Cand. Sci. (Econ.), Prof., Head of Department of Management and Innovations, Deputy Dean, Higher School of Management, Financial University, Moscow, Russia
NVLinder@fa.ru

Статья поступила в редакцию 23.11.2020; после рецензирования 07.12.2020; принята к публикации 17.12.2020.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 23.11.2020; revised on 07.12.2020 and accepted for publication on 17.12.2020.

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

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-70-83

УДК 351/354(045)

JEL O1, H5

Власть, рынок и сложность социальной системы: теоретическая модель финансово-управленческого механизма

Е. В. Балацкий^а, Н. А. Екимова^б^{а, б} Финансовый университет, Москва, Россия;^а Центральный экономико-математический институт Российской академии наук, Москва, Россия^а <https://orcid.org/0000-0002-3371-2229>; ^б <https://orcid.org/0000-0001-6873-7146>

АННОТАЦИЯ

В статье рассматривается влияние сложности социальной системы на рост финансовых издержек на содержание системы центрального управления. **Предметом** исследования является концепция профессора Дмитрия Сорокина, согласно которой Россия не может быть мировым технологическим лидером из-за объективных особенностей: большой территории, тяжелого климата, многонационального и многоконфессионального состава населения. Данные обстоятельства определяют сильную вертикаль власти и повышенные финансовые затраты на нее, что приводит к деспотии бюрократии и ослаблению эффективности рыночных инновационных механизмов. **Актуальность** рассматриваемой проблемы заключается в необходимости выяснения управленческих возможностей и ограничений режимов с сильной централизованной властью. Данный вопрос становится более актуальным в связи с тем, что закон А. Вагнера, требующий опережающего роста государственных расходов по сравнению с экономикой, прекратил свое действие. **Цель** исследования состоит в теоретической иллюстрации и уточнении концепции Д. Сорокина, для чего построена простая математическая модель экономического роста с институциональным фактором, отражающим свойства управляющей системы. **Новизна** подхода состоит в построении институциональной функции, включающей управленческие издержки на поддержание внутренней целостности страны и ее внешней безопасности, управленческий потенциал («силу») центральной власти и механизма рыночного самоуправления. Исходной движущей силой модели выступает рост сложности управляемой системы, который в соответствии с теорией сложности Д. Дзоло ведет к широкому распространению авторитарных политических режимов. **Анализ** модели и вычислительные эксперименты позволили установить условия, когда концепция Д. Сорокина справедлива, а когда — нарушается. Расчеты позволили сделать **вывод**, что даже жесткое авторитарное правление может стимулировать экономическое развитие страны при условии высокой эффективности и низкой финансовой емкости действующей системы центрального управления.

Ключевые слова: государственные расходы; закон Вагнера; закон о необходимом разнообразии Эшби; закон иерархических компенсаций Седова; сложность

Для цитирования: Балацкий Е. В., Екимова Н. А. Власть, рынок и сложность социальной системы: теоретическая модель финансово-управленческого механизма. *Финансы: теория и практика*. 2021; 25(1):70-83. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-70-83

Power, Market and Social System Complexity: Theoretical Model of Financial and Management Mechanism

E. V. Balatsky^а, N. A. Ekimova^б^{а, б} Financial University, Moscow, Russia;^а Central Economics and Mathematics Institute Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia^а <https://orcid.org/0000-0002-3371-2229>; ^б <https://orcid.org/0000-0001-6873-7146>

ABSTRACT

The article considers the influence of the complexity of the social system on the growth of financial costs for the maintenance of the central management system. **The subject** of the article is Professor Dmitry Sorokin's theory that Russia cannot be a world technological leader due to objective reasons: a large territory, a severe climate, a multinational and

multi-confessional composition of the population. These conditions predetermine a strong power vertical and increased financial costs, leading to the bureaucratic despotism and worse effectiveness of market innovation mechanisms. **The relevance** of the problem is in the need to clarify the management capabilities and limitations of regimes with strong centralized power. This issue is becoming more urgent due to the fact Wagner's law, which requires faster growth of public expenditure compared to the economy, has ceased to operate. The article **aims** to theoretically illustrate and to test the theory by D. Sorokin. On this purpose, the authors built a simple theoretical model of economic growth with an institutional factor reflecting the properties of the control system. **The novelty** of the approach consists in building an institutional function that includes management costs for maintaining the internal integrity of the country and its external security, the management potential ("strength") of the central government and the mechanism of market self-government. The initial driving force of the model is the growing complexity of the managed system, which, by D. Zolo's complexity theory, leads to the wide spread of authoritarian political regimes. **The analysis** of the model and computational experiments allowed to establish the conditions when Sorokin's theory is valid and when not. The calculations have led to **the conclusion** that even a tough authoritarian rule can stimulate the country's economic development, provided that the current system of central government is highly efficient and low in financial capacity.

Keywords: government expenditure; Wagner's law; Ashby's Law of Requisite Variety; Sedov's Law of Hierarchical Compensation; complexity

For citation: Balatsky E.V., Ekimova N.A. Power, market and social system complexity: theoretical model of financial and management mechanism. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):70-83. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-70-83

ВВЕДЕНИЕ

Вряд ли, будет преувеличением сказать, что руководство Российской Федерации на протяжении последних 20 лет активно пытается решить проблему технологической модернизации страны. Для этого было много сделано в разных направлениях: приняты многочисленные нормативные документы, выделены значительные суммы денег на определенные направления, созданы специализированные инновационные центры и т.п. Несмотря на это, результаты всех этих усилий являются более чем скромными. В связи с этим возникает вопрос, имеющий общенаучное значение: в чем причина хронических неудач России? Может ли вообще наша страна быть мировым технологическим лидером?

Ответы на поставленные вопросы затрудняются тем обстоятельством, что история России показывает, что в определенные периоды времени она достигала совершенно невероятных научно-технологических успехов, но большую часть своего существования находилась в разряде технологически отстающих стран.

Точкой отсчета для нашего исследования будет доклад Дмитрия Сорокина, сделанный им на VI международном конгрессе «Производство, наука и образование» (ПНО-2019)¹. Согласно концепции Д. Сорокина, хронические неудачи России в деле технологической модернизации государства имеют

свою политэкономическую логику, которая в сжатом виде выглядит следующим образом: обширная территория страны и ее тяжелый климат требуют сильной центральной власти для сохранения ее внутреннего единства и обеспечения внешней безопасности; в противном случае страна либо сама распадется, либо подвергнется военному вторжению извне; в свою очередь, сильная власть приводит к деспотии чиновников, которые создают бесконечные помехи предпринимателям и инноваторам; подобный институциональный климат приводит к тому, что отечественный рынок технологических инноваций является относительно небольшим и крайне вялым. При этом отказ от авторитарной власти в пользу развития либерально-демократических основ в российском обществе, как правило, способствует возрастанию «объема хаоса» с самыми негативными последствиями. Например, либеральный режим Николая II спровоцировал Октябрьскую революцию 1917 г., распад Российской империи и ее превращение в СССР. Демократические реформы М. Горбачева привели в 1991 г. к распаду увеличившегося за годы своего существования СССР на 15 отдельных стран. Политика Б. Ельцина по предоставлению регионам РФ неограниченной свободы поставила страну на грань очередного распада, что потребовало перехода в 2000 г. к авторитарным методам управления правительства В. Путина [1]. В связи с этим, по мнению Д. Сорокина, альтернативы сильной центральной власти для России нет. Следовательно, она никогда не станет мировым технологическим лидером, поэтому надо сосредоточить усилия на поиске такой системы бюрократического управления, которая не допусти-

¹ Политическая экономия технологического лидерства. Доклад на VI международном конгрессе «Производство, наука и образование» (ПНО-2019). ТВ-Инфо, 5 декабря. URL: <https://www.youtube.com/watch?v=gpZvP60W6rY> (дата обращения: 05.11.2020).

ла бы критического технологического отставания государства от стран-лидеров.

Данная концепция, выраженная в совокупности вышеприведенных силлогизмов, является достаточно интересной и содержательной. Хотя отдельные ее положения хорошо известны и активно обсуждаются в СМИ, Д. Сорокин интегрировал их в единое целое, придав ему политэкономическую форму и выдвинув категоричный тезис *о невозможности технологического лидерства России*. В связи с этим далее мы с определенной степенью условности будем называть совокупность этих положений концепцией Д. Сорокина. Вместе с тем указанные политэкономические соображения выражены в вербальной форме и не подкрепляются формальным и эмпирическим инструментарием. В связи с этим цель нашего исследования состоит в построении модели государственного управления, которая позволила бы строго математически проиллюстрировать концепцию Д. Сорокина и «проверить» справедливость его тезиса о невозможности технологического лидерства России.

Актуальность работы определяется тем обстоятельством, что концепция Д. Сорокина фактически ставит крест на масштабной технологической модернизации российской экономики, предлагая лишь незначительное усовершенствование существующей бюрократической модели управления страной и ее адаптацию к нынешней ситуации. Однако такой непритязательный сценарий развития России представляется крайне нежелательным. Предлагаемая модель направлена на определение свойств управляющей системы, которые позволяют стране преодолеть «синдром централизации» и претендовать на глобальное технологическое лидерство.

ПРИНЦИПЫ ТЕОРИИ УПРАВЛЕНИЯ В КОНТЕКСТЕ СОВРЕМЕННОСТИ

Одним из краеугольных достижений теории управления (кибернетики) является формулирование в 50-е гг. XX в. кибернетического закона *о необходимом разнообразии* Уильяма Росса Эшби и закона *иерархических компенсаций* Евгения Седова. Согласно первому сложность (разнообразие) управляющей подсистемы должна быть не меньше, чем сложность (разнообразие) управляемой подсистемы. Согласно закону У. Эшби развитие экономики должно сопровождаться опережающим усложнением управляющей системы, что влечет ускоренное увеличение нагрузки на систему государственного управления. Если же система государственного управления не способна адекватно усовершенствоваться (увеличить

свое разнообразие), то согласно закону Е. Седова она должна понизить разнообразие управляемой системы — экономики [2]. Данные представления были предвосхищены Александром Богдановым (Малиновским) еще в 1913–1929 гг. в его тектологии, в которой функция, соответствующая закону У. Эшби, реализуется механизмами ингрессии (объединение активностей системных элементов) и эгрессии (централизация и координация активностей системных элементов), а функция, соответствующая закону Е. Седова, — механизмом дезингрессии (разъединение активностей системных элементов) [3].

Законы У. Эшби и Е. Седова, будучи результатом абстрактного обобщения длительных наблюдений за функционированием различных систем, позволяют интерпретировать динамику и развитие любых сложных образований. Так, роль закона Е. Седова показана на примере стандартизации рынков и институтов, когда чрезмерное усложнение экономики приводит к упрощающему управленческому воздействию со стороны регулятора [4, 5]. Регламентирование деятельности рынка создает некие рамки (ограничения) и тем самым устраняет возросшую сложность экономики.

Одним из проявлений закона Эшби стала глобальная тенденция роста доли государственных расходов во всех без исключения государствах мира на протяжении последних 150 лет. Первым заметил эту закономерность немецкий экономист Адольф Вагнер, сформулировавший в 1892 г. закон *возрастающей государственной активности*, согласно которому в странах с развитой промышленностью возрастание государственных расходов происходит быстрее объемов производства и национального дохода. Это связано с усложнением общественно-экономических отношений и усилением на этом фоне регулирующей функции государства. В течение полуторавекового периода данный закон эмпирически подтверждался для разных стран (табл. 1), в связи с чем он долгое время считался одним из самых незыблемых из существующих экономических законов [6].

В настоящее время закон Вагнера перестает действовать во многих странах мира. Это связано с тем, что доля госрасходов в ВВП в отдельных государствах к концу прошлого столетия превысила 50%, что, по всей видимости, стало той предельной финансовой нагрузкой, требующей поиска иных подходов к усложнению управляющей системы. Одним из простейших следствий «исчерпания» закона Вагнера стало падение динамичности развития передовых (демократических) стран и нарастание

Таблица 1 / Table 1

**Динамика доли государственных расходов в ВВП в развитых странах /
Share of government expenditure in GDP in developed countries**

Страны мира / Countries	Доля государственных расходов в ВВП, % / Share of government expenditure in GDP, %			
	1870	1960	1996	2019
Австрия	10,0	35,7	52,0	48,2
Франция	13,0	34,6	55,0	55,6
Германия	10,0	32,4	49,0	45,7
Италия	14,0	30,1	53,0	48,7
Япония	9,0	17,5	36,0	38,9
Норвегия	6,0	29,9	49,0	51,8
Швеция	6,0	31,0	64,0	49,3
Швейцария	16,0	17,2	39,0	32,7
Великобритания	9,0	32,2	43,0	39,3
США	7,0	27,0	32,0	37,8

Источник / Source: Байнев В., Комар И. [7]; Trading Economics. URL: <https://ru.tradingeconomics.com/country-list/government-spending-to-gdp> (дата обращения: 05.11.2020) / (accessed on 05.11.2020).

в мире авторитарных режимов разной степени жесткости как наиболее экономически и социально эффективных, опирающихся на закон Седова [8]. Наиболее яркими примерами таких государств являются Китай, Турция и Иран. Менее выражены успехи в Беларуси, Вьетнаме и Северной Корее. Россия уверенно идет в русле данного глобального тренда, но с гораздо меньшей экономической динамичностью. Более того, события 2020 г., связанные с эпидемией COVID-19, показали, что в США явно наблюдается нехватка силы центральной власти, что не позволило вовремя нейтрализовать предвыборные беспорядки и нарушения закона, тогда как в некоторых странах Европы, наоборот, проявились признаки авторитаризма в форме чрезмерно строгого режима самоизоляции населения.

Объяснение новому управленческому тренду дает итальянский политолог Данило Дзоло, согласно которому главной угрозой демократическим традициям является именно возрастание сложности современного общества [9]. Так, чрезмерное усложнение социума за счет демократических свобод (свобода СМИ, деятельность общественных организаций, политическая активность населения на митингах и демонстрациях, форс-мажорные обстоятельства типа эпидемии COVID-19 и др.) приводит к нарастанию социальных рисков и по-

рождает ответную реакцию со стороны властей. Жесткое регламентирование социальной жизни в форме запретов приводит к блокировке всех ее центробежных тенденций, что эквивалентно ее упрощению. Данный антидемократический способ управления представляет собой естественное проявление закона Седова, когда управляющая система не пытается сама развиться до уровня управляемой и превзойти его, а упрощает последнюю до своего уровня, вызывая тем самым застой в развитии общества. Демократические же режимы являются более прогрессивными и терпимыми к проявлениям всевозможных свобод, однако их содержание становится чрезмерно дорогим.

Как правило, развитие любого общества представляет собой попеременное действие законов Седова и Эшби, которое проявляется в цикличности авторитарных (действие закона Седова) и демократических (действие закона Эшби) режимов. Данное чередование разных способов управления характерно даже для России, в которой на протяжении многих столетий институты авторитарной власти сменялись их демократическими антиподами (городские вече, Боярская Дума, дворянские собрания, Государственная Дума и т.п.) [4].

Законы Эшби и Седова дополняются концепцией Арнольда Тойнби, согласно которой развитие ци-

визации происходит под воздействием внешних возмущений путем реализации модели «Вызов-Ответ». Применительно к нашей теме это означает, что усложнение социальных систем как глобальный тренд эволюционного развития постоянно бросает вызов системе государственного управления. Если последняя принимает вызов и адекватно отвечает на него, то продолжает существовать и развиваться. В противном случае социум деградирует вплоть до полного разрушения вместе с недееспособной системой власти [10].

Сказанное выше недвусмысленно свидетельствует о том, что если раньше нарастание сложности социума «переливалось» в рост государственных расходов, то сегодня необходим поиск новых механизмов управления и новых форм взаимодействия системы власти и экономических субъектов. Возможности для этого есть, особенно в условиях тотальной цифровизации.

Одним из традиционных и универсальных инструментов повышения эффективности системы государственного управления является дозированная децентрализация власти, в том числе и административная, направленная на перераспределение полномочий, ответственности и финансовых ресурсов между различными уровнями системы управления [11, 12]. Так, анализ взаимосвязи между административной децентрализацией и экономическим ростом в Китае на примере реализации реформы расширения власти уездов (*China's counties power expansion reform*), начавшейся в стране в 2002 г., показал, что передача полномочий на низовой (уездный) уровень управления способствовала росту ВВП на душу населения на 3,3%, который произошел преимущественно за счет расширения возможностей местной администрации по привлечению инвестиций (прирост на 18,8% с 2000 по 2008 г.). При этом положительный эффект ослаблялся в тех регионах, которые находились под меньшим правительственным надзором [13]. В контексте взаимодействия управляющей и управляемой подсистем данный опыт демонстрирует, как минимум, два важных момента. С одной стороны, на уровне взаимодействия местных властей и подчиненных им территорий прослеживается явное усложнение управляющей системы в силу делегирования ей новых функций и дополнительных ресурсов. С другой стороны, управляющая система на уровне центральной власти усложнилась за счет создания разветвленной сети подчиненных органов, что позволило не только перераспределить ресурсы, но и повысить эффективность управления самой центральной власти. Однако анализ показал,

что ослабление надзорной функции «упрощало» управляющую подсистему центра и делало ее менее сложной относительно управляющей подсистемы уездов, что существенно понижало эффективность государственного управления в регионах [13].

Принцип децентрализации власти доказал свою работоспособность не только на уровне государств, но и при управлении крупными организациями, когда управляющая система усложняется за счет создания целого комплекса низовых подсистем управления. Так, внедрение трехуровневой корпоративной системы управления проектами в ООО «Газпром добыча Ямбург», зациклившей все стадии развития проекта от его зарождения до полной реализации, позволило уменьшить сложность общего управления предприятием, высвободить управленческий ресурс высшего менеджмента и тем самым повысить управляемость всей организации [14]. Подчеркнем, что усложнение аппарата управления корпорациями подразумевает внедрение прогрессивных технологий управления, а не просто привлечение дополнительных людских ресурсов и расширение административного штата [15].

Главным резервом эффективности системы управления является совершенствование кадрового менеджмента, направленного на повышение профессионализма и компетентности персонала. В этом направлении в государственном секторе проводится большая работа, в частности, по развитию компетентностных моделей, которые во многих странах являются ключевым инструментом в системах управления человеческими ресурсами [16]; в России широкое распространение получила практика формирования кадрового резерва [17]; положительно зарекомендовала себя индонезийская многоуровневая модель управления человеческими ресурсами *NUSANTARA*, которая направлена на комплектование профессионального кадрового состава в органах государственного управления [18].

Таким образом, современное развитие представляет собой многогранный циклический процесс, в ходе которого происходит постоянное усложнение управляемой подсистемы, бросающей вызов управляющей подсистеме, ответная реакция которой должна повышать уровень ее сложности. Если этого не происходит, то начинается либо деградация всей системы, которая может закончиться полным ее крахом, либо переход к авторитарным режимам власти с присущим им неэффективным «ручным управлением» экономики, свидетельствующим об управленческом кризисе центральной власти.

МОДЕЛЬ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ВЛАСТИ, РЫНКА И СЛОЖНОСТИ СОЦИАЛЬНОЙ СИСТЕМЫ

Рассмотренная выше логика эволюции и функционирования социально-экономических систем может быть проиллюстрирована с помощью соответствующей модели экономического роста, которую мы рассмотрим ниже.

Подчеркнем, что предлагаемая модель служит, в основном в качестве иллюстрации описанного механизма, однако она косвенно доказывает тезис о зависимости российской экономики от ее пространственно-климатических особенностей. Вместе с тем, как будет показано ниже, эта зависимость является отнюдь не однозначной и не фатальной, что может служить оправданием всех последующих построений.

В основе нашей модели лежит стандартная макроэкономическая производственная функция, в качестве которой для простоты будем использовать линейную зависимость:

$$Y(t) = A + \alpha K(t) + \beta L(t) + U(t), \quad (1)$$

где Y — уровень производства в стране (объем ВВП); K — объем основного капитала в национальной экономике (производственные технологии); L — численность работников в национальной экономике (человеческий капитал); U — макроэкономический организационный потенциал государства (разнообразие институтов и инструментов регулирования); A , α и β — параметры функции (1), на практике определяемые статистически с помощью построения соответствующей эконометрической зависимости; все параметры априори положительные.

В литературе уже считается устоявшимся стандартом рассматривать на макроуровне трех участников — государство (управление посредством поддержания определенных институтов и их эффективности), работодателя (инвестиции в основной капитал посредством закупки новых технологий) и наемных работников (численность занятых, способных работать с современной техникой). В этом смысле функция (1) может считаться абсолютно традиционной аналитической конструкцией.

При этом с помощью функции (1) мы описываем экономический рост некой условной страны, так как описываемый механизм является универсальным и характерен для всех стран.

В свою очередь, функция (1) может быть записана в динамической форме (путем дифференцирования по времени):

$$dY/dt = \alpha(dK/dt) + \beta(dL/dt) + dU/dt, \quad (2)$$

где t — время, а производные показывают приросты соответствующих величин. В дальнейшем для простоты будем полагать $dt = 1$ и оперировать просто абсолютными приростами.

Следующий шаг в моделировании процесса государственного управления представляет собой наиболее важный и интересный аспект исследования. Так, мы предполагаем, что сам управленческий потенциал государства U зависит от нескольких групп факторов: *эффекта сборки* всех ресурсов страны для целенаправленного использования, что обеспечивается центральными органами власти; *эффекта рыночного саморегулирования* системы экономических ресурсов; *эффекта отвлечения* части управленческого потенциала на неэкономические задачи — поддержание внутренней целостности страны и обеспечение ее внешней безопасности. Тогда правомерно ввести следующую институциональную функцию, которая для простоты также будет записана в линейной форме:

$$U(t) = B - aV(t) - bW(t) + mM(t) + (h - n)C(t), \quad (3)$$

где V — управленческие издержки на поддержание внутренней целостности страны; W — управленческие издержки на поддержание внешней безопасности страны; C — управленческий потенциал центральной власти («сила» вертикали власти); M — потенциал рыночного самоуправления («сила» рынка); B , a , b , h , m и n — параметры функции (3); как и в функции (1) все параметры положительные.

Функция (3) нуждается в определенных комментариях. Так, макроэкономический потенциал управления зависит от эффекта отвлечения за счет издержек на поддержание внутренней целостности страны и ее внешней безопасности. Указанный эффект в функции (3) описывается компонентом $(-aV - bW)$. В данном случае предполагается, что чем больше территория страны и чем суровее ее климат, тем выше данные два типа издержек, которые «вычитаются» из общего управленческого потенциала. Этим фактом предопределяется знак минус перед соответствующими параметрами a и b . Однако величины данных двух параметров показывают степень управленческой эффективности государства при решении задач по поддержанию внутренней целостности страны и ее внешней безопасности. Это означает, что даже при большой территории страны и ее холодном климате умелое управление позволяет снижать величину эффекта отвлечения.

Главным компонентом функции (3) выступает эффект сборки (hC), который зависит как от силы вертикали власти (C)², так и от искусства ее использования для решения народнохозяйственных проблем (h). В свою очередь, эффект сборки дополняется эффектом рыночного саморегулирования ($mM - nC$), который зависит от мощности (емкости) рынка (M) и его способности к саморегуляции (m), а также от вмешательства государства в данный процесс ($-nC$). Мы предполагаем, что подобное вмешательство зависит от силы вертикали власти (C) и в целом носит деструктивный характер, что определяет отрицательный знак параметра n , а также от активности самого вмешательства (n). Таким образом, эффективность рыночного саморегулирования отрицательно зависит от силы и активности центральной власти. Теоретически можно было бы предположить, что вмешательство центральных органов управления устраняет так называемые провалы рынка и тем самым улучшает его функционирование, однако данный вариант мы рассматривать не будем, полагая, что любое вмешательство извне нарушает естественные рыночные механизмы и тем самым снижает их способность к саморегулированию.

Функция (3) по аналогии с функцией (1) может быть представлена в динамической форме:

$$dU = -adV - bdW + mdM + (h - n)dC, \quad (4)$$

где, как уже оговаривалось, дифференциалы обозначают приросты соответствующих переменных за год.

Тогда уравнение для динамики экономического роста примет окончательный вид:

$$dY = \alpha dK + \beta dL - adV - bdW + mdM + (h - n)dC. \quad (5)$$

Из уравнений (4) и (5) видно, что институциональная динамика будет стимулировать экономический рост только при условии $dU > 0$. Из уравнения

(4) вытекает, что необходимым условием такого развития событий является выполнение неравенства:

$$mdM + (h - n)dC > adV + bdW. \quad (6)$$

Содержательно нарушение условия (6) означает следующее: управленческий потенциал центральной власти и саморегулирования рынка недостаточны для эффективного управления экономикой, ибо их ресурс полностью исчерпывается слишком большим приростом издержек на поддержание внутреннего порядка и внешнего суверенитета и не слишком продуктивной системой управления этими двумя геополитическими направлениями. Что касается положительного эффекта от усиления власти, то оно имеет место только при выполнении условия: $h > n$. Данное неравенство означает, что эффективность общего центрального регулирования достаточно высока, а прямое вмешательство правительства в экономику не слишком велико. В противном случае усиление власти будет только ухудшать ситуацию и сдерживать экономический рост.

Таким образом, даже в самом общем виде мы получили результат, согласно которому власть обладает *свойством управленческой амбивалентности*, которое уже рассматривалось в литературе [20]: при достаточной гибкости и эффективности сильная центральная власть способна ускорять экономический рост; в противном случае она оказывает сдерживающее влияние на развитие экономики.

Теперь предположим, что представленная выше модель описывает некую «обычную» страну, т.е. со средним размером территории, умеренным климатом и относительно демократической формой политического правления. Тогда для такого государства, как Россия, которая во много раз больше «обычной» страны и имеет на порядок хуже климатические условия, а также неизмеримо более сильную центральную власть, можно записать следующие соотношения:

$$V^* = kV, \quad (7)$$

$$W^* = kW, \quad (8)$$

$$C^* = kC, \quad (9)$$

$$M^* = M / k, \quad (10)$$

где звездочкой отмечены показатели российской экономики.

² Сила вертикали власти может быть измерена разными способами. В частности, в [19] рассчитывался Индекс централизации V путем вычитания из максимального значения Индекса демократии D (10 баллов) значений данного индекса для США (7,96) и России (3,11); в итоге для США $V = 10 - D = 2,04$, а для России — $V = 10 - D = 6,89$. Economist Intelligence Unit: The Democracy Index 2019. URL: https://www.eiu.com/public/topical_report.aspx?campaignid=democracyindex2019; <https://gtmarket.ru/ratings/democracy-index/info> (дата обращения: 05.11.2020). В данном случае использовался простой принцип: чем сильнее и жестче центральная власть, тем меньше в стране демократических основ и свобод.

Коэффициент относительной силы центральной власти России по отношению к «обычной» стране $k > 1$ в зависимостях (7)–(10) определяется указанными выше причинами, обуславливающими затраты на внутреннюю и внешнюю безопасность гораздо выше, что, в свою очередь, требует и более сильной вертикали власти, тогда как рыночный потенциал, наоборот, данной властью кратно урезается. Выражение (10) является принципиальным, так как в отличие от формул (7)–(9) задает не прямую, а обратную зависимость структурной переменной с относительной силой центральной власти. Именно это соотношение фиксирует противостояние власти и рынка: чем больше власть, тем слабее рыночные механизмы и больше сегмент рынка, оказывающийся под прямым патронажем власти.

В общем случае коэффициенты пропорциональности в (7)–(10) являются разными, однако для простоты последующих выкладок будем полагать, что они имеют одинаковую величину — k . Если предположить, что динамика капитала и труда в России совпадает с их динамикой в «обычной» стране, то уравнение (5) можно переписать для России в следующем виде:

$$dY = \alpha dK + \beta dL - adV^* - bdW^* + mdM^* (h-n) dC^*. \quad (11)$$

С учетом соотношений (7)–(10), допущения о неизменности во времени коэффициента k и равенства параметров в функциях обеих стран, уравнение (11) будет выглядеть так:

$$dY = \alpha dK + \beta dL - k(adV + bdW) + \frac{mdM}{k} + (h-n)kdC. \quad (12)$$

Тогда влияние управленческого фактора будет стимулировать экономический рост при выполнении аналога условия (6) и при учете соотношений (7)–(10):

$$\frac{mdM}{k} > k[adV + bdW - (h-n)dC]. \quad (13)$$

Условие (13) задает верхнюю границу (k^*) относительной силы вертикали власти в России:

$$k < k^*, \quad (14)$$

где критическое значение k^* определяется по формуле:

$$k^* = \sqrt{\frac{mdM}{(n-h)dC + adV + bdW}}. \quad (15)$$

При условии $n > h$ верхний предел k^* заведомо существует; при незначительном превышении h над n данный предел также имеет место. Таким образом, при чрезмерном давлении вертикали центральной власти на рынок государственная система управления перестает справляться со своими обязанностями и начинает оказывать негативное влияние на экономический рост.

Полученные формулы при всей своей простоте демонстрируют нетривиальность проблемы роли центральной власти и большой территории страны. Например, при выполнении условия

$$(h-n)dC > adV + bdW \quad (16)$$

любое укрепление власти (рост k) будет позитивно сказываться на экономическом развитии страны; в противном случае сила центральной власти должны быть ограничена неким разумным уровнем (15).

Теперь вернемся к идее сложности. Именно рост сложности социально-экономической системы определяет рост издержек на ее внутреннюю и внешнюю охрану, рост «объема» рынка и в конечном счете максимальное укрепление центральной власти. Тем самым в нашей схеме главным исходным и полностью безликим фактором динамики системы управления (силы власти) выступает сложность управляемой системы (экономики).

В связи с этим вернемся к концепции Данило Дзоло, согласно которой усложнение системы эквивалентно росту свободы ее элементов и ведет к необходимости ответных действий власти в форме увеличения всевозможных ограничений. А чтобы обеспечить эти ограничения, нужно максимально концентрировать и усиливать саму власть. А коль скоро в современном мире сложность постоянно возрастает, то логика Д. Дзоло Несмотря на приводит его к выводу о грядущем доминировании авторитарных режимов.

Развивая данную мысль Д. Дзоло, рассмотрим вспомогательные линейные зависимости структурных переменных функции управления от сложности управляемой системы:

$$V(t) = V(0) + a^* S(t), \quad (17)$$

$$W(t) = W(0) + b^* S(t), \quad (18)$$

$$C(t) = C(0) + h^* S(t), \quad (19)$$

$$M(t) = M(0) + m^* S(t), \quad (20)$$

где S — сложность социально-экономической системы обычной страны; звездочкой отмечены новые параметры в представленных зависимостях. Как и ранее, все параметры положительные. Мы оставляем в стороне вопрос о том, как на практике измерить уровень сложности социальной системы. Это связано с двумя обстоятельствами. Во-первых, как будет показано ниже, этот агрегат не будет участвовать в формировании окончательных выводов по модели. Во-вторых, сама возможность оценить сложность социальной системы, вне всякого сомнения, имеется, однако методы оценки могут быть сколь угодно разнообразными и нетривиальными; это тема для отдельного исследования.

Тогда условие эффективности системы управления примет более компактный вид (это связано с тем, что в соответствии с зависимостями (17)–(20) все изменения структурных переменных зависят от роста сложности dS , который в последующих выкладках сокращается):

$$\frac{mm^*}{k} > k[aa^* + bb^* - h^*(h-n)]. \quad (21)$$

Условие (16) конкретизируется следующим неравенством:

$$(h-n)h^* > aa^* + bb^*. \quad (22)$$

Если выполняется неравенство (22), то построенная вертикаль власти высокоэффективна и ее усиление лишь еще больше упорядочивает социально-экономическую систему и благотворно влияет на все стороны общественной жизни. Если же условие (22) не выполняется и центральная власть не слишком эффективна, то ее верхний предел вычисляется совсем просто:

$$k^* = \sqrt{\frac{mm^*}{aa^* + bb^* + h^*(n-h)}}. \quad (23)$$

Таким образом, потребность во власти целиком и полностью определяется конфигурацией параметров (23), в которой сами параметры отражают степень эффективности реакции системы государственного управления на внешние возмущения.

Подытожим модельные построения.

Прежде всего, подчеркнем, что мы рассматривали трехуровневую систему формирования экономического роста. Первый уровень связан с вызовом, который идет в форме нарастания сложности самой социальной системы; на этот вызов с той или иной степенью адекватности и эффективности реагируют

четыре подсистемы государственного управления: управленческие издержки на поддержание внутренней целостности страны; управленческие издержки на поддержание внешней безопасности страны; управленческий потенциал центральной власти («сила» вертикали власти); потенциал рыночного самоуправления («сила» рынка). На данном уровне учитывается эффективность названных подсистем государственного управления. На втором уровне происходит сборка указанных четырех подсистем в общий потенциал власти по поддержанию эффективности всей системы государственного управления. На этом уровне учитывается эффективность системы государственного управления по координации всех подсистем и сохранении дееспособности для выполнения остальных функций. На третьем уровне рассматривается непосредственное влияние способности власти поддерживать эффективность разнообразных институтов на темпы экономического роста.

Таким образом, российская географическая и геополитическая специфика рассматривается через декомпозицию ее влияния на развитие экономики по разным управленческим каналам. Подобный подход позволяет определить те управленческие участки, которые наименее эффективны и ведут к сбою системы, когда неэффективная власть пытается компенсировать свои недостатки прямым давлением на ситуацию, для чего нужно наращивать и сам потенциал вертикали власти.

Полученная критическая оценка (23) относительной силы центральной власти имеет простую интерпретацию: рост силы центра позволяет положительно влиять на экономический рост только до достижения границы k^* , превышение которой уже становится чрезмерным и начинает «резать» темпы экономического роста. Причем чем выше эффективность системы государственного управления, тем больше граница k^* . Это очень важный момент, на котором мы подробнее остановимся ниже: только эффективный тоталитаризм имеет право на существование; неэффективный просто все разрушает.

Разумеется, все рассмотренные выше агрегаты могут быть выражены в денежной форме, когда интерпретация всех процессов становится максимально прозрачной. Однако теоретически могут использоваться и другие единицы измерения.

РЕЗУЛЬТАТЫ ЭКСПЕРИМЕНТАЛЬНЫХ РАСЧЕТОВ

Для того чтобы уяснить механизм действия модели и масштаб всех цифровых значений, рассмотрим

Таблица 2 / Table 2

Исходные и расчетные параметры модели / Initial and calculated parameters of the model

Модельные параметры / Model parameters	Сценарии расчета / Calculation scenarios					
	№ 1	№ 2	№ 3	№ 4	№ 5	№ 6
a	0,80	0,60	0,60	0,60	0,50	0,45
a^*	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
b	0,80	0,60	0,60	0,60	0,50	0,50
b^*	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
m	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
m^*	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
h	0,50	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
h^*	1,20	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
n	0,00	0,00	0,05	0,15	0,15	0,15
k^*	1,13	5,20	3,21	2,14	4,43	10,39

Источник / Source: расчеты авторов / the authors' calculations.

рим шесть сценариев, которые будут отличаться исходными параметрами, указанными в модели 9. Результаты расчета по формуле (23) и исходные данные приведены в табл. 2.

В проектировании сценариев использовались два принципа. Первый предполагает рассмотрение достаточно эффективной системы управления, что проявляется в том, что подавляющее число параметров меньше 1, т.е. затраты на управление растут медленнее, чем происходит усложнение соответствующей управляемой подсистемы. Второй принцип предполагает, что $h^* \geq m^*$, т.е. соблюдается закон Эшби, согласно которому усложнение управляющей системы (h^*) должно быть не меньше усложнения управляемой системы (m^*). Во всех сценариях усложнение рынка происходит не быстрее роста властных полномочий и усложнения системы государственного управления.

Рассмотрим сценарии табл. 2 более подробно.

При сравнении сценариев № 1 и № 2 видно, что даже полное устранение государства от воздействия на рынок ($n = 0$) само по себе не может оправдать высокий уровень вертикали власти. Невмешательство в функционирование рынка дает эффект только тогда, если государство достаточно эффективно справляется с внешними и внутренними угрозами за счет усложнения системы управления.

Сравнение сценариев № 2, № 3 и № 4 показывает, что даже самое незначительное вмешательство в рыночные процессы резко снижает терпимость

к авторитарному режиму. Тем самым можно констатировать, что основой диктатуры центра и ее легитимности является, как правило, оригинальная модель взаимовыгодного взаимодействия государства и рынка. Если же на фоне незначительного государственного вмешательства в экономику происходит даже очень скромное увеличение эффективности на вызовы во внешней и внутренней среде (сценарий № 5), то такая власть снова становится приемлемой, а если к этому добавить еще совсем небольшое увеличение эффективности в сфере внутреннего порядка в стране (сценарий № 6), то это оправдывает даже очень высокий уровень тоталитаризма центральной власти.

Как это ни парадоксально, но проведенные расчеты показывают, что деспотия системы управления или чрезмерная сила вертикали власти сами по себе не являются серьезной помехой в развитии экономики страны, как можно было ожидать. Вместе с тем еще более неожиданным можно считать вывод о том, что легитимный тоталитаризм, проявляющийся в терпимом отношении к нему со стороны населения, надо еще заслужить. Иными словами, полнота власти лидера государства или властной элиты может быть оправдана только ее управленческой эффективностью. В противном случае чрезмерная централизация власти вызывает отторжение со стороны масс и экономическую стагнацию.

На наш взгляд, полученный результат таким образом объясняет мечты многих народов (в том

числе российского) о сильном правителе, однако этот сильный правитель должен быть, прежде всего, эффективным. В противном случае волюнтаризм властей не находит оправдания, а вся социально-экономическая система деградирует.

ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Построенная модель позволила обобщить и скорректировать тезис профессора Дмитрия Сорокина об отсутствии политэкономических предпосылок для технологического лидерства России. Как оказывается, данный тезис верен в первом приближении, однако он нарушается в случае построения высокоэффективной системы государственного управления. Для этого используются организационные, технологические и кадровые резервы роста эффективности управляющей системы. Это означает, что ни гигантская площадь России, ни ее специфический климат, ни многонациональный и многоконфессиональный состав населения, строго говоря, не являются непреодолимым препятствием для превращения страны в глобально-технологического лидера. Однако на практике преодоление этой нарастающей сложности является большой проблемой.

Исторические примеры подтверждают полученный результат. Например, управленческая деспотия турецкого лидера Реджепа Тайиба Эрдогана не вызывает больших сомнений, однако сила его центральной власти не мешает стремительному экономическому росту страны на протяжении многих лет. Это говорит о том, что его власть учитывает интересы и национального бизнеса, и простого населения. При этом жесткая вертикаль власти Р. Эрдогана вполне успешно сочетается с рыночной экономикой страны. Таким образом, административный аппарат правителя с неограниченной властью отнюдь не приводит автоматически к технологической стагнации; наоборот, Турция сегодня обладает передовым вооружением, устойчивой экономикой и стремится стать ядерной державой.

Еще более яркий пример дает Китай, который имеет большую территорию, огромное и неоднородное население и крайне специфические природные условия, где, как и в России, отрицают демократические формы правления. Пожизненная верховная власть Си Цзиньпина закреплена на законодательном уровне и в его почти неограниченных полномочиях никто не сомневается, однако это не помешало КНР пройти за 35 лет технологическое ралли, позволившее ей сегодня претендовать на мировое лидерство. При этом китайская экономика

помимо мощного государственного сектора имеет и основательную рыночную составляющую.

Не менее убедительные примеры дает история СССР, который за 40 лет при абсолютном централизме власти в форме диктатуры пролетариата прошел путь от аграрной страны до космической сверхдержавы с безоговорочным приоритетом во многих научных и технологических областях. При этом в СССР также существовали разнообразные элементы рынка и конкуренции: например, организация работы нескольких КБ в области самолетостроения. Эти примеры можно продолжать, и все они противоречат тезису Д. Сорокина о невозможности технологического лидерства России. Подводя итог, можно утверждать, что этот тезис в своей основе предполагает, что высокоцентрализованная власть не позволяет построить эффективную систему управления огромной экономикой. По-видимому, в большинстве случаев так оно и есть, но постоянно возникающие исключения из данного правила дают основания для расширения теоретических рамок политэкономии технологического лидерства, а также для поиска оригинальных моделей управления, которые позволят России снова пополнить ряды государств, демонстрирующих исключение из правила.

Предложенная выше модель и ее анализ подтверждают тезис об инновационной амбивалентности власти. Все зависит от направленности действия самой властной элиты: либо она, согласно закону У. Эшби, совершенствует систему государственного управления, либо, согласно закону Е. Седова, пытается упростить управляемую систему путем введения разнообразных ограничений.

ВЫВОДЫ

В завершение разговора о специфике России заметим, что сложность управляемой системы зависит от размеров страны, ее климата, численности населения и т.д. Однако все эти зависимости, как правило, нелинейные и неоднозначные. В связи с этим думать, что Россия — совершенно уникальная страна, у которой неразрешимые проблемы в области управления, неверно. В данном контексте будет уместно упомянуть пример Сингапура, который совершил буквально чудо, перешагнув за 40 лет из третьего мира в первый.

В каком-то смысле Сингапур при всей его непохожести на Россию задает ту модель, которая для нас является единственно возможной. Рассмотрим этот вопрос немного подробнее. Сегодня уже является бесспорным тот факт, что

само существование современного Сингапура является заслугой ее лидера — Ли Куан Ю, который занимал должность всесильного премьер-министра страны с 1959 по 1990 г., т.е. около 32 лет. Столь длительная несменяемость власти и жесткое соблюдение весьма строгих законов стало визитной карточкой Сингапура. В чем же секрет сингапурского чуда?

Ответ на этот вопрос дает сам Ли Куан Ю: «Америка и Великобритания будут продолжать процветать даже с посредственным правительством, а мы — нет» [21, с. 275]. «Сингапур — крошечная страна без каких-либо природных ресурсов, к тому же находящаяся в центре исторически нестабильного региона. Чтобы выжить, нам необходимо гениальное правительство» [21, с. 276]. «Я уверен в одном: если у Сингапура будет посредственное правительство, мы обречены. Страна канет в небытие» [21, с. 277]. Именно поэтому правительственные кадры Сингапура тщательнейшим образом отбираются, «выращиваются» и достойно оплачиваются. Если в США, Великобритании и других развитых странах самые талантливые люди и лучшие выпускники вузов работают в частных компаниях, то в Сингапуре

они оказываются на государственной службе. Сегодня ни одна страна в мире не платит своим министрам так щедро, как Сингапур. И именно этот факт привел к созданию в стране уникальной экосистемы, сводящей к минимуму коррупцию и привлекающей лучшие кадры со всего мира. При этом на посты министров назначаются люди, которые уже продемонстрировали выдающиеся успехи в корпоративном секторе и имеют опыт управления сложными социальными системами.

Сказанное полностью приложимо и к России. Сложность страны в качестве управляемой системы действительно велика, а потому требует, как и в Сингапуре, гениального правительства, т.е. не менее сложной и тонко устроенной управляющей системы. Только переход страны к стратегии «суперкомпетентной власти», генерирующей верные управленческие решения, позволит «перебороть» логику политэкономии технологического лидерства Д. Сорокина и стать очередным исключением из правила. В противном случае любую прогрессивную технологическую инновацию придется централизованно и, как правило, безрезультатно, административным путем «вдавливать» в национальную экономику сверху.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена в рамках государственного задания Правительства РФ Финансовому университету на 2021 г. по теме «Политико-экономические закономерности функционирования и эволюции экономической системы России» (AAAA-A19-119121090060-6). Финансовый университет, Москва, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

The article is based on the state assignment of the Government of the Russian Federation to the Financial University for 2021 “Political and economic patterns in the functioning and evolution of the economic system of Russia” (AAAA-A19-119121090060-6). Financial University, Moscow, Russia.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Силаев Д.П., Ганжур М.А. Явление самоорганизации и закон необходимости разнообразия У.Р. Эшби. *Проблемы современного педагогического образования*. 2018;(59-4):259–263.
2. Балацкий Е.В. Концепция сложности и экономическая теория демократии. *Общество и экономика*. 2013;(5):5–24.
3. Богданов А.А. Тектология: Всеобщая организационная наука. М.: Ленанд; 2019. 680 с.
4. Цирель С.В. “QWERTY-эффекты”, “Path Dependence” и закон Седова, или возможно ли выращивание устойчивых институтов в России. *Экономический вестник Ростовского государственного университета*. 2005;3(3):44–56.
5. Цирель С.В. “QWERTY-эффекты”, “Path Dependence” и закон иерархических компенсаций. *Вопросы экономики*. 2005;(8):19–26. DOI: 10.32609/0042-8736-2005-8-19-26
6. Балацкий Е.В. Закон Вагнера, кривая Арми-Рана и парадокс богатства. *Общество и экономика*. 2010;(9):80–97.
7. Байнев В., Комар И. Государственные расходы и закон Вагнера. *Финансы, учет, аудит*. 2009;(12):30–33.
8. Жижек С. Год невозможного. Искусство мечтать опасно. Пер. с англ. М.: Европа; 2012. 272 с.
9. Дзоло Д. Демократия и сложность: реалистический подход. Пер. с англ. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ; 2010. 320 с.

10. Тойнби А. Дж. Цивилизация перед судом истории. Мир и Запад. Пер. с англ. М.: АСТ; Астрель; 2011. 318 с.
11. Bardhan P., Mookherjee D., eds. Decentralization and local governance in developing countries: A comparative perspective. Cambridge, MA: The MIT Press; 2006. 363 p.
12. Grindle M.S. Going local: Decentralization, democratization, and the promise of good governance. Princeton, NJ: Princeton University Press; 2007. 256 p.
13. Gong Q., Liu Ch., Wu M. Does administrative decentralization enhance economic growth? Evidence from a quasi-natural experiment in China. *Economic Modelling*. 2021;94:945–952. DOI: 10.1016/j.econmod.2020.02.035
14. Андреев О., Арабский А., Крамар В. О проблемах перехода к современным системам менеджмента. *Стандарты и качество*. 2012;(8):56–59.
15. Хомяков В.Н. Кибернетика, закон необходимого разнообразия и разработка прогнозов экономических показателей. *Известия Тульского государственного университета. Экономические и юридические науки*. 2014;(1–1):128–141.
16. Skorková Z. Competency models in public sector. *Procedia — Social and Behavioral Sciences*. 2016;230:226–234. DOI: 10.1016/j.sbspro.2016.09.029
17. Шебураков И.Б. Резервы управленческих кадров в Российской Федерации как инструмент развития кадрового состава сферы государственного управления. *Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: государственное и муниципальное управление*. 2019;6(2):148–157. DOI: 10.22363/2312–8313–2019–6–2–148–157
18. Cahyaningsih E., Sensuse D.I., Arymurthy A.M., Wibowo W.C. NUSANTARA: A new model of knowledge management in government human capital management. *Procedia Computer Science*. 2017;124:61–68. DOI: 10.1016/j.procs.2017.12.130
19. Балацкий Е.В., Юревич М.А. Центральная власть, рыночная конкуренция и технологический прогресс: модельные эксперименты и стилизованные примеры. *Journal of Economic Regulation*. 2020;11(3):21–37. DOI: 10.17835/2078–5429.2020.11.3.021–037
20. Балацкий Е.В., Екимова Н.А. Альтернативная модель управления инновациями и высокотехнологическим сектором экономики России. *Управленец*. 2020;11(5):2–16. DOI: 10.29141/2218–5003–2020–11–5–1
21. Ю Ли Куан. Мой взгляд на будущее мира. Пер. с англ. М.: Альпина нон-фикшн; 2017. 446 с.

REFERENCES

1. Silaev D.P., Ganzhur M.A. The phenomenon of self-organization and the law of the need for diversity by U.R. Ashby. *Problemy sovremennogo pedagogicheskogo obrazovaniya = Problems of Modern Pedagogical Education*. 2018;(59–4):259–263. (In Russ.).
2. Balatsky E. Concept of complexity and economic theory of democracy. *Obshchestvo i ekonomika = Society and Economy*. 2013;(5):5–24. (In Russ.).
3. Bogdanov A.A. Tectology: General organizational science. Moscow: Lenand; 2019. 680 p. (In Russ.).
4. Tzirel S.V. “Qwerty effects”, “path dependence” and the Sedov law, or is the creation of stable institutions in Russia possible? *Ekonomicheskii vestnik Rostovskogo gosudarstvennogo universiteta = Economic Herald of Rostov State University*. 2005;(3):44–56. (In Russ.).
5. Tzirel S.V. “Qwerty effects”, “path dependence” and the law of hierarchical compensation. *Voprosy Ekonomiki*. 2005;(8):19–26. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2005–8–19–26
6. Balatsky E. Wagner’s law, Armey-Rahn curve and wealth’s paradox. *Obshchestvo i ekonomika = Society and Economy*. 2010;(9):80–97. (In Russ.).
7. Baine V., Komar I. Government spending and Wagner’s law. *Finansy, uchet, audit*. 2009;(12):30–33. (In Russ.).
8. Žižek S. The year of dreaming dangerously. London, New York: Verso Books; 2012. 142 p. (Russ. ed.: Žižek S. God nevozmozhnogo. Iskustvo mechtat’ opasno. Moscow: Evropa; 2012. 272 p.).
9. Zolo D. Democracy and complexity: A realist approach. University Park, PA: Penn State University Press; 1992. 202 p. (Russ. ed.: Zolo D. Demokratiya i slozhnost’: realisticheskiy podkhod. Moscow: HSE Publ.; 2010. 320 p.).
10. Toynbee A. J. Civilization on trial. New York, London: Oxford University Press; 1948. 255 p.; Toynbee A. J. The world and the West. New York, London: Oxford University Press; 1952. 99 p. (Russ. ed.: Toynbee A. J. Tsvivilizatsiya pered sudom istorii. Mir i Zapad. Moscow: AST; Astrel; 2011. 318 p.).
11. Bardhan P., Mookherjee D., eds. Decentralization and local governance in developing countries: A comparative perspective. Cambridge, MA: The MIT Press; 2006. 363 p.

12. Grindle M.S. Going local: Decentralization, democratization, and the promise of good governance. Princeton, NJ: Princeton University Press; 2007. 256 p.
13. Gong Q., Liu Ch., Wu M. Does administrative decentralization enhance economic growth? Evidence from a quasi-natural experiment in China. *Economic Modelling*. 2021;94:945–952. DOI: 10.1016/j.econmod.2020.02.035
14. Andreev O., Arabsky A., Kramar V. On the problems of transition to modern management systems. *Standarty i kachestvo = Standards and Quality*. 2012;(8):56–59. (In Russ.).
15. Khomyakov V.N. Cybernetics, law of requisite variety, and development of economic indicator forecasts. *Izvestiya Tul'skogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomicheskie i yuridicheskie nauki = News of the Tula State University. Economic and Legal Sciences*. 2014;(1–1):128–141. (In Russ.).
16. Skorková Z. Competency models in public sector. *Procedia — Social and Behavioral Sciences*. 2016;230:226–234. DOI: 10.1016/j.sbspro.2016.09.029
17. Sheburakov I.B. Reserves of managerial personnel in the Russian Federation as a tool for the development of personnel in the field of public administration. *Vestnik Rossiiskogo universiteta druzhby narodov. Seriya: gosudarstvennoe i munitsipal'noe upravlenie = RUDN Journal of Public Administration*. 2019;6(2):148–157. (In Russ.). DOI: 10.22363/2312–8313–2019–6–2–148–157
18. Cahyaningsih E., Sensuse D.I., Arymurthy A.M., Wibowo W.C. NUSANTARA: A new model of knowledge management in government human capital management. *Procedia Computer Science*. 2017;124:61–68. DOI: 10.1016/j.procs.2017.12.130
19. Balatsky E.V., Yurevich M.A. Central government, market competition and technological progress: Model experiments and stylized examples. *Journal of Economic Regulation*. 2020;11(3):2137. (In Russ.). DOI: 10.17835/2078–5429.2020.11.3.021–037
20. Balatsky E.V., Ekimova N.A. Alternative model for managing innovation and high-tech sector of the Russian economy. *Upravlenets = The Manager*. 2020;11(5):2–16. (In Russ.). DOI: 10.29141/2218–5003–2020–11–5–1
21. Yew Lee Kuan. One man's view of the world. Singapore: Straits Times Press Pte Ltd.; 2013. 348 p. (Russ. ed.: Yew Lee Kuan. Moi vzglyad na budushchee mira. Moscow: Alpina Non-Fiction; 2017. 446 p.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Евгений Всеволодович Балацкий — доктор экономических наук, профессор, директор центра макроэкономических исследований, Финансовый университет, Москва, Россия; главный научный сотрудник, Центральный экономико-математический институт Российской академии наук, Москва, Россия

Evgeny V. Balatsky — Dr. Sci (Econ.), Prof., Director, Center for Macroeconomic Research, Financial University, Moscow, Russia; Chief Researcher, Central Economics and Mathematics Institute Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
evbalatsky@inbox.ru



Наталья Александровна Екимова — кандидат экономических наук, доцент, ведущий научный сотрудник центра макроэкономических исследований, Финансовый университет, Москва, Россия

Natalya A. Ekimova — Cand. Sci (Econ.), Assoc. Prof., Leading Researcher, Center for Macroeconomic Research, Financial University, Moscow, Russia
NAEkimova@fa.ru

Статья поступила в редакцию 06.11.2020; после рецензирования 20.11.2020; принята к публикации 17.12.2020. Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 06.11.2020; revised on 20.11.2020 and accepted for publication on 17.12.2020. The authors read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-84-102

УДК 336.67(045)

JEL G30, M210

Социальная ответственность бизнеса: усиление стоимости бренда и влияние на финансовые показатели компании

Н.Ю. Жукова^a✉, А.Э. Меликова^b^{a, b} Пермский филиал Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Пермь, Россия^a <https://orcid.org/0000-0003-1126-3343>; ^b <https://orcid.org/0000-0003-0879-3589>

✉ Автор для корреспонденции

АННОТАЦИЯ

Цель исследования — выявление влияния корпоративной социальной ответственности на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми показателями компании. **Методологической основой** работы стало эмпирическое исследование выборки открытых данных по 78 американским компаниям за период с 2000 по 2019 г. Всего проанализировано 962 наблюдения, источником выступила база Thomson Reuters Eikon. Для определения стоимости бренда использована информация консалтингового агентства Interbrand. На основе панельных данных построены три регрессионных модели, в которых контролируется расширенный набор бухгалтерских и корпоративных переменных. Оценка полученных регрессионных моделей выполнена с использованием модели с фиксированными эффектами. В результате исследования сделан **вывод**, что инвестиции компаний в деятельность, связанную с социальной ответственностью, оказывают положительное не прямое влияние на такие финансовые показатели компании, как рентабельность активов и рыночную капитализацию: влияние стоимости бренда на эти показатели усиливается, если компания характеризуется высоким уровнем социально ответственного и этического поведения. В то же время исследование показало, что уровень социальной ответственности компании как не усиливает, так и не ослабляет влияние бренда на рентабельность собственного капитала. Полученные результаты имеют практическую направленность и могут быть использованы собственниками, топ-менеджментом компаний и инвесторами при формировании стратегии компании и принятии инвестиционных решений. Кроме того, материалы исследования могут быть использованы органами государственной власти для стимулирования социальной ответственности бизнеса. **Перспективы** будущих исследований могут быть связаны с устранением тех ограничений, которые имеет наше исследование: например, путем проведения исследований на выборках, включающих более разнородные компании и/или компании разных стран.

Ключевые слова: корпоративная социальная ответственность; бренд; стоимость бренда; финансовые показатели; рентабельность активов; рентабельность собственного капитала; рыночная капитализация

Для цитирования: Жукова Н.Ю., Меликова А.Э. Социальная ответственность бизнеса: усиление стоимости бренда и влияние на финансовые показатели компании. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):84-102. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-84-102

ORIGINAL PAPER

Corporate Social Responsibility: Strengthening Brand Value and Affecting Company's Financial Performance

N.Yu. Zhukova^a✉, A.E. Melikova^b^{a, b} HSE University, Perm branch, Perm, Russia^a <https://orcid.org/0000-0003-1126-3343>; ^b <https://orcid.org/0000-0003-0879-3589>

✉ Corresponding author

ABSTRACT

The article **aims** to identify the influence of corporate social responsibility on the relationship between brand value and the company's financial performance. The **methodological basis** of the work is an empirical study of an open data sample on 78 American companies for 2000–2019. The authors analyzed 962 observations from the Thomson Reuters Eikon database. The Interbrand consulting agency was the source for determining the brand value. Built by the authors,

three regression models rely on panel data and control an extended set of accounting and corporate variables. The evaluation of the models employs a fixed effects model. The authors **conclude** that corporate investments in social responsibility activities have a positive indirect effect on the company's financial performance, such as return on assets and market capitalization: the influence of brand value on these indicators increases due to a high level of corporate social responsibility and ethical behavior. The study showed that the level of corporate social responsibility neither enhances nor it weakens the influence of the brand on the return on equity. The study results may be of practical use to owners, top management of companies and investors when making the company's strategy and investment decisions. Moreover, the research materials can be used by public authorities to stimulate the corporate social responsibility. **The prospects** for future research may relate to lifting the current restrictions: research on samples that include more heterogeneous companies and/or companies from different countries.

Keywords: corporate social responsibility; brand; brand value; financial indicators; return on assets; return on equity; market capitalization

For citation: Zhukova N.Yu., Melikova A.E. Corporate social responsibility: strengthening brand value and affecting company's financial performance. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):84-102. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-84-102

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность такого явления, как «корпоративная социальная ответственность» (далее — КСО), очень явно проявилась в условиях пандемии коронавируса, когда требуется не просто поддерживать экономический рост, но и мобилизовать ресурсы частных компаний на социальные нужды, т.е. компании должны выполнять определенную общественную функцию. Понимание руководителями компаний необходимости взаимодействия с обществом позволило еще в 2001 г. зафиксировать новую концепцию, введя официально термин «корпоративная социальная ответственность», которую предложено рассматривать как «концепцию, посредством которой компании на добровольной основе интегрируют решение социальных и экологических проблем в свою деятельность и во взаимодействие со своими стейкхолдерами»¹. В нашем исследовании мы будем придерживаться более широкой трактовки КСО, которую сформулировали А. McWilliams и D. Siegel как действия компании, которые выходят за рамки ее непосредственных интересов, не требуются законодательно, но способствуют достижению некоего общественного блага [1].

В конце 2019 г. руководители более 180 крупнейших американских компаний подписали заявление² о корпоративных целях, в котором отметили, что принятые с 1978 г. принципы корпоративного

управления, согласно которым основная задача корпораций — обеспечивать интересы акционеров, уже не отвечают сегодняшней ситуации. В связи с этим в заявлении было сформулировано, что долгосрочный успех компаний и экономики США зависит от предприятий, инвестирующих в своих сотрудников и в сообщества, в которых они работают.

J. Stiglitz также отмечает [2], что в настоящее время насущной проблемой корпоративного управления является несовпадение стимулов отдельных лиц со стимулами организации и, в более широком смысле, с интересами общества к долгосрочному экономическому росту.

На наш взгляд, роль КСО компаний будет повышаться независимо от отрасли, а в дальнейшем стимулироваться/поощряться со стороны государства для выполнения компанией определенной общественной функции. Так, например, в России уже принят закон о поправках в Налоговый кодекс, который предоставляет определенные льготы и меры поддержки для социально ориентированных НКО в условиях пандемии. Кроме того, в этом законе введен налоговый вычет для бизнеса за участие в благотворительной деятельности: коммерческим компаниям с 1 января 2020 г. можно относить затраты на благотворительную деятельность к внереализационным расходам на сумму, не превышающую 1% от выручки организации.

Инициативы компаний в рамках КСО приносят им выгоду благодаря формированию положительной репутации в глазах общественности и способствуют созданию доверительных отношений между фирмой и сообществом. А неспособность удовлетворить растущие ожидания сообщества может поставить под угрозу имидж и репутацию компании. Поэтому многие компании уделяют все больше внимания созданию социально-ответст-

¹ Commission of the European Communities (2001), Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility. URL: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2001/EN/1-2001-366-EN-1-0.Pdf> (дата обращения: 21.08.2020).

² Business Roundtable. Statement on the Purpose of a Corporation. URL: <https://opportunity.businessroundtable.org/our-commitment/> (дата обращения: 19.08.2020).

венного бренда и донесению своих ценностей до общества.

Цель нашего исследования — выявление влияния КСО компании не только на результаты деятельности, но и на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми показателями. Основной отличительной чертой нашей работы является то, что мы рассматриваем выборку с длительным периодом времени (20 лет) и контролируем расширенный набор бухгалтерских и корпоративных переменных.

Статья имеет следующую структуру: 1) теоретический обзор исследований по вопросам влияния бренда и КСО на финансовые показатели компании; 2) постановка проблемы и гипотез исследования; 3) описание выборки исследования; 4) методология исследования; 5) результаты; 6) ограничения и будущие исследования; 7) выводы.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Влияние бренда на финансовые показатели

Как отмечают J. Barney, M. Wright и D. Ketchen [3], основной теоретической базой исследований связи между брендом и результатами деятельности компании является ресурсный подход, согласно которому ресурсы, являющиеся ценными, редкими, уникальными и незаменяемыми (критерий VRIN), способствуют созданию конкурентного преимущества компаний. Исходя из того, что бренд полностью соответствует данному критерию, его принято рассматривать как один из наиболее важных стратегических активов компании, который позволяет фирмам быть конкурентоспособными на рынке, успешно и эффективно создавать ценность для заинтересованных сторон таким образом, как это не могут сделать ее конкуренты [3], что, в свою очередь, должно положительно влиять на результаты деятельности фирм.

Прошлые исследования свидетельствуют о том, что стоимость бренда может влиять на результаты деятельности компании посредством увеличения ее доходов или уменьшения затрат. Так, если рассматривать эффект бренда на доходы, то капитал бренда, согласно исследованию K. Ailawadi, D. Lehmann и S. Neslin [4], может повлиять как на цену, так и на количество. Например, подтверждено влияние сильного бренда на улучшение финансовых показателей компаний за счет увеличения спроса на их товары и услуги [5, 6]. Что касается издержек, то фирмы с сильным брендом также могут использовать такие аспекты, как лояльность к бренду для достижения определенных финансовых результатов при более низких общих затратах [5, 7].

D. Aaker и R. Jacobson [8] в исследовании, оценивающем связь между брендом и финансовыми результатами компаний, пришли к выводу о том, что между повышением качества бренда и доходностью акций наблюдается значимая положительная связь. В этом исследовании был впервые выявлен потенциал бренда относительно создания стоимости и обосновано значимое влияние качества бренда на рыночную стоимость компании.

Позже R. Kerin и R. Sethuraman [9] в своей работе исследовали влияние стоимости бренда на несколько финансовых показателей. Полученные ими результаты свидетельствуют о положительной взаимосвязи между стоимостью бренда и отношением рыночной стоимости фирмы к ее балансовой стоимости. Согласно другим исследованиям (например, M. Barth, M. Clement, G. Foster и R. Kasznik [10]) стоимость бренда положительно связана не только с переменными, рассчитанными по бухгалтерской отчетности, но и с ценами на акции и их доходностью. Опираясь на подход, используемый в этом исследовании, T. Madden, F. Fehle и S. Fournier [11] пришли к выводу о том, что бренды с более высокой стоимостью приносят акционерам большую доходность при меньшем риске.

В целом, хотелось бы отметить, что исследователями было также обнаружено положительное влияние бренда на такие показатели, как коэффициент Тобина [6, 12], денежные потоки [12, 13], выручку от продаж [14], рентабельность инвестиций [13], EBITDA [15], чистую прибыль и балансовую стоимость капитала [10]. Исследователи достаточно однозначно сходятся на том, что бренд является значимым предиктором финансовых показателей компании [11, 16].

Влияние КСО на финансовые показатели

Исследованию взаимосвязи между КСО и финансовыми показателями компаний посвящено большое количество научной литературы. Например, обзорная статья J. Margolis, H. Elfenbein, J. Walsh [17] содержит информацию о том, что 167 исследований в период с 1972 по 2007 г. анализируют взаимосвязь между КСО и финансовыми показателями. При этом стандартным подходом в этих исследованиях является регрессия финансовых показателей (Q-Тобина, доходности активов и др.) на показатели КСО (например, используется индекс социальной эффективности (Kinder, Lydenberg и Domini, далее — KLD).

Причем, если ранние работы в исследовании взаимосвязи КСО и финансовых показателей демонстрировали отрицательную взаимосвязь, то

более поздние признают ценность и влияние КСО на финансовые показатели. Например, С. Flammer [18] представляет результаты своего эмпирического исследования о влиянии КСО на финансовые показатели, оценивая влияние предложений акционеров по КСО на доход акционеров и другие переменные, отражающие финансовый результат, и обнаруживает, что принятие предложений по корпоративной социальной ответственности оказывает положительное влияние на производительность труда и рост продаж. Что согласуется со взглядами многих авторов о рассмотрении КСО как ресурса, позволяющего повысить эффективность, конкурентоспособность, повлиять на репутацию и бренд (см., например, [19–21]).

Таким образом, исследования последних 20 лет свидетельствуют о том, что КСО так же, как и бренд, может быть определяющим фактором, влияющим на финансовые показатели компании.

Взаимосвязь инициатив КСО, бренда компании и финансовых показателей

В 2015 г. авторами исследования D. Wang, P. Chen, T. Yu, C. Hsiao [22] была сделана попытка выявить влияние КСО на взаимосвязь между финансовыми результатами компании и стоимостью бренда. Однако в этой работе не был получен ожидаемый результат: исследование проводилось на выборке, включающей данные по высокотехнологическим торгуемым компаниям Тайвани за 4 года (с 2010 по 2013 г.). При этом стоимость бренда оценивалась исследователями по модели Хироме, а переменная, отвечающая за КСО, была сконструирована самостоятельно, базируясь на методе Dow Jones Sustainability Index. Для формирования переменной КСО были приняты во внимание четыре измерения КСО: экономическое, социальное, окружающая среда и корпоративное управление. В результате был сформирован общий индекс КСО, включающий каждое из измерений с равным весом. Для исследования причинно-следственной связи между КСО, стоимостью бренда и финансовыми результатами компаний авторы использовали систему структурных уравнений, и было выявлено, что стоимость бренда не влияет на взаимосвязь между КСО и финансовыми показателями фирм. Отсутствие взаимосвязи, возможно, связано с тем, что авторы использовали собственную, не апробированную методику оценки КСО.

В дальнейшем было проведено исследование M. Rahman, M. Rodríguez-Serrano, M. Lambkin [23], посвященное изучению взаимосвязи между КСО, брендом и финансовыми показателями на выборке по 62 американским компаниям за 14 лет — с 2000

по 2013 г. Для формирования модели авторы использовали общепринятые данные: для описания стоимости бренда — оценки от консалтингового агентства Interbrand, информацию по КСО — из базы данных KLD, а по финансовым показателям — из базы данных COMPUSTAT. Было доказано, что стоимость бренда положительно влияет на текущие финансовые результаты компании, выраженные через рыночную долю, и на будущие финансовые показатели, описанные через коэффициент Тобина. Кроме того, исследователи получили значимый эффект взаимодействия между стоимостью бренда и переменной, отвечающей за КСО, что говорит о том, что взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми показателями компании усиливается, когда компания инвестирует в КСО.

Таким образом, можно утверждать, что вопрос влияния КСО на взаимосвязь между брендом и результатами деятельности компаний еще широко не изучен. Более того, в проведенных исследованиях, авторами были получены разнящиеся результаты, что свидетельствует о том, что на данный момент нет единого мнения относительно эффекта КСО. Поэтому считаем целесообразным проведение исследования, в котором будет произведена попытка оценить влияние КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми результатами фирм.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ И ГИПОТЕЗ ИССЛЕДОВАНИЯ

Наше исследование направлено на определение влияния КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми показателями компании (рис. 1), мы предполагаем, что эта взаимосвязь усиливается при инвестициях компаний в деятельность по КСО.

В рамках проведенного анализа данных мы тестируем гипотезы о влиянии бренда на финансовые показатели компании и пытаемся обнаружить модерационный эффект КСО на эту взаимосвязь.

Гипотеза 1: Рост стоимости бренда положительно влияет на финансовые показатели компаний.

В большинстве эмпирических исследований для отражения результатов деятельности компаний используются финансовые показатели, рассчитываемые по данным бухгалтерской отчетности, нежели принимаются во внимание рыночные показатели [24, 25]. Мы также выбираем в качестве финансовых показателей рентабельность активов (ROA) и рентабельность капитала (ROE), поскольку они входят в перечень наиболее часто используемых финансовых показателей, выступающих в качестве экзогенных перемен-

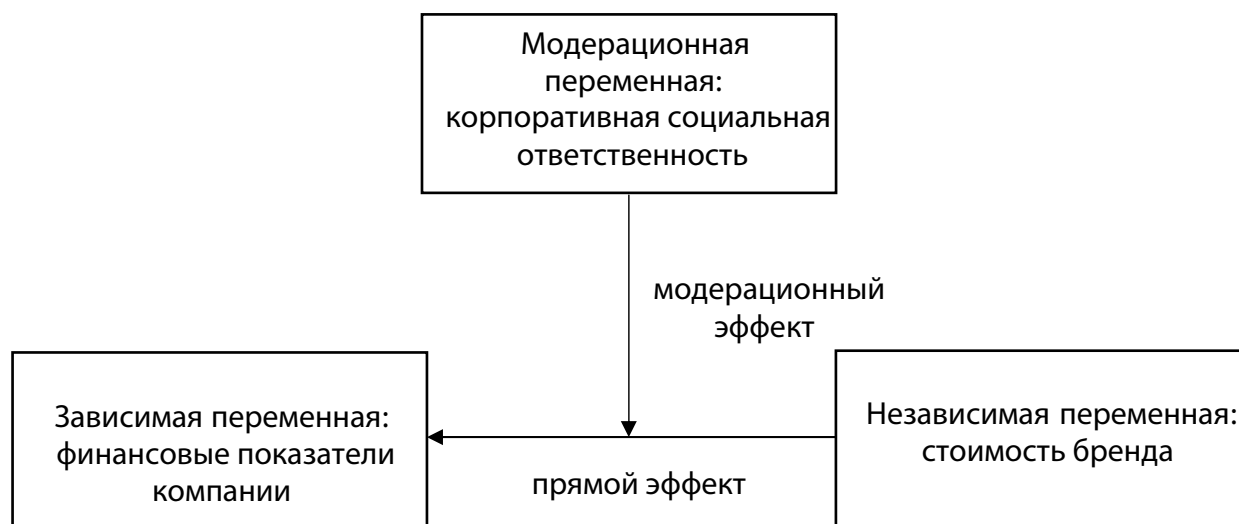


Рис. 1 / Fig. 1. Ожидаемая взаимосвязь между экзогенной и эндогенными переменными /
Expected relationship between exogenous and endogenous variables

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

ных в релевантной литературе и отражающих результаты деятельности компаний [26]:

- ROA выступает в качестве показателя, отражающего потенциал генерирования компанией денежных потоков в будущем, и является индикатором стабильности финансового положения компании;

- ROE является показателем прибыльности и мерой, представляющей огромный интерес для акционеров.

Гипотеза 1.1: Рост стоимости бренда положительно влияет на рентабельность активов.

Гипотеза 1.2: Рост стоимости бренда положительно влияет на рентабельность собственного капитала компании.

В рамках настоящего исследования было принято решение оценить влияние стоимости бренда не только на рассчитанные по данным финансовой отчетности финансовые коэффициенты, но и на капитализацию компании. Полагается, что повышение стоимости бренда выступает драйвером роста его узнаваемости на рынке, что, в свою очередь, приводит к тому, что растет внимание к компании со стороны потенциальных инвесторов, и это в конечном счете положительно сказывается на рыночной капитализации компании.

Гипотеза 1.3: Рост стоимости бренда положительно влияет на рыночную стоимость компании.

Согласно теории заинтересованных сторон заинтересованные лица поощряют те компании, которые демонстрируют хорошие результаты в рамках деятельности по КСО, и неблагосклонно относятся к компаниям, демонстрирующим низкие результа-

ты в этой сфере [27]. Можно утверждать, что компании могут рассматривать деятельность в области КСО как некую инвестицию, предполагая, что предпринятые ими действия в рамках КСО позволят им достичь более высоких финансовых результатов, поэтому мы тестируем следующую гипотезу:

Гипотеза 2: Действия компаний в области КСО положительно влияют на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми результатами компании. Мы проверяем влияние на три финансовых показателя:

Гипотеза 2.1. Действия компаний в области КСО положительно влияют на взаимосвязь между стоимостью бренда и рентабельностью активов компании.

Гипотеза 2.2. Действия компаний в области КСО положительно влияют на взаимосвязь между стоимостью бренда и рентабельностью собственного капитала компании.

Гипотеза 2.3. Действия компаний в области КСО положительно влияют на взаимосвязь между стоимостью бренда и рыночной стоимостью компании.

Компании с более высокой стоимостью бренда чаще участвуют в деятельности в рамках КСО в инициативном порядке с целью информирования рынка о том, что они являются более социально ответственными участниками рынка, нежели их конкуренты [28]. Инициативы в области КСО, которые осуществляются такими компаниями, будут более заметны заинтересованным лицам, в отличие от компаний с менее высокой стоимостью бренда, поскольку сильные бренды обладают более высоким уровнем узнаваемости на рынке. Из этого следует, что ввиду привлечения большего вни-

мания со стороны заинтересованных лиц фирмы с относительно более высокой стоимостью бренда могут в результате получить большую выгоду от деятельности в области КСО, чем фирмы с более низкой стоимостью бренда [27].

Компании с высокой стоимостью бренда получают более благоприятный отклик от заинтересованных лиц относительно своей деятельности в области КСО по сравнению с фирмами с низкой стоимостью бренда, исходя из чего можно предположить, что имеется положительный эффект взаимодействия между стоимостью бренда и КСО. Иначе говоря, финансовые результаты двух гипотетических фирм с одинаковой стоимостью бренда будут варьироваться в зависимости от того, в какой степени эти фирмы инвестируют в деятельность по КСО и насколько эффективно они используют эту деятельность для того, чтобы повысить свою репутацию и улучшить отношения с ключевыми заинтересованными сторонами [23].

ДАННЫЕ

Для проведения исследования была сформирована выборка по компаниям США, поскольку именно руководителями американских компаний было заявлено о решении изменения главной корпоративной цели, что предполагает, что в сообществе найден определенный консенсус по измерению показателей КСО. В выборку вошли компании, по которым консалтинговым агентством Interbrand были представлены оценки стоимости брендов. Таким образом, первоначальная выборка, сформированная из имеющихся в открытом доступе данных, содержала 1064 наблюдения по 90 компаниям в период с 2000 по 2019 г.

В качестве прокси к КСО, вслед за предыдущими исследованиями (Н. Wang, S. Sengupta [6], G. Giannarakis [29], A. Dardour, J. Husser [30]) нами был использован рейтинг ESG (Environmental, Social and Governance), который рассчитывается аналитиками и предназначен для объективного и точного измерения деятельности компании в области КСО по трем аспектам: в области охраны окружающей среды, социальной сферы и экономики. Источником послужила база данных Thomson Reuters Eikon.

В качестве зависимых переменных рассмотрены такие показатели, как рентабельность активов (ROA), рентабельность собственного капитала (ROE), рыночная капитализация.

В качестве контрольных переменных служат такие параметры, как расходы на НИОКР, рекламу, общие коммерческие и административные расходы, балансовая стоимость активов, среднесписочная

численность сотрудников компании, финансовый рычаг и отрасль.

Источником по зависимым и контрольным переменным выступила база данных Thomson Reuters Eikon. Однако не по каждой компании, входящей в отобранную нами выборку, были обнаружены необходимые данные за все 20 лет, в связи с чем из первоначальной выборки были удалены наблюдения, по которым нет большого количества данных. В частности, удалены оценки стоимости таких брендов, как «Compaq», «LinkedIn», «Sun Microsystems», «The Wall Street Journal», «TIME» и «Wrigley» ввиду отсутствия данных по представляющим интерес переменным, а также несколько компаний, которые были поглощены, в результате чего информация о финансовых результатах компаний оказалась также недоступна.

Кроме того, ряд компаний обладают большим количеством брендов, каждый из которых отдельно оценивается консалтинговым агентством. Так, к примеру, компанией-производителем таких брендов напитков, как «Coca-Cola» и «Sprite», является Coca-Cola Co. Оба этих бренда присутствовали в выборке и, исходя из того, что имеется возможность учесть финансовые показатели лишь в целом по компании Coca-Cola Co, такие наблюдения были исключены.

Далее в ходе предварительного анализа данных были введены ограничения на переменную, отвечающую за финансовый рычаг, и окончательная выборка сократилась до 962 наблюдений за период с 2000 по 2019 г. по 78 компаниям из 32 отраслей.

Для удобства дальнейшего использования переменной, отвечающей за принадлежность к отрасли, она была преобразована в категориальную переменную (рис. 2), которая принимает значение 1, если компания относится к отрасли, которая ориентирована на потребителей (товары и потребительские услуги), 0 — в ином случае (согласно Глобальному стандарту отраслевой классификации — GICS).

Описательная статистика по количественным переменным, включенным в итоговую выборку, приведена в табл. 1, тест Харке-Бера показал, что распределение совокупности значений величин не противоречит нормальному закону.

Средняя оценка стоимости бренда выборки равна 17 970,19 млн долл. Средний балл по КСО равен 69,51, в то время как наименьшее значение данного показателя соответствует 20,78. В среднем рентабельность активов фирм выборки составляет 9%, рентабельность собственного капитала — 29%, рыночная капитализация средней компании выборки составляет 107 141,18 млн долл., а выручка —



Рис. 2 / Fig. 2. Распределение компаний выборки по отраслям / Industrial distribution of the companies in the sample

Источник / Source: составлено авторами на основе выборки / compiled by the authors based on the sample.

36 939,28 млн долл., из которых 6735,57 млн долл. направляются на коммерческие и административные расходы.

Проведенная проверка на наличие мультиколлинеарности показала, что между эндогенными переменными не наблюдается препятствующей построению моделей сильной взаимосвязи (табл. 2).

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Сформированная итоговая выборка представляет собой панельные данные, поэтому для их анализа использована линейная множественная регрессия, формула (1):

$$y_{it} = a_{it} + x'_{it} \beta + u_{it}, \quad (1)$$

где: y_{it} — это зависимая переменная (финансовый результат деятельности компании i в момент времени t , выраженный через рентабельность активов, рентабельность собственного капитала и рыночную капитализацию), где $i = 1, \dots, n$ — индекс объекта (компании), $t = 1, \dots, T$ — индекс времени (рассматриваемый период: 2000–2019 гг.);

a_{it} — это индивидуальный эффект i -го объекта;

x'_{it} — набор объясняющих переменных (стоимость бренда, КСО и вектор контрольных переменных), представляющий собой вектор размерности K , где K — это количество признаков;

β — вектор коэффициентов размерности $K \times 1$;

u_{it} — случайные ошибки наблюдения.

В рамках данного исследования регрессионная формула применяется при анализе трех математических моделей.

Модель А. «Рентабельность активов»:

$$ROA_{it} = f(\text{Brand Value}; \text{ESG}; \text{Brand Value} * \text{ESG}; \text{SGA} / \text{TA}; D / E; \text{Ind}; \text{Lag}(\text{ROA}); \text{Revenue} / \text{Number of employees}) + u_{Ait}.$$

Модель В. «Рентабельность собственного капитала» — регрессия с фиксированными индивидуальными эффектами, зависимой переменной в которой выступает ROE, набор объясняющих переменных в этой модели совпадает с предыдущей регрессионной моделью:

$$ROE_{it} = f(\text{Brand Value}; \text{ESG}; \text{Brand Value} * \text{ESG}; \text{SGA} / \text{TA}; D / E; \text{Ind}; \text{Lag}(\text{ROE}); \text{Revenue} / \text{Number of employees}) + u_{Bit}.$$

Модель С. «Рыночная капитализация»:

$$MV_{it} = f(\text{Brand Value}; \text{ESG}; \text{Brand Value} * \text{ESG}; \text{SGA} / \text{TA}; D / E; \text{Ind}; \text{Revenue} / \text{Number of employees}) + u_{Cit}.$$

Для получения эффективных оценок было принято решение построить несколько спецификаций для каждой модели и выбрать ту модель, чьи оценки будут состоятельными, несмещенными и эффективными. Для установления искомой взаимосвязи нами была использована модель с фиксированными индивидуальными эффектами, исходя из предположения, что каждая компания обладает индивидуальными характеристиками (ненаблюдаемая гетерогенность), которые могут смещать оценки предикторов или зависимые переменные, ввиду чего возникает корреляция между случайной ошибкой объекта (компании) и объясняющими переменными. Модель с фиксированными эффектами позволяет нам устранить влияние этих неизменяемых во времени характеристик и дает возможность оценить результирующий эффект эндогенных переменных на зависимую.

Тестирование на наличие эндогенности проведено при помощи теста Хаусмана, в рамках которого была проверена гипотеза об отсутствии корреляции

Таблица 1 / Table 1

Описательная статистика для компаний выборки / Descriptive statistics for companies in the sample

Переменная / Variable	Ед. изм. / Unit	Среднее / Average	Станд. откл. / Standard deviation	Мин. значение / Min. value	Макс. значение / Max. value	р-значение (Тест Харке-Бера) / p-value (Jarque-Bera test)
Зависимые переменные						
Рентабельность активов (ROA)	ед.	0,09	0,07	-0,48	0,35	0,0000
Рентабельность собственного капитала (ROE)	ед.	0,29	0,26	-0,83	3,13	0,0000
Рыночная капитализация (Market Value)	млн долл.	107141,18	132978,25	685,80	1304764,77	0,0000
Мера бренда						
Стоимость бренда (Brand Value)	млн долл.	17970,19	24284,11	1235,00	234241,00	0,0000
Мера корпоративной социальной ответственности						
Балл ESG	ед.	69,51	15,00	20,78	97,66	0,0000
Контрольные переменные						
Балансовая стоимость капитала (TA)	млн долл.	179113,64	416040,15	1491,55	2687379,00	0,0000
Общие коммерческие и административные расходы (SGA)	млн долл.	6735,57	7092,73	218,00	61323,00	0,0000
Общие коммерческие и управленческие расходы / балансовая стоимость капитала (SGA/TA)	ед.	0,19	0,17	0,00	1,00	0,0000
Финансовый рычаг (D/E)	ед.	1,47	2,24	0,00	15,20	0,0000
Расходы на НИОКР (R&D)	млн долл.	3742,62	4438,89	22,00	35931,00	0,0000
Расходы на НИОКР / балансовая стоимость капитала (R&D/TA)	ед.	0,06	0,04	0,00	0,19	0,0000
Выручка от продаж (Revenue)	млн долл.	36939,28	39763,90	203,00	291252,00	0,0000
Среднесписочная численность сотрудников (Number of employees)	ед.	110674,71	110998,64	2625,50	722750,00	0,0000
Выручка от продаж / Численность сотрудников (Revenue / Number of employees)	ед.	0,52	0,44	0,00	3,29	0,0000

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

**Корреляционная матрица зависимых и объясняющих переменных /
Correlation matrix of the dependent and explanatory variables**

	ROA	ROE	MV	BV	ESG	TA	R&D	R&D / TA	SGA	SGA / TA	D / E	Rev / N
ROA	1,00											
ROE	0,39***	1,00										
MV	0,12***	0,00	1,00									
BV	0,16***	0,08**	0,77***	1,00								
ESG	0,08**	0,07*	0,25***	0,25***	1,00							
TA	-0,36***	-0,27***	0,23***	0,04	0,13***	1,00						
R&D	0,18***	0,08	0,81***	0,71***	0,38***	0,74***	1,00					
R&D / TA	0,00	-0,19***	0,25***	0,18***	0,06	0,02	0,52***	1,00				
SGA	0,01	0,01	0,61***	0,45***	0,37***	0,19***	0,64***	0,14***	1,00			
SGA / TA	0,25***	0,20***	-0,22***	-0,20***	-0,10***	-0,36***	-0,11**	0,17***	-0,02	1,00		
D / E	-0,38***	0,14***	-0,12***	-0,10***	-0,04	0,65***	-0,21***	-0,37***	-0,11***	-0,17***	1,00	
Rev / N	0,05	-0,10**	0,39***	0,24***	-0,23***	0,29***	0,19***	0,00	0,13***	-0,32***	0,13***	1,00

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Примечание / Note: ***, **, * — значимость на уровнях 1, 5 и 10% соответственно / ***, **, * — significance at the 1, 5 and 10% level respectively.

между индивидуальными эффектами и объясняющими переменными.

Кроме того, в рамках нашего исследования модель с фиксированными эффектами оценена с включением как индивидуальных (характерных для определенных наблюдений, но постоянных во времени), так и временных (характерных для определенного периода времени, но постоянных для наблюдений) эффектов, поскольку можно утверждать, что для компаний выборки имеются некоторые ненаблюдаемые временные эффекты (например, экономические циклы) и специфичные для компании эффекты, постоянные во времени (к примеру, корпоративная культура, практика ведения бизнеса и т.д.). Для проверки целесообразности включения таких эффектов проведен F-тест.

Поскольку в рамках нашего исследования предполагается, что КСО влияет на взаимосвязь между брендом и финансовыми показателями компаний, то для тестирования этой связи в модели включен эффект взаимодействия. Данный эффект наблюдается в случаях, когда влияние независимой переменной x (в рамках данного исследования — это стоимость бренда) на зависимую переменную y (финансовый результат деятельности компании) изменяется в зависимости от модерирующей переменной z (уровень КСО).

В оцениваемых нами моделях используется одинаковый набор контрольных переменных. Мы

контролируем размер фирмы, так как данный параметр может существенно влиять на финансовые показатели компаний: чем крупнее фирма, тем большее число ресурсов и возможностей для поддержания конкурентного преимущества она имеет ввиду эффекта масштаба [31]. В литературе, как правило, предлагаются следующие варианты учета данного параметра: натуральный логарифм совокупных активов [23], выручки от продаж [6, 13] или среднесписочной численности сотрудников компании [12, 14, 32]. Так, размер фирмы в наших моделях был поочередно оценен при помощи данных переменных. В оцененные модели включаются те предикторы, которые демонстрируют наиболее сильную корреляцию с каждой из зависимых переменных.

В своих работах исследователи также указывают на необходимость включения переменных, отражающих расходы на рекламу и НИОКР, в качестве контрольных. Являясь важным компонентом процесса продвижения бренда, реклама может повысить его узнаваемость и значительно улучшить имидж бренда, благодаря чему продукты компании будут выгодно отличаться от продуктов ее конкурентов [33]. Таким образом, компания сможет установить более высокую цену на свои продукты по сравнению с товарами конкурента, обладающими идентичными характеристиками, что в конечном счете может положительно повлиять на финансо-

вые результаты компании. Что касается затрат на НИОКР, то по результатам многих исследований подтверждается, что данный параметр, наряду с размером компании, риском, прошлыми финансовыми результатами, а также принадлежностью к отрасли, является надежным предиктором результатов деятельности компаний [34–38]. Тем не менее, учитывая, что многие компании не раскрывают данные по расходам на рекламу, а более половины значений по затратам на НИОКР недоступны (количество пропущенных значений соответствует 58,63%), использовать данные переменные в настоящем исследовании нецелесообразно. В данном случае общепринятой альтернативой является использование общих коммерческих и управленческих расходов как прокси затрат на рекламу [6, 39]. Для исключения возможности наличия эффекта масштаба ввиду использования данной переменной в исходном виде общие коммерческие и управленческие расходы были нормированы на балансовую стоимость капитала. Полученный показатель интерпретируется некоторыми авторами как интенсивность продаж [23].

Вслед за предыдущими исследованиями в качестве контрольной переменной мы используем финансовый леверидж, рассчитываемый как отношение совокупных обязательств к собственному капиталу, в качестве прокси риска [23, 38].

Помимо этого, исследователями предлагается принимать во внимание такой параметр, как производительность труда [23]. Очевидно, что сотрудники оказывают значительное влияние на результаты деятельности компании благодаря своей продуктивности и качеству работы, ввиду чего более высокая производительность труда гарантирует более высокие финансовые показатели фирмы. В качестве прокси к данному параметру выступает отношение выручки к количеству сотрудников.

Наконец, учитывая, что текущие значения финансовых показателей компании сильно зависят от прошлых [38], а именно, финансовые коэффициенты, как правило, сходятся к среднему значению, т.е. за высокими (низкими) значениями обычно следуют более низкие (более высокие) значения [37], необходимо также контролировать на значение используемой в модели экзогенной переменной в прошлом периоде. Следовательно, в модель с зависимой переменной рентабельности активов в качестве контрольной включается рентабельность активов за предыдущий год. Аналогичным образом учитываются прошлые значения других экзогенных переменных. Так, описанные выше показатели входят в набор контрольных переменных, включаемых

в модели нашего исследования. Принадлежность к отрасли представляется возможным включить лишь в модель с временными эффектами.

ОПИСАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

Модель А. «Рентабельность активов»

В качестве первой спецификации рассматривается модель сквозной регрессии (pooled regression), где зависимой переменной выступает ROA. Данная модель была построена в качестве базовой, однако, надо отметить, что эта модель не учитывает панельную структуру данных, в частности индивидуальные различия между компаниями.

В качестве объясняющих переменных в модель были включены стоимость бренда, балл ESG, логарифм выручки от продаж как прокси размера компании, финансовый рычаг, принадлежность к отрасли, доля общих коммерческих и управленческих расходов в балансовой стоимости капитала, значение ROA в прошлом периоде и отношение выручки от продаж к численности сотрудников.

Рассмотренные нами спецификации модели А представлены в табл. 3: спецификация (1) является сквозной регрессией, спецификации (2), (3), (4) и (5) — это модели с фиксированными индивидуальными эффектами (результаты проведенного теста Хаусмана свидетельствуют о целесообразности использования моделей с фиксированными эффектами). В спецификацию (2) были включены все те же объясняющие переменные, что и в спецификацию (3), кроме эффекта взаимодействия. Это осуществлено для того, чтобы оценить вклад совместного эффекта стоимости бренда и КСО в объяснение дисперсии зависимой переменной. Все построенные спецификации модели были оценены при помощи метода наименьших квадратов (МНК), при этом спецификации (1), (2) и (3) являются линейно-логарифмическими: в качестве зависимой переменной в них выступает рентабельность активов. В спецификациях (4) и (5) в качестве экзогенной переменной выступает логарифм рентабельности активов, причем модель (5) — полностью логарифмическая.

В качестве критериев оценки качества моделей мы рассматриваем коэффициент детерминации и *p*-значение *F*-статистики. Согласно значению *F*-статистики все представленные модели значимы. По значению коэффициента детерминации лучшей является спецификация (1). Однако так как данная модель была оценена в качестве базовой и не учитывает наличие индивидуальных различий между компаниями, то определим наиболее качественную модель, не принимая в рассмотрение сквозную регрессию. Так, наиболее высокую долю

Таблица 3 / Table 3

**Сравнение качества регрессионных моделей с зависимой переменной рентабельности активов /
Comparison of the quality of regression models with the dependent variable of return on assets**

Регрессоры / Regressors	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Стоимость бренда		-0,000000493***	-0,00001431***		
Логарифм стоимости бренда					
КСО	0,00026*				
Логарифм КСО					-2,30326**
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО			0,000000012*	0,000000015*	
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО (логарифм)					0,24466*
Логарифм балансовой стоимости капитала					-0,54532***
Логарифм выручки от продаж		0,02130***	0,02349***		
Отрасль					
Финансовый рычаг	-0,00410***	-0,00336**	-0,00353**		
Логарифм финансового рычага					-0,21292**
Отношение общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам	0,03422***	0,21983***	0,22269***	1,92972***	
Логарифм отношения общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам					
Отношение выручки к количеству сотрудников	0,01314***		0,04221***	0,46876***	
Логарифм отношения выручки к количеству сотрудников					0,38581***
Значение ROA в прошлом периоде	0,71920***			3,29819***	
Значение ROA в прошлом периоде (логарифм)					0,12366***
Константа					
$prob(F - stat.)$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R^2	0,6672	0,1189	0,1241	0,1658	0,1503
Количество наблюдений	610	639	639	599	589

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Примечание / Note: ***, **, * – значимость на уровнях 1, 5 и 10% соответственно. В таблице представлены только значимые переменные. Использованы стандартные ошибки в форме Ньюи-Уэста (являются состоятельными к наблюдающейся в представленных моделях гетероскедастичности и автокорреляции). Полученные в моделях оценки во всех спецификациях, кроме первой, характеризуются несмещенностью, состоятельностью и неэффективностью / ***, **, * – significance at the 1, 5 and 10% level respectively. The table presents only significant variables. Newey-West standard error correction for estimates was conducted to get heteroskedasticity and autocorrelation consistent estimators. The obtained estimates are unbiased, consistent and inefficient for all specifications except the first one.

объясненной дисперсии зависимой переменной демонстрирует спецификация (4). Следует отметить, что при переходе от одной спецификации к другой знаки перед оценками коэффициентов не меняются, что является свидетельством качества построенных моделей.

Спецификация (2) была рассмотрена для того, чтобы оценить вклад включаемого в модель в последствии совместного эффекта. Так, при переходе от одной регрессии к другой наблюдается повышение скорректированного коэффициента детерминации, хоть и незначительное. Данный показатель контролирует число включаемых переменных, ввиду чего можно утверждать, что принятие во внимание совместного эффекта между стоимостью бренда и КСО способствует объяснению большей доли дисперсии зависимой переменной.

По представленным выше результатам можно судить о том, что, вопреки ожиданиям, *гипотеза 1.1.* о положительном эффекте стоимости бренда на рентабельность активов не была подтверждена. В трех спецификациях стоимость бренда оказалась незначима, однако в остальных моделях наблюдается отрицательный значимый коэффициент. Данный результат вступает в противоречие с работами авторов предыдущих исследований. Так, в работе А. Krasnikov, S. Mishra, D. Orozco [12] было обнаружено положительное влияние бренда на ROA. Возможно, это связано с используемым методом измерения бренда, так как в указанном исследовании в качестве прокси к бренду использовались торговые марки, а не оценки стоимости бренда, предоставляемые консалтинговым агентством.

Однако выдвинутая нами *гипотеза 2.1.* о положительном влиянии КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и таким финансовым результатом, как рентабельность активов, подтвердилась. Так, в трех спецификациях совместный эффект стоимости бренда и КСО оказался значим. Это говорит о том, что для компаний с разным уровнем КСО влияние стоимости бренда на рентабельность активов различно. Положительный значимый коэффициент свидетельствует о том, что при более высоком КСО наблюдается более сильная взаимосвязь между величиной капитала бренда и рентабельностью активов, в то время как при более низком уровне КСО наблюдается более слабая связь между брендом и обозначенным показателем, т.е. влияние стоимости бренда на рентабельность активов усиливается, если компания обладает более высоким уровнем социальной ответственности.

При анализе влияния КСО на рентабельность активов спецификация (1) свидетельствует о том,

что при увеличении значения КСО наблюдается рост рентабельности активов. В то же время в модели (5) было получено отрицательное влияние инициатив компании в рамках КСО на рентабельность активов. Такой эффект может быть объяснен с позиции того, что компании тратят дополнительные средства на реализацию таких инициатив. Стоит отметить, что наблюдаемая неопределенность во влиянии уровня социальной ответственности компании на рентабельность активов соотносится с выводами предыдущих исследований. Причиной этому может послужить отсутствие исчерпывающей меры оценки деятельности компаний в области КСО.

В регрессионные модели был также включен ряд контрольных переменных, к которым не сводится фокус данного исследования, однако влияние которых следует принимать во внимание исходя из мнения многих исследователей по рассматриваемой проблеме. Как и ожидалось, с ростом вложений компании в рекламу наблюдается увеличение ROA. При повышении отношения общих коммерческих и административных расходов к совокупным активам на 1 ед. в среднем и при прочих равных рентабельность активов компании растет примерно на 6%. Такие же результаты были получены в предыдущих исследованиях [6, 39].

Влияние лeverиджа, который был включен в регрессии как показатель риска, свидетельствует об отрицательном эффекте роста финансового рычага на рентабельность активов компании. Так, при 1%-ном увеличении отношения совокупных обязательств к собственному капиталу ROA снижается в среднем на 0,21%. Можно сказать, что такой результат был также ожидаем и соответствует здравому смыслу. Несмотря на то что заемное финансирование стоит для компаний дешевле нежели собственное, рост финансового рычага приводит к тому, что структура капитала компании становится более рискованной, что негативно влияет на рентабельность активов.

Во всех спецификациях наблюдается положительное влияние производительности работников на ROA. Повышение отношения выручки к численности сотрудников на 1 ед. в среднем и при прочих равных приводит к увеличению рентабельности активов на 0,59%. Авторами исследований в релевантной литературе было также получено положительное влияние данного параметра на финансовые результаты [23].

Еще одной контрольной переменной, оказывающей положительное влияние на рентабельность активов, выступило значение ROA в прошлом периоде. Так, при росте прошлого показателя на 1 ед. текущий показатель ROA в среднем вырастет при-

мерно на 26%. Данный эффект соотносится с выводами исследователей о том, что текущие значения финансовых показателей компании сильно зависят от прошлых [38].

Модель В. «Рентабельность собственного капитала»

Нами было рассмотрено пять спецификаций модели, результаты представлены в *табл. 4*: (1) — сквозная регрессия, (2) и (3) являются линейно-логарифмическими, причем в спецификации (2) объясняющими переменными выступают все предикторы модели (3), кроме эффекта взаимодействия, что позволит оценить вклад совместного эффекта в объяснение дисперсии зависимой переменной. В качестве экзогенной переменной в спецификациях (1), (2) и (3) выступает рентабельность собственного капитала, в спецификациях (4) и (5) — логарифм ROE, причем спецификация (5) — полностью логарифмическая.

Все полученные регрессионные модели, кроме первой, представляют собой модели с фиксированными эффектами, целесообразность использования которых проверена тестом Хаусмана. Построенные модели были оценены при помощи МНК.

В соответствии с результатами (*табл. 4*) можно утверждать, что все построенные модели значимы, кроме того, в спецификациях сохраняются знаки перед оценками коэффициентов, что свидетельствует о качестве построенных моделей. Среди спецификаций лучший результат по значению коэффициента детерминации, как и в случае с регрессиями с зависимой переменной ROA, демонстрирует модель сквозной регрессии: в ней доля объясненной дисперсии зависимой переменной соответствует 77%. Тем не менее с учетом того, что данная модель не принимает во внимание наличие индивидуальных различий между компаниями, сравним качество остальных моделей. Так, дисперсия зависимой переменной лучше всего объясняется моделью (5), при этом в остальных моделях объясненная доля дисперсии примерно равна 26%.

Выдвинутая нами *гипотеза 1.2.* о влиянии стоимости бренда на рентабельность собственного капитала подтвердилась. Стоимость бренда оказывает положительный эффект на ROE — такой результат наблюдается в четырех спецификациях: при увеличении стоимости бренда на 1% в среднем и при прочих равных ROE повышается на 0,82%.

Вопреки ожиданиям, *гипотеза 2.2* о том, что значение КСО усиливает взаимосвязь между стоимостью бренда и таким финансовым результатом, как рентабельность собственного капитала, не была подтверждена. Совместный эффект стоимости

бренда и КСО оказался незначим во всех спецификациях, т.е. влияние стоимости бренда на ROE одинаково для компаний с разным уровнем КСО, уровень социальной ответственности компании как не усиливает, так и не ослабляет влияние бренда на рентабельность собственного капитала.

В трех спецификациях подтверждается положительное влияние КСО на ROE: при росте балла ESG на 1 ед. ROE в среднем растет на 0,0047 ед.

Анализ контрольных переменных показал, что, как и в случае с ROA, расходы на рекламу положительно влияют на рентабельность собственного капитала. При повышении отношения общих коммерческих и административных расходов к совокупным активам на 1 ед. в среднем и при прочих равных ROE увеличивается примерно на 0,28 ед. Кроме этого, наблюдается положительное влияние финансового рычага на ROE. Помимо этого, выявлено значимое влияние размера фирмы, прокси к которому выступает балансовая стоимость капитала, на ROE. Так, отрицательный коэффициент говорит о том, что с увеличением размера фирмы рентабельность собственного капитала снижается, этот результат подтверждается во всех спецификациях.

Модель С. «Рыночная капитализация».

Нами было рассмотрено четыре спецификации модели, результаты представлены в *табл. 5*: (1) — линейно-логарифмическая модель, сквозная регрессия, (2) — линейно-логарифмическая модель с фиксированными индивидуальными эффектами. Спецификации (2), (3) и (4) — это модели с фиксированными индивидуальными эффектами, при этом зависимая переменная в моделях (3) и (4) — логарифм рыночной капитализации, спецификация модели (4) — полностью логарифмическая. Все построенные модели были также оценены при помощи МНК.

Согласно результатам оценки моделей (*табл. 5*) все представленные спецификации значимы. Коэффициент детерминации показывает, что лучшей является спецификация модели (2): она объясняет наиболее высокую долю дисперсии зависимой переменной — 75%. В моделях (1), (3) и (4) данный показатель соответствует 74,9, 34 и 57% соответственно. Заметим также, что знаки перед оценками коэффициентов в моделях преимущественно сохраняются при переходе от одной спецификации к другой, что говорит о качестве построенных моделей.

Подтвердилась *гипотеза 1.3.* о положительном влиянии стоимости бренда на рыночную капитализацию. Такой эффект обнаружен в двух спецификациях. Так, при росте стоимости бренда на 1% капитализация компании повышается на 0,58%

Таблица 4 / Table 4

**Регрессионные модели с зависимой переменной рентабельности собственного капитала /
Regression models with dependent variable of return on equity**

Регрессоры / Regressors	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Стоимость бренда		0,0000027***	0,0000069**	0,000014**	
Логарифм стоимости бренда					0,82356**
КСО		0,00395***	0,0047***	0,01398***	
Логарифм КСО					
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО					
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО (логарифм)					
Логарифм балансовой стоимости капитала	-0,02668***	-0,10528***	-0,10695***	-0,25655***	-0,57920***
Логарифм числа сотрудников					
Логарифм выручки от продаж					
Отрасль		-0,07954***	-0,08060***		
Финансовый рычаг	0,01415***	0,07850***	0,07969***	0,13062***	
Логарифм финансового рычага					0,58834***
Отношение общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам		0,28448***	0,28670***	0,82393***	
Логарифм отношения общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам					
Отношение выручки к количеству сотрудников					
Логарифм отношения выручки к количеству сотрудников					0,17688***
Прошрое значение ROE	0,81624***				
Прошрое значение ROE (логарифм)					
Константа	0,28187***				
$prob(F - stat.)$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R^2	0,7697	0,2628	0,2663	0,2623	0,3631
Количество наблюдений	463	506	506	505	505

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Примечание / Note: ***, **, * – значимость на уровнях 1, 5 и 10% соответственно. В таблице представлены только значимые переменные. Использованы стандартные ошибки в форме Ньюи-Уэста (являются состоятельными к наблюдающейся в представленных моделях гетероскедастичности и автокорреляции). Полученные в моделях оценки характеризуются несмещенностью, состоятельностью и неэффективностью / ***, **, * – significance at the 1, 5 and 10% level respectively. The table presents only significant variables. Newey-West standard error correction for estimates was conducted to get heteroskedasticity and autocorrelation consistent estimators. The obtained estimates are unbiased, consistent and inefficient.

Таблица 5 / Table 5

**Регрессионные модели с зависимой переменной рыночной капитализации /
Regression models with a market cap dependent variable**

Регрессоры / Regressors	(1)	(2)	(3)	(4)
Стоимость бренда			0,00001*	
Логарифм стоимости бренда				0,58205*
КСО			0,00494**	
Логарифм КСО				
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО	0,03953***	0,03554***		
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО (логарифм)				
Логарифм балансовой стоимости капитала	35 799,75***	36 213,85***		0,45181***
Логарифм числа сотрудников				
Логарифм выручки от продаж			0,40010***	
Отрасль				
Финансовый рычаг	-15 980,70***	-16 777,81***	-0,03111**	
Логарифм финансового рычага				-0,18247***
Отношение общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам	107 204,37***	120 819,64***	-0,94222**	
Логарифм отношения общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам				0,09935*
Отношение выручки к количеству сотрудников	69 598,40***	65 591,03***		
Логарифм отношения выручки к количеству сотрудников				
Константа	-353 986,15***			
$prob(F - stat.)$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R^2	0,7498	0,7508	0,3405	0,5717
Количество наблюдений	641	641	643	643

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Примечание / Note: ***, **, * — значимость на уровнях 1, 5 и 10% соответственно. В таблице представлены только значимые переменные. Использованы стандартные ошибки в форме Ньюи-Уэста (являются состоятельными к наблюдающейся в представленных моделях гетероскедастичности и автокорреляции). Полученные в моделях оценки характеризуются несмещенностью, состоятельностью и неэффективностью / ***, **, * — significance at the 1, 5 and 10% level respectively. The table presents only significant variables. Newey-West standard error correction for estimates was conducted to get heteroskedasticity and autocorrelation consistent estimators. The obtained estimates are unbiased, consistent and inefficient.

в среднем и при прочих равных. Отсюда следует, что инвестиции компании в развитие бренда, способствующие росту капитала бренда, приводят к повышению рыночной стоимости компании, а это, в свою очередь, влечет за собой привлечение множества потенциальных инвесторов, а значит, происходит увеличение притока капитала в компанию.

Можно утверждать, что гипотеза 2.3. о положительном влиянии КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и таким рыночным показателем, как капитализация, подтвердилась: в двух моделях наблюдается значимый совместный эффект. Положительный коэффициент свидетельствует о том, что при более высоком уровне социальной ответственности компании наблюдается более сильная взаимосвязь между брендом и рыночной капитализацией, в то время как при более низком уровне КСО наблюдается более слабая связь между брендом и обозначенным показателем. Таким образом, влияние стоимости бренда на рыночную капитализацию усиливается, если компания характеризуется высоким уровнем социально ответственного и этического поведения.

Анализ контрольных переменных показал, что при увеличении такой детерминанты, как расходы на рекламу, происходит рост рыночной капитализации (наблюдается во всех четырех спецификациях). Также во всех спецификациях обнаружено отрицательное влияние леввериджа на рыночную капитализацию, это вполне логично, поскольку при росте финансового рычага структура капитала компании становится более рискованной, а следовательно, может негативно отразиться на интересе потенциальных инвесторов к компании, тем самым приводя к снижению ее рыночной капитализации. Переменная, отражающая размер компании, оказывает положительное влияние на рыночную капитализацию: это объясняется тем, что при увеличении размера фирмы растет узнаваемость компании на рынке, что приводит к осведомленности потенциальных инвесторов и повышению интереса с их стороны по отношению к данной компании и в конечном счете — к росту рыночной капитализации.

Таким образом, в целом можно утверждать, что полученные в ходе нашего исследования результаты являются релевантными: знаки перед оценками коэффициентов не противоречат здравому смыслу и соотносятся с выводами исследователей. Более того, учитывая, что значимость оценок параметров не теряется, а знаки в оцененных моделях не меняются при переходе от одной спецификации к другой, можно говорить как об устойчивости выявленных эффектов, так и судить о качестве протестированных регрессий.

ОГРАНИЧЕНИЯ И БУДУЩЕЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Наше исследование не является исключением и имеет ряд ограничений:

- ввиду того, что агентство Interbrand оценивает только самые дорогие бренды, сформированная для проведения исследования выборка характеризуется смещенностью относительно дорогих компаний. Следовательно, фокус настоящего исследования сведен исключительно к крупным корпорациям, которые уделяют своим брендам особое внимание и вкладывают значительное количество средств в их поддержание и развитие. Исходя из этого, становится невозможным распространение выявленных эффектов на генеральную совокупность, а при проведении исследований на выборках, включающих более разнородные компании, могут быть обнаружены иные связи между брендом, КСО и результатами деятельности компаний;

- консалтинговыми агентствами зачастую по отдельности оценивается стоимость нескольких разных брендов, которые принадлежат одной и той же компании, однако для построения модели можно использовать финансовые результаты лишь одной компании, несмотря на то, что предполагается, что при оценке стоимости бренда консалтинговые агентства учитывают показатели по всем компаниям, к которым относится оцениваемый бренд;

- существует ограничение, связанное с переменной, отражающей деятельность компании в области КСО: на сегодняшний день инициативы компании в области КСО оцениваются лишь исходя из степени раскрытия компанией информации по этой деятельности ввиду отсутствия инструмента для оценки качества этих практик, поэтому при помощи данной переменной можно лишь оценить степень раскрытия компанией информации по этой деятельности, а не действительный уровень социальной ответственности и этичности компании;

- полученные результаты также не представляется возможным распространить на генеральную совокупность ввиду того, что рассматриваются компании лишь одной страны;

- кроме этого, заметим, что часть исследователей говорит о лагированном влиянии брендинга на финансовые результаты. По аналогии с правами интеллектуальной собственности, расходами на рекламу и НИОКР, действиям, в том числе и через КСО, по созданию бренда требуется некоторое время, чтобы повлиять на результаты деятельности компании.

ВЫВОДЫ

Утверждения о том, что компании с деятельностью в области КСО, имеют некоторые преимущества уже широко распространены как в деловой прессе, так и в части эмпирических исследований. Европейский союз официально признал существование концепции КСО в корпоративном управлении.

Теоретический вклад данного исследования состоит в том, что в отличие от большинства предыдущих исследований, в которых основное внимание уделялось прямому влиянию КСО на финансовые показатели компании, мы предполагаем наличие также косвенных связей. Более того, в проведенных ранее исследованиях авторами были получены разнящиеся результаты, что свидетельствует о том, что на данный момент нет единого мнения относительно эффекта КСО. Наш основной аргумент заключается в том, что КСО компании позволяет увеличивать стоимость бренда, который, в свою очередь, оказывает влияние на улучшение финансовых показателей.

Выявленные в ходе нашего исследования эффекты отчасти подтверждают выдвинутые гипотезы и служат доказательством наличия эффекта КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми результатами. Так, подтверждена гипотеза о том, что у компаний с более высоким уровнем КСО наблюдается более сильная взаимо-

связь между стоимостью бренда и рентабельностью активов, т.е. положительная взаимосвязь между стоимостью бренда и ROA усиливается при больших инициативах компаний в области КСО. Также выявлено, что взаимосвязь между стоимостью бренда и рыночной капитализацией компании усиливается, когда компания, в том числе, инвестирует в КСО.

Результаты нашего исследования могут стать ценной информацией для специалистов по маркетингу, собственников, топ-менеджмента компаний и инвесторов, а также использоваться в учебном процессе. Обнаруженные в ходе проведения исследования эффекты могут послужить доказательством важности инвестирования в бренд и участия компаний в инициативах в рамках КСО в силу их значимого влияния на финансовые показатели компаний. Компании могут использовать инициативы в области КСО как инструмент для управления взаимоотношениями с ключевыми заинтересованными сторонами, а также как общественно необходимые и полезные инициативы в целом для компании.

Кроме того, поскольку роль корпоративной социальной ответственности становится все более значимой, а выполнение компанией определенной общественной функции может поощряться со стороны государства, то материалы исследования могут быть использованы органами государственной власти для стимулирования социальной ответственности бизнеса.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCE

1. McWilliams A., Siegel D. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *The Academy of Management Review*. 2001;26(1):117–127. DOI: 10.5465/AMR.2001.4011987
2. Stiglitz J. Key challenges facing modern finance: Making the financial sector serve society. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2020;24(2):6–21. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–2–6–21
3. Barney J., Wright M., Ketchen D. J. The resource-based view of the firm: Ten years after 1991. *Journal of Management*. 2001;27(6):625–641. DOI: 10.1177/014920630102700601
4. Ailawadi K. L., Lehmann D. R., Neslin S. A. Revenue premium as an outcome measure of brand equity. *Journal of Marketing*. 2003;67(4):1–17. DOI: 10.1509/jmkg.67.4.1.18688
5. Aaker D. A. Managing brand equity. New York: The Free Press; 1991. 299 p.
6. Wang H.-M. D., Sengupta S. Stakeholder relationships, brand equity, firm performance: A resource-based perspective. *Journal of Business Research*. 2016;69(12):5561–5568. DOI: 10.1016/j.jbusres.2016.05.009
7. Simon C. J., Sullivan M. W. The measurement and determinants of brand equity: A financial approach. *Marketing Science*. 1993;12(1):28–52. DOI: 10.1287/mksc.12.1.28
8. Aaker D. A., Jacobson R. The financial information content of perceived quality. *Journal of Marketing Research*. 1994;31(2):191–201. DOI: 10.2307/3152193
9. Kerin R. A., Sethuraman R. Exploring the brand value-shareholder value nexus for consumer goods companies. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 1998;26(4):260–273. DOI: 10.1177/0092070398264001
10. Barth M. E., Clement M. B., Foster G., Kasznik R. Brand values and capital market valuation. *Review of Accounting Studies*. 1998;3(1/2):41–68. DOI: 10.1023/A:1009620132177
11. Madden T. J., Fehle F., Fournier S. Brands matter: An empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 2006;34(2):224–235. DOI: 10.1177/0092070305283356

12. Krasnikov A., Mishra S., Orozco D. Evaluating the financial impact of branding using trademarks: A framework and empirical evidence. *Journal of Marketing*. 2009;73(6):154–166. DOI: 10.1509/JM.2009.73.6.154
13. Verbeeten F.H.M., Vijn P. Are brand-equity measures associated with business-unit financial performance? Empirical evidence from the Netherlands. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 2010;25(4):645–671. DOI: 10.1177/0148558X1002500408
14. Agostini L., Filippini R., Nosella A. Brand-building efforts and their association with SME sales performance. *Journal of Small Business Management*. 2015;53(S 1):161–173. DOI: 10.1111/jsbm.12185
15. Gromark J., Melin F. The underlying dimensions of brand orientation and its impact on financial performance. *Journal of Brand Management*. 2011;18(6):394–410. DOI: 10.1057/bm.2010.52
16. Morgan N.A., Slotegraaf R.J., Vorhies D.W. Linking marketing capabilities with profit growth. *International Journal of Research in Marketing*. 2009;26(4):284–293. DOI: 10.1016/j.ijresmar.2009.06.005
17. Margolis J.D., Elfenbein H.A., Walsh J.P. Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate, social and financial performance. 2007. URL: https://www.academia.edu/750748/Does_it_pay_to_be_good_A_meta_analysis_and_redirection_of_research_on_the_relationship_between_corporate_social_and_financial_performance
18. Flammer C. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*. 2015;61(11):2549–2568. DOI: 10.1287/mnsc.2014.2038
19. Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*. 1991;17(1):99–120. DOI: 10.1177/014920639101700108
20. Hart S.L. A natural-resource-based view of the firm. *The Academy of Management Review*. 1995;20(4):986–1014. DOI: 10.5465/amr.1995.9512280033
21. Porter M.E., Kramer M.R. Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*. 2006;84(12):78–92.
22. Wang D.H.-M., Chen P.-H., Yu T.H.-K., Hsiao C.-Y. The effects of corporate social responsibility on brand equity and firm performance. *Journal of Business Research*. 2015;68(11):2232–2236. DOI: 10.1016/j.jbusres.2015.06.003
23. Rahman M., Rodríguez-Serrano M.Á., Lambkin M. Brand equity and firm performance: the complementary role of corporate social responsibility. *Journal of Brand Management*. 2019;26(6):691–704. DOI: 10.1057/s41262-019-00155-9
24. Waddock S.A., Graves S.B. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*. 1997;18(4):303–319. DOI: 10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<3C303::AID-SMJ869>3E.3.CO;2-G
25. Simpson W.G., Kohers T. The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*. 2002;35(2):97–109. DOI: 10.1023/A:1013082525900
26. Palmer H. J. Corporate social responsibility and financial performance: Does it pay to be good? CMC Senior Theses. Paper. 2012;(529). URL: https://scholarship.claremont.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1502&context=cmc_theses#:~:text=Results%20also%20indicate%20that%20increased,a%20company%20with%20CSR%20initiatives
27. Jamali D. A stakeholder approach to corporate social responsibility: A fresh perspective into theory and practice. *Journal of Business Ethics*. 2008;82(1):213–231. DOI: 10.1007/s10551-007-9572-4
28. Lamberti L., Lettieri E. CSR practices and corporate strategy: Evidence from a longitudinal case study. *Journal of Business Ethics*. 2009;87(2):153–168. DOI: 10.1007/s10551-008-9876-z
29. Giannarakis G. The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*. 2014;56(5):393–416. DOI: 10.1108/IJLMA-05-2013-0021
30. Dardour A., Husser J. Does it pay to disclose CSR information? Evidence from French companies. *Management International*. 2016;20(Spec. No.):94–108. URL: <https://www.erudit.org/fr/revues/mi/2016-v20-mi04839/1063708ar.pdf>
31. Roberts P.W., Dowling G.R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*. 2002;23(12):1077–1093. DOI: 10.1002/smj.274
32. Gherghina S.C., Simionescu L.N. Does entrepreneurship and corporate social responsibility act as catalyst towards firm performance and brand value? *International Journal of Economics and Finance*. 2015;7(4):23–34. DOI: 10.5539/ijef.v7n4p23

33. Erickson G., Jacobson R. Gaining comparative advantage through discretionary expenditures: The returns to R&D and advertising. *Management Science*. 1992;38(9):1264–1279. DOI: 10.1287/mnsc.38.9.1264
34. Griliches Z. Issues in assessing the contribution of research and development to productivity growth. *The Bell Journal of Economics*. 1979;10(1):92–116. DOI: 10.2307/3003321
35. Gooding R. Z., Wagner J. A. A meta-analytic review of the relationship between size and performance: The productivity and efficiency of organizations and their subunits. *Administrative Science Quarterly*. 1985;30(4):462–481. DOI: 10.2307/2392692
36. Miles G., Snow C. C., Sharfman M. P. Industry variety and performance. *Strategic Management Journal*. 1993;14(3):163–177. DOI: 10.1002/smj.4250140302
37. Ruf B. M., Muralidhar K., Brown R. M., Janney J. J., Paul K. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*. 2001;32(2):143–156. DOI: 10.1023/A:1010786912118
38. Shahzad A. M., Sharfman M. P. Corporate social performance and financial performance: Sample-selection issues. *Business & Society*. 2017;56(6):889–918. DOI: 10.1177/0007650315590399
39. Berman S. L., Wicks A. C., Kotha S., Jones T. M. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *The Academy of Management Journal*. 1999;42(5):488–506. DOI: 10.5465/256972

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Наталья Юрьевна Жукова — кандидат экономических наук, доцент Департамента экономики и финансов, Пермский филиал Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Пермь, Россия
Natal'ya Yu. Zhukova — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of Economics and Finance, HSE University, Perm branch, Perm, Russia
nuzhukova@hse.ru



Айгун Элбурусовна Меликова — магистр финансов, Пермский филиал Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Пермь, Россия
Aigun E. Melikova — Master of Finance, HSE University, Perm branch, Perm, Russia
aigun_melikova@mail.ru

Статья поступила в редакцию 28.08.2020; после рецензирования 11.09.2020; принята к публикации 07.12.2020.
Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.
The article was submitted on 28.08.2020; revised on 11.09.2020 and accepted for publication on 07.12.2020.
The authors read and approved the final version of the manuscript.

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-103-119

УДК 330.1,658.1(045)

JEL C10, C12, C22, D46, D64, G12, G32, O10

Сегментарная модель сопоставления стоимости организаций (полезность деятельности)

Д. Н. Белых

Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия

<https://orcid.org/0000-0002-3825-4239>

АННОТАЦИЯ

В работе предложена модель визуализации деятельности организации по соотношению рыночной стоимости к выручке (коэффициенту полезности), представляющая собой сегментированную двухмерную диаграмму (диаграмму полезности). **Цель** исследования — разработка мер повышения качества и результативности принимаемых управленческих решений в направлении реализации принципов поступательного роста стоимости капитала компании с учетом специфики бизнеса, с выявлением оптимального соотношения структуры баланса активов, статей затрат и чистой прибыли с выручкой для поиска компромисса между текущей ценностью и развитием. Автор использованы следующие **методы**: финансовых коэффициентов, статистический, балансовый, системного и логического мышления, визуального представления. В **результате** проведенного многофакторного анализа выявлена значимая корреляция между полезностью и различными соотношениями показателей финансовой отчетности репрезентативной выборки двухсот отечественных и зарубежных компаний. Предложена модель, которая позволяет проводить оценку деятельности организаций, в том числе не котируемых на бирже, и соотносить их посредством матрицы ключевых факторов в соответствии с приоритетом их влияния на конечную стоимость бизнеса. Сделан **вывод** о том, что увеличение отношения капитализации к выручке преимущественно зависит от прибыльности актива, однако для разных сегментов диаграммы полезности влияние данного фактора неодинаково. Эффективные стратегии необходимо рассматривать, соотнеся их с видом деятельности, тогда продуктивность решений и их ценность для рынка в целом значительно возрастут. Реализация модели позволяет сопоставить за выбранный период времени динамику деятельности организаций с отраслевыми конкурентами, на стратегическом уровне определить направления по увеличению коэффициента полезности, а в перспективе может быть использована в качестве альтернативного метода оценки стоимости компаний.

Ключевые слова: капитализация; рыночный интерес; сегмент полезности; прибыльность; затратность; обеспеченность; капиталность; интенсивность; динамичность

Для цитирования: Белых Д.Н. Сегментарная модель сопоставления стоимости организаций (полезность деятельности). *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):103-119. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-103-119

ORIGINAL PAPER

Segmental Model for Comparing the Value of Organizations (Utility-Based)

D.N. Belykh

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-3825-4239>

ABSTRACT

This paper presents a model for visualizing the organization's activities based on the market value-to-sales ratio (utility coefficient), which is a segmented two-dimensional diagram (utility diagram). The **aim** of the study is to develop measures to improve the quality and effectiveness of management decisions taken to implement the principles of sustainable growth of a company's capital value, considering the specifics of the business, with the identification of the optimal ratio of the structure of the balance of assets, costs and net profit with revenue, in order to find a compromise between the current value and development. The author used the following **methods**: financial ratios, statistical, balance, systematic

and logical thinking, visual presentation. The **results** of the multivariate analysis indicate that there is a significant correlation between the utility and various ratios of financial reporting indicators for a representative sample of two hundred domestic and foreign companies. The article offers a model to assess the activities of organizations, including those not listed on the stock exchange, and correlate them using a matrix of key factors, according to their influence on the final cost of the business. The author **concluded** that the increase in the market value-to-sales ratio mainly depends on the profits of the asset, however, for different segments of the utility diagram, the influence of this factor is not the same. Effective strategies must be considered depending on the type of activity, then the productivity of solutions and their value for the market as a whole will increase significantly. The implementation of the model makes it possible to compare the dynamics of the activities of organizations with industry competitors for a selected period of time, at the strategic level to determine directions for increasing the utility coefficient, and in the future, it can be used as an alternative method for assessing the value of companies.

Keywords: capitalization; market interest; utility segment; profit; cost; provision; capital; intensity; dynamicity

For citation: Belykh D.N. Segmental model for comparing the value of organizations (utility-based). *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):103-119. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-103-119

ВВЕДЕНИЕ

Современные представления об увеличении ценности компании исходят преимущественно, из необходимости максимизации ее прибыли — способности генерировать доходы для владельцев, учитывая минимизацию средневзвешенной стоимости капитала. Кроме того, деятельность организаций оценивается возможностью производить прочие блага (экономические, социальные и экологические), удовлетворяющие альтернативные стороны и создающие условия для устойчивого развития общества в целом.

Зависимость капитализации от прибыли, выраженная коэффициентом корреляции, в рамках выборки ТОП-500 крупнейших корпораций последних десяти лет, представленная на рис. 1, в целом подтверждает базовую идиому об увеличении ценности компании. Однако вопрос определения оптимального соотношения структуры балансовых активов, статей затрат и чистой прибыли к выручке (Profits/Sales) с учетом необходимости поступательного развития бизнеса, в том числе его специфики, является одним из наиболее актуальных в направлении финансового менеджмента.

В табл. 1 представлено сопоставление лидеров опубликованного списка Forbes Global 2000 за 2019 г. по капитализации с корпорациями, соизмеримыми с ними по выручке и чистой прибыли, из которого очевидно, что, помимо размера прибыли и уровня Profits/Sales, имеются иные факторы, связанные с особенностью и нематериальной составляющей деятельности организаций [1, 2], определяющие ее рыночную стоимость.

Если в рамках всего списка рассматривать динамику средних значений Market Value/Sales, Profits/Sales, Assets/Sales, Market Value/Assets организаций в зависимости от величины их капитализации, то только показатели отношения активов к выручке

и рыночной стоимости к активам имеют соответствующую корреляцию с выборкой ранга (млн долл. США / млн долл. США):

Rank 1–500: MV/S = 4,25; P/S = 0,15; A/S = 5,41; MV/A = 3,29;

Rank 501–1000: MV/S = 7,81; P/S = 0,21; A/S = 7,38; MV/A = 1,96;

Rank 1001–1500: MV/S = 1,66; P/S = 0,15; A/S = 7,46; MV/A = 0,56;

Rank 1501–2000: MV/S = 0,83; P/S = 0,21; A/S = 14,37; MV/A = 0,14.

С целью нивелирования фактора масштаба компаний приведем аналогичное сравнение в сортировке по убыванию показателя отношения рыночной стоимости к выручке (млн долл. США / млн долл. США):

Sort 1–500: MV/S = 11,78; P/S = 0,47; A/S = 10,72; MV/A = 3,54;

Sort 501–1000: MV/S = 1,81; P/S = 0,14; A/S = 10,50; MV/A = 1,60;

Sort 1001–1500: MV/S = 0,74; P/S = 0,08; A/S = 9,31; MV/A = 0,63;

Sort 1501–2000: MV/S = 0,23; P/S = 0,03; A/S = 4,08; MV/A = 0,18.

В этом случае все показатели имеют явную последовательность изменения значений, соответственно, данный метод соотношения компаний (используя отношение рыночной стоимости к выручке) в целом показателен, однако недостаточен, с учетом их различного профиля и отраслевой специфики.

Из приведенных сравнений обращает на себя внимание показатель Assets/Sales, который в случае ранжирования по величине капитализации (Rank) имеет отрицательную корреляцию (убывает с ростом стоимости компаний), а при сортировке по отношению Market Value/Sales — положительную (увеличивается с ростом MV/S), что определяет однозначное различие в подходах сопоставления



2008

2013

2017

2018

2019

Рис. 1 / Fig. 1. Динамика коэффициента корреляции показателей рыночной стоимости и чистой прибыли ТОП-500 крупнейших корпораций мира / Dynamics of the correlation coefficient of market value and net profit indicators of TOP-500 world's largest public companies

Источник / Source: составлено автором на основе данных Fortune 500, Forbes Global 2000 / compiled by the authors on the basis of Fortune 500, Forbes Global 2000.

Таблица 1 / Table 1

Соотношение финансовых показателей лидеров мирового списка компаний по капитализации, млн долл. США / The ratio of financial indicators of the leaders of the world list of companies by capitalization, USD million

Ранг / Rank	Компания / Company	Страна / Country	Рыночная стоимость / Market Value	Выручка / Sales	Чистая прибыль / Profits	Активы / Assets	Market Value / Sales	Profits / Sales	Market Value / Assets
1	Saudi Aramco	Saudi Arabia	1 684 800	329 800	88 200	398 300	5,11	0,27	4,230
2	Microsoft	United States	1 359 000	138 600	46 300	285 400	9,81	0,33	4,762
3	Apple	United States	1 285 500	267 700	57 200	320 400	4,80	0,21	4,012
4	Amazon	United States	1 233 400	296 300	10 600	221 200	4,16	0,04	5,576
5	Alphabet	United States	919 300	166 300	34 500	273 400	5,53	0,21	3,362
9	Berkshire Hathaway	United States	455 400	254 600	81 400	817 700	1,79	0,32	0,557
17	Samsung Electronics	South Korea	278 700	197 600	18 400	304 900	1,41	0,09	0,914
22	ICBC	China	242 300	177 200	45 300	4 322 500	1,37	0,26	0,056
23	Verizon Communications	United States	237 700	131 400	18 400	294 500	1,81	0,14	0,807
32	ExxonMobil	United States	196 600	256 000	14 300	362 600	0,77	0,06	0,542
41	Toyota Motor	Japan	173 300	280 500	22 700	495 100	0,62	0,08	0,350
90	Citigroup	United States	101 100	104 400	17 100	2 219 800	0,97	0,16	0,046

Источник / Source: Forbes Global 2000. URL: <https://www.forbes.com/global2000/#63707f60335d/> (дата обращения / accessed on 28.11.2020).

компаний при оценке их ценности (направления деятельности, совокупного размера активов и его структуры, финансового состояния), которое необходимо выразить и обосновать.

Соответственно, поиск закономерностей и специфических качеств, определяющих инвестиционную привлекательность организации, позволит реализовать модель управления ими.

ОБЗОР НАУЧНОЙ РАЗРАБОТАННОСТИ ТЕМЫ

В настоящее время методы оценки стоимости бизнеса основаны на трех основных подходах: доходном, затратном и рыночном.

Доходный подход предусматривает использование двух методов оценки: капитализации доходов или дисконтирования будущих доходов, основанных на фундаментальных концепциях временной ценности денег и связи риска с доходностью [3–7]. Он эффективен для оценки стоимости бизнеса коммерческой организации.

Затратный подход наиболее подходит для оценки объектов социального назначения и новых инфраструктурных проектов. Он показывает оценочную стоимость собственного капитала организации (действующей либо в стадии ликвидации) в виде разности стоимости ее активов и обязательств [6, 7].

Рыночный (сравнительный) подход эффективен при наличии сопоставимых объектов и достаточности данных по ним, он включает в себя методы компании-аналога, сделок и отраслевых коэффициентов.

Оценка бизнеса, как и любого другого актива, на основе сравнения с аналогичным активом, ценность которого известна, с одной стороны, хорошо согласуется со здравым смыслом, а с другой — основана на следующих фундаментальных теоретических предпосылках [6]:

- принцип альтернативной ценности;
- гипотеза об отражении в рыночной цене актива на развитых рынках справедливой рыночной ценности;
- существование зависимости между основными показателями деятельности компании и ее рыночной ценностью, предположение о том, что у аналогичных компаний эти соотношения должны быть близкими.

Сравнительный подход можно использовать в оценке стоимости организаций, не являющихся акционерными, сравнивая их с аналогами, размещающими свои акции на фондовом рынке. Кроме того, по самим котируемым корпорациям можно

сформировать суждение об их переоцененности или недооцененности [6].

Основой рыночного подхода является использование мультипликаторов, позволяющих нивелировать факторы размера компании и числа акций. К наиболее применяемым из них относятся [6]:

- MV/S (Market Value/Sales) — отношение капитализации компании к ее выручке;
- EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization) — отношение стоимости компании с учетом долговых обязательств к показателю EBITDA;
- EV/NOPAT (Enterprise Value/Net Operating Profit after Tax) — отношение стоимости компании с учетом долговых обязательств к посленалоговой операционной прибыли;
- MV/E (Market Value/Equity) — отношение капитализации компании к ее балансовой стоимости;
- MV/P (Market Value/Profits) — отношение капитализации компании к ее чистой прибыли.

Существуют исследования, которые связывают рост ценности компаний с качеством корпоративного управления [8], величиной капитала [9–11], размером чистых активов [12], чистой прибылью [13], экономической прибылью [14], численностью персонала [15, 16], социальными и экологическими условиями хозяйственной деятельности [17].

Обзор факторов устойчивого роста российских компаний приведен в работе Е.В. Рябовой, М.А. Самоделкиной [18]. Нефинансовые факторы увеличения стоимости организаций рассматриваются в работах М. Ararat, B.S. Black, B.B. Yurtoglu [19], J. Garcia-Madariaga, F. Rodriguez-Rivera [20], F. Belo, X. Lin, M.A. Vitorino [21].

В части исследования финансовых показателей деятельности компаний стоит отметить семифакторную модель Е. Альтмана [22], которая на основе различных коэффициентов и характеристики денежного потока позволяет определить будущую платежеспособность организации в течение ближайших пяти лет с вероятностью 70%.

МЕТОДОЛОГИЯ АНАЛИЗА И ПОСТРОЕНИЕ МОДЕЛИ

На первый взгляд, с точки зрения сопоставления компаний, наиболее применимо отношение Market Value/Profits (рыночная стоимость к чистой прибыли). Однако чистая прибыль наиболее зависима от внутреннего учета организации [23], системы налогообложения, конъюнктурных особенностей рынка и, как было сказано, не всегда отражает объективную стоимость актива.

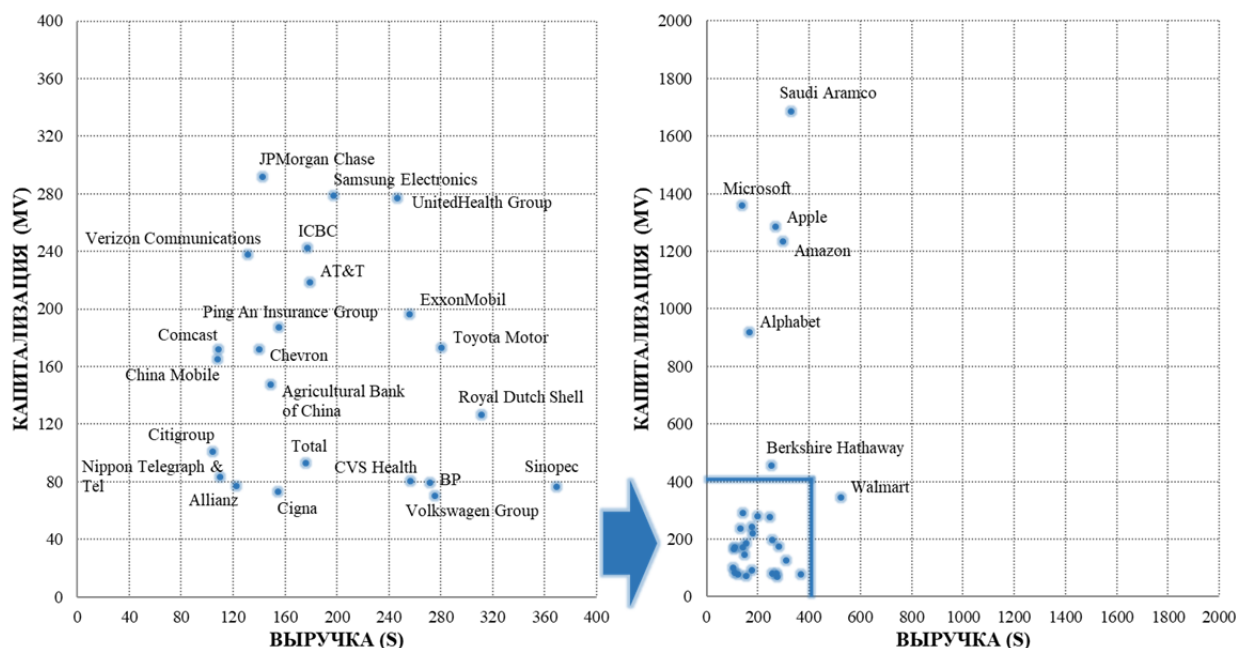


Рис. 2 / Fig 2. Сравнение выбранных компаний по показателю MV/S, млрд долл. США / Comparison of selected companies by MV/S, USD billion

Источник / Source: составлено автором на основе данных Forbes Global 2000 / compiled by the authors on the basis of Forbes Global 2000.

Соотношение капитализации к выручке (MV/S), которое наименее восприимчиво к человеческому фактору при формировании внутренней отчетности, в достаточной мере универсально и применимо для большинства котируемых компаний. Выручка содержит в себе практически полную совокупность факторов оценки деятельности организации.

Кроме того, показатель MV/S помимо финансового имеет физическое значение.

Исходя из аналогии функциональности любого механизма, стоимость организации будет сопоставима со стоимостью альтернативной ценности, которую можно выразить в виде степени получаемой пользы от владения ею. Таким образом, удельная ценность — это эквивалент коэффициента полезного действия: отношение полезной работы к совершенной, или удельный вес созданных благ (созидание) по отношению к размеру затраченных (потребление).

Соответственно, если рассматривать данные показатели в двумерной системе координат, где осью абсцисс будет потребление, а ординат — созидание, то их отношение будет эквивалентно тангенсу угла α к оси потребления в виде гипотенузы прямоугольного треугольника, где катетами являются соответствующие значения осей потребления и созидания.

Потребление — это оценка общего количества используемых за период благ, удовлетворяющих текущие потребности производителя, что выража-

ется показателем выручки организации — освоение, использование (включая прибыль).

Созидание представляет собой совокупную ценность нематериальных благ, которые произвел актив в результате своей деятельности или потенциально способен произвести за определенный период, выраженную показателем оценки его рыночной стоимости (капитализации) — преобразование, улучшение окружающей действительности.

Таким образом, отношение Market Value/Sales эквивалентно уровню созидательности актива или его коэффициенту полезности.

Сопоставив между собой компании из списка Forbes Global 2000 с показателями выручки более 100 000 долл. США, активами более 120 000 долл. США и рыночной капитализацией более 70 000 долл. США на диаграмме зависимости капитализации от выручки (рис. 2), получим сравнение, которое наглядно воспринимается только в направлении размерностей самих осей: наиболее дорогие и с наибольшей выручкой. Для визуализации соотношения по коэффициенту MV/S на данной диаграмме необходимо провести линию от точки пересечения осей к точке выбранной компании, что осложняет процесс. Другим вариантом является разделение диаграммы на отдельные участки (сегменты) по критериям, характеризующим деятельность организаций с учетом их объективного состояния.

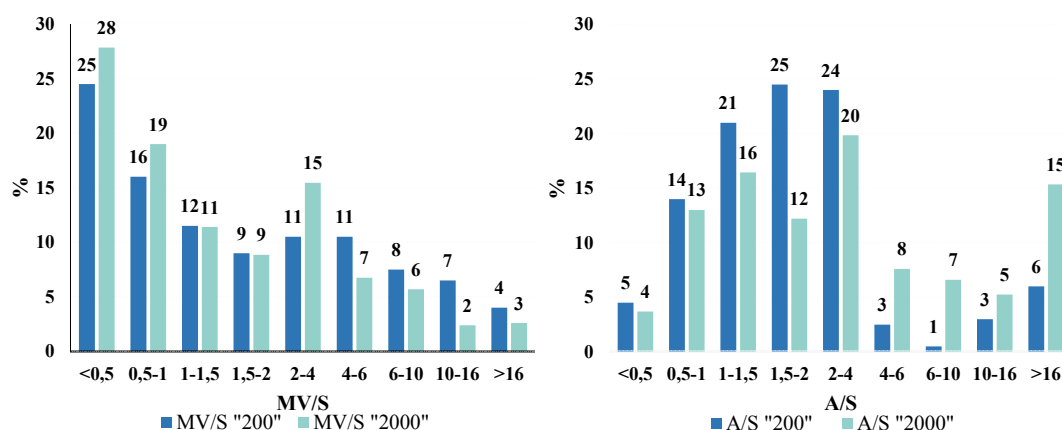


Рис. 3 / Fig. 3. Репрезентативность выборки двухсот анализируемых компаний («200») из списка Forbes Global 2000 («2000») / Representativeness of a sample of two hundred analyzed companies («200») from the Forbes Global 2000 («2000») list

Источник / Source: составлено автором на основе данных Forbes Global 2000 / compiled by the authors on the basis of Forbes Global 2000.

С данной целью проведен детальный анализ влияния показателей финансовых отчетов (Бухгалтерский баланс, Отчет о финансовых результатах, Отчет о движении денежных средств) за 2019 г. двухсот отечественных и зарубежных компаний из списка Forbes Global 2000 на отношение их капитализации к выручке.

Репрезентативность выборки оценивалась по показателям Market Value/Sales и Assets/Sales (балансовая стоимость активов к выручке). Результаты процентного соотношения количества компаний, удовлетворяющих конкретному критерию, от общего их количества в каждом из двух списков приведены на рис. 3.

В качестве примера с показателями MV/S и A/S «<0,5» списки «200» и «2000», соответственно, представлены следующим соотношением компаний: MV/S — 25% и 28%; A/S — 5% и 4%.

Ключевые статьи отчетов были декомпозированы и соотнесены с выручкой организации в годовом выражении для целей сопоставления и устранения эффекта масштаба. Полученные 84 фактора оценки деятельности организации сгруппированы в виде списка, отсортированного в порядке убывания по показателю отношения рыночной стоимости к выручке компании на конец отчетного периода.

Далее, сопоставляя каждый фактор с коэффициентом полезности (MV/S) организации, определен коэффициент корреляции двух переменных. Полученные зависимости оценены с точки зрения наличия устойчивого тренда роста (положительная корреляция) или падения (отрицательная корреляция), а также по статистической значимости корреляции с доверительной вероятностью 95%.

На первом этапе анализа (рис. 4) с отношением рыночной стоимости к выручке (MV/S) или коэффициентом полезности (далее — Полезность) были сопоставлены отношение разности размера активов и обязательств к выручке (Assets-Liabilities)/Sales) или капитала к выручке (Equity/Sales), отражающее оценку балансовой стоимости компании (далее — Оценка) [24], и разница рыночной стоимости к выручке с Оценкой (MV/S — E/S), отражающая инвестиционную привлекательность деятельности организации (далее — Интерес).

Полученные зависимости позволяют выделить на рис. 4 соответствующие промежуточные значения в качестве критериев формирования сегментов:

- **T0 — T1 (MV/S ≈ 0,0–0,2)** — стабильность Интереса с увеличением Оценки (Полезность растет пропорционально Оценке): участок кризисного финансового состояния актива (рыночная и балансовая стоимости компаний близки нулевому значению);
- **T1 — T2 (MV/S ≈ 0,2–0,5)** — снижение Интереса с увеличением Оценки (меньший прирост Полезности относительно Оценки): участок улучшения финансового состояния актива (балансовая стоимость компаний превышает рыночную с увеличением разницы);
- **T2 — T3 (MV/S ≈ 0,5–1,0)** — увеличение Интереса и Оценки (большой прирост Полезности относительно Оценки): участок стабилизации финансового состояния актива (балансовая стоимость компаний превышает рыночную с сокращением разницы);
- **T3 — T4 (MV/S ≈ 1,0–2,0)** — увеличение Интереса и стабильность Оценки (Полезность растет

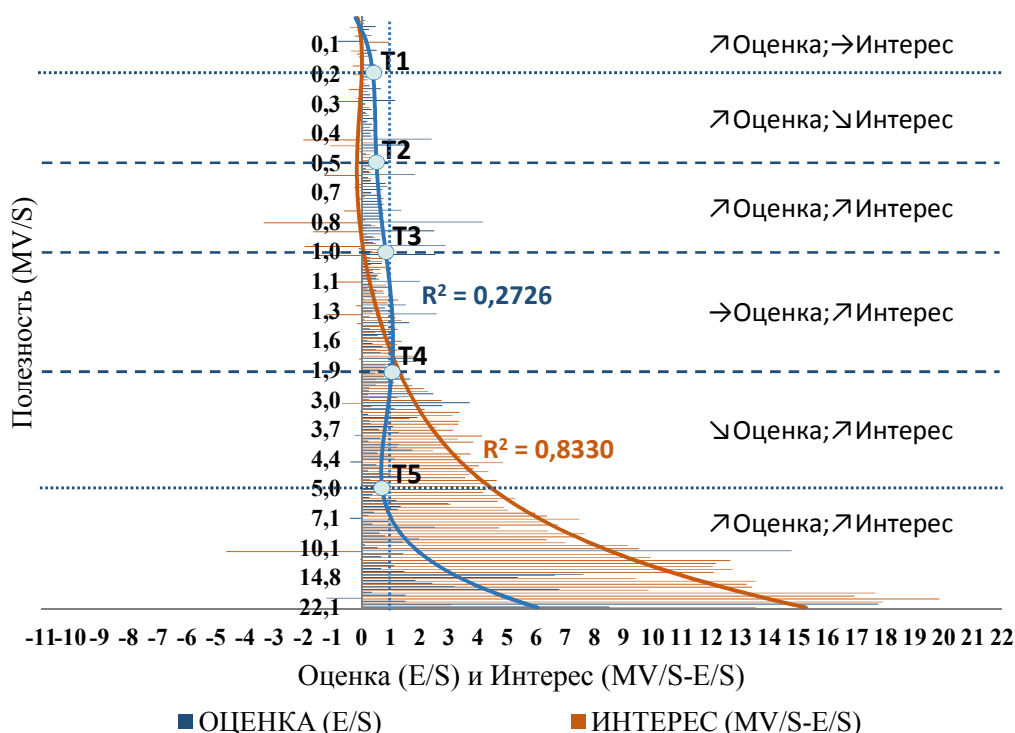


Рис. 4 / Fig. 4. Зависимость Оценки и Интереса компаний от уровня Полезности / Dependence of Valuation and Interest of companies on the level of Utility

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

без существенного изменения Оценки): участок проявления положительной инвестиционной привлекательности актива (рыночная стоимость компаний превышает балансовую с увеличением разницы, или Интерес > 0,0);

- T4 – T5 ($MV/S \approx 2,0-5,0$) – увеличение Интереса со снижением Оценки (Полезность растет со снижением Оценки): участок проявления нематериальной составляющей ценности актива (рыночная стоимость компаний более чем в два раза превышает балансовую с увеличением разницы, или Интерес > Оценки);

- T5 – T6 ($MV/S \approx 5,0-\infty$) – увеличение Интереса и Оценки (большой прирост Полезности относительно Оценки): участок реализации потенциала ценности актива (стабилизация кратной разности между рыночной и балансовой стоимостью компаний – размер собственного капитала организаций изменяется практически пропорционально их капитализации).

Если расположить значения данных точек на диаграмме отношения капитализации к выручке, включая частные случаи (T0 и T6), то для наглядности ими можно сформировать окружность с касательными к оси абсцисс в точке T0 и к оси ординат в точке T6 (рис. 5). Точки T2 и T4 в этом случае совпадают с максимумами значений осей,

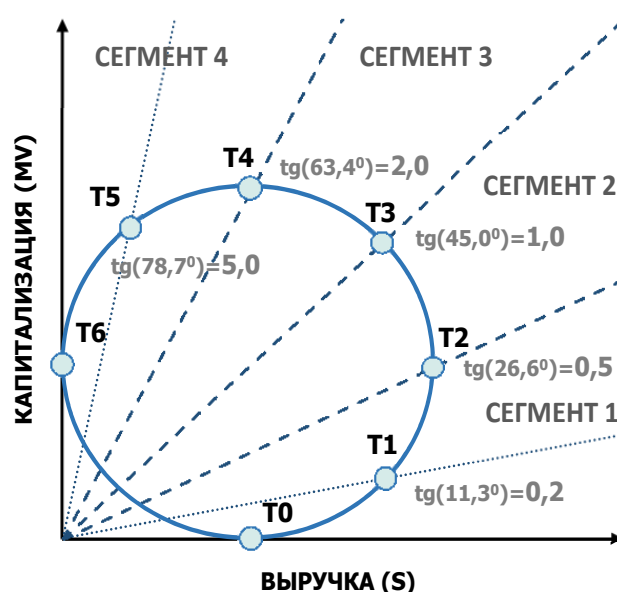


Рис. 5 / Fig. 5. Параметры формирования сегментов модели / Parameters of forming model segments

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

а прямая, соединяющая точки T3 и начала координат, расположенная под углом 45° к оси абсцисс, делит плоскость на две равные части.

Используя полученное сочетание, разделим диаграмму на соответствующие сегменты:

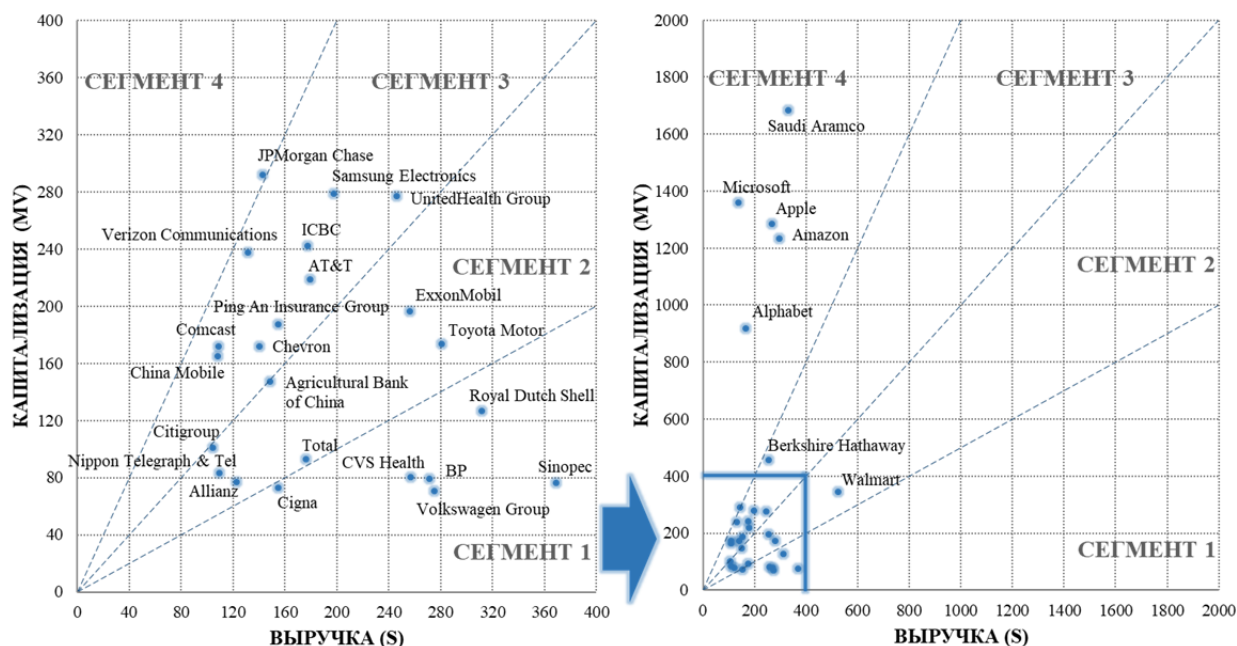


Рис. 6 / Fig. 6. Сегментарная модель сравнения выбранных компаний, млрд долл. США / Segmental model for comparing selected companies, USD billion

Источник / Source: составлено автором на основе данных Forbes Global 2000 / compiled by the authors on the basis of Forbes Global 2000.

- **Сегмент 1** — точки T0 — T2;
- **Сегмент 2** — точки T2 — T3;
- **Сегмент 3** — точки T3 — T4;
- **Сегмент 4** — точки T4 — T6.

Соотношения между точками T0 — T1 и T5 — T6 примем за частные случаи Сегмента 1 и Сегмента 4 соответственно, поскольку они лишь отражают крайнюю степень реализации их критериев: рыночная стоимость компаний меньше балансовой без сокращения разницы по мере роста Полезности (T0 — T2); рыночная стоимость компаний более чем в два раза превышает балансовую (T4 — T6).

По результатам анализа для каждого сегмента получились следующие средние значения показателей:

- **Сегмент 1** ($MV/S = 0,0-0,5$): Оценка = 0,31; Интерес = -0,07;
- **Сегмент 2** ($MV/S = 0,5-1,0$): Оценка = 0,89; Интерес = -0,15;
- **Сегмент 3** ($MV/S = 1,0-2,0$): Оценка = 0,78; Интерес = +0,67;
- **Сегмент 4** ($MV/S \geq 2,0$): Оценка = 1,68; Интерес = +5,93.

Видно, что Интерес ($MV/S - E/S$) приобретает положительное значение в Сегменте 3, увеличиваясь кратно в Сегменте 4, а Оценка E/S относительно интенсивно прирастает в Сегментах 1 и 4, имея условно стабильную динамику в Сегментах 2 и 3.

Точка T0 характеризуется наличием выручки и отсутствием рыночной стоимости, что, с учетом динамики коэффициента E/S между T0 — T1 на рис. 4, говорит о стремящемся к нулю значении балансовой стоимости компании, т.е. текущая оценка стоимости активов близка общим обязательствам.

Точка T5 выражает другое крайнее проявление критериев Сегментарной модели — отсутствие выручки актива при наличии его капитализации — это нереализованный проект, идея, имеющая начальную стоимость.

На основании полученных заключений изображенное на рис. 2 сравнение компаний приобретает окончательный вид — *Сегментарную модель сопоставления стоимости организаций* (рис. 6).

Выделенные сегменты, визуально представленные по ключевому критерию модели — коэффициенту полезности (MV/S), теперь характеризуют созидательный профиль, специфику деятельности и финансовое благополучие компаний в конкретный период их развития. Это позволяет более наглядно соотнести оценку удельной стоимости актива с отраслевыми конкурентами и рынком в целом, создать когнитивное восприятие содержания их сущности.

ФАКТОРНЫЙ АНАЛИЗ

На втором этапе анализа с целью обобщения полученных зависимостей факторы, рассчитанные

идентичным или близким способом, были сгруппированы по следующим принципам:

- **Прибыльность** — факторы, связанные с разностью выручки и совокупности любого вида затрат;
- **Затратность** — факторы, связанные с размером (значением) любого сочетания видов затрат;
- **Обеспеченность** — факторы, связанные с ликвидностью активов, динамикой, движением или наличием: оборотных активов (за исключением товарно-материальных запасов), внеоборотных активов (за исключением основных средств), краткосрочных и долгосрочных обязательств, капитала (за исключением дивидендов), процентов, свободного денежного потока;
- **Капитальность** — факторы, связанные с движением и наличием товарно-материальных запасов и основных средств, а также размерами приобретения основных средств и уровнем амортизации;
- **Интенсивность** — факторы, связанные с рентабельностью активов, инвестиций и капитала, оборачиваемостью активов в целом, оборотных активов, денежных средств, основных средств и товарно-материальных запасов;
- **Динамичность** — факторы, связанные с динамикой операционной прибыли, размером и динамикой дивидендов.

Результаты расчетов, общие для всей выборки и отдельно для каждого сегмента по восьми наиболее влияющим на отношение капитализации к выручке факторам (соотнесенным с выручкой) с указанием наименования их группы, представлены в виде отсортированного списка в порядке убывания размера корреляции по модулю (табл. 2).

Граничный показатель значимости коэффициента корреляции при доверительной вероятности 95% анализируемой выборки организаций в рамках проведенного анализа составил 0,1388 по модулю.

Не рассматривая критерий очень слабой взаимной зависимости переменных, в дальнейшем исследовании использовались показатели факторов, имеющих значение коэффициента корреляции по модулю более 0,20.

Поскольку определенное сочетание факторов оценки представляет собой близкий или идентичный метод расчета, то для определения степени влияния их групп на коэффициент полезности (MV/S) целесообразно использовать значение их удельного веса.

С данной целью следующим образом было рассчитано удельное значение достоверности аппроксимации (квадрат коэффициента корреля-

ции — коэффициент детерминации) для каждой группы факторов в разрезе сегментов и для выборки в целом (табл. 3):

- суммарный коэффициент корреляции ($\Sigma R_{0,20}$) — это сумма коэффициентов корреляции группы факторов со значением по модулю, превышающим 0,20;
- средний коэффициент корреляции (R_{cp}) — это отношение суммарного коэффициента корреляции ($\Sigma R_{0,20}$) группы к количеству факторов, участвующих в его расчете;
- достоверность аппроксимации (R_{cp}^2) — это квадрат среднего коэффициента корреляции (коэффициент детерминации);
- удельное значение достоверности аппроксимации ($R_{cp}^2, \%$) — это процентное отношение значения достоверности аппроксимации (R_{cp}^2) конкретной группы к сумме аналогичного показателя для всех групп.

• Пример расчета для группы «Прибыльность» в рамках общей выборки (обобщенной на все сегменты):

• сумма коэффициентов корреляции факторов оценки со значением по модулю более 0,20 ($\Sigma R_{0,20}$) составляет 2,7621;

• средний коэффициент корреляции (R_{cp}) = $\Sigma R_{0,20} / \text{количество факторов, участвующих в его расчете}$, составляет соответственно: $2,7621 / 6 = 0,46$;

• достоверность аппроксимации (R_{cp}^2): $0,46^2 = 0,21$;

• удельное значение достоверности аппроксимации ($R_{cp}^2, \%$) = $(R_{cp}^2) / \text{сумма } R_{cp}^2 \text{ всех групп} \times 100$: $0,21 / 0,97 \times 100 = 21,79\%$.

В итоге обращает на себя внимание неоднородность распределения удельного веса групп факторов на отношение стоимости к выручке компании. Если для общей выборки результаты предсказуемы — более дорогие компании имеют большую прибыльность и, соответственно, меньшую затратность деятельности, то при рассмотрении в рамках Сегментарной модели разные группы факторов проявляют себя неодинаково.

В правой части табл. 3 указан разброс от 0 до 20 значений количества факторов оценки, участвующих в расчете удельной достоверности аппроксимации групп. Учитывая условную идентичность алгоритмов расчета отдельных показателей, подобное кратное отличие может искажать результаты оценки.

Для большей убедительности выводов проведем сравнение в виде двухфакторной (табл. 4) и однофакторной (табл. 5) методик расчета суммарного коэффициента корреляции групп, которые пред-

Таблица 2 / Table 2

Корреляция факторов оценки финансовых показателей компаний с коэффициентом полезности (MV/S) / Correlation of factors for assessing the financial performance of companies with a utility ratio (MV/S)

ВЫБОРКА / Sample	Фактор оценки / Assessment factor	Группа фактора / Factor group	Коэфф. корр. / Corr. coef.
ОБЩАЯ	Себестоимость (в том числе амортизация и прочие операционные расходы)	Затратность	-0,7024
	Чистая прибыль	Прибыльность	0,6555
	Рентабельность EBT	Прибыльность	0,6453
	Операционный доход – Налоги – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,5967
	Операционные расходы + Налоги	Затратность	-0,5681
	(Выручка – Операционные расходы) × Динамика операционной прибыли	Динамичность	0,4864
	Рентабельность активов (ROA)	Интенсивность	0,4859
	Капитал	Обеспеченность	0,4834
СЕКТОР 4	Себестоимость (в том числе амортизация и прочие операционные расходы)	Затратность	-0,5683
	(Чистая прибыль – Прочие доходы/расходы (не операционные) – Переоценка и чрезвычайные статьи) – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,5462
	Чистая прибыль	Прибыльность	0,5395
	Рентабельность EBT	Прибыльность	0,5313
	Чистая прибыль – Прочие доходы/расходы (не операционные) – Переоценка и чрезвычайные статьи	Прибыльность	0,5161
	Рентабельность NOPAT	Прибыльность	0,4927
	Рентабельность EBIT	Прибыльность	0,4874
СЕКТОР 3	Операционный доход – Налоги – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,4817
	Финансовые вложения и Векселя / Активы	Обеспеченность	-0,3332
	Краткосрочные обязательства / Активы	Обеспеченность	-0,3075
	(Оборотные активы – Товарно-материальные запасы – Краткосрочные обязательства + Изменения в оборотном капитале) / Активы	Обеспеченность	0,2659
	Операционные расходы + Налоги	Затратность	-0,2550
	Проценты полученные (уплаченные)	Обеспеченность	-0,2479
	(Оборотные активы – Денежные средства – Товарно-материальные запасы) / Основные средства	Обеспеченность	0,2318
	Прочие доходы / расходы (не операционные)	Затратность	-0,2280
СЕКТОР 2	Free Cash Flow (свободный денежный поток)	Обеспеченность	0,2270
	Оборачиваемость активов SOA (Выручка / Активы)	Интенсивность	-0,5464
	(Основные средства – Амортизация) / Активы	Капитальность	-0,4771
	Основные средства / Активы	Капитальность	-0,4371
	Оборачиваемость оборотных активов (Выручка / Оборотные активы)	Интенсивность	-0,4366
	Рентабельность инвестированного капитала (ROIC)	Интенсивность	-0,4322
	Рентабельность инвестиций (ROI)	Интенсивность	-0,4209
	Долгосрочные обязательства / Активы	Обеспеченность	0,4137
СЕКТОР 1	Рентабельность активов (ROA)	Интенсивность	-0,4130
	Рентабельность активов (ROA)	Интенсивность	0,4816
	Дивиденды	Динамичность	0,4414
	Рентабельность инвестиций (ROI)	Интенсивность	0,4340
	(Выручка – Операционные расходы) × Динамика операционной прибыли	Динамичность	0,4137
	Операционные расходы + Налоги	Затратность	-0,4076
	Рентабельность EBT	Прибыльность	0,3797
	Операционный доход – Налоги – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,3690
	Нераспределенная прибыль (НП)	Обеспеченность	0,3316

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

Таблица 3 / Table 3

Результаты расчета удельной достоверности аппроксимации (R_{cp}^2 , %) с использованием коэффициентов корреляции более 0,20 по модулю / The results of calculating the specific reliability of the approximation (R_{av}^2 , %) using correlation coefficients greater than 0.20 modulo

ГРУППА / GROUP	R_{cp}^2 , % / R_{cp}^2 , %					Количество факторов в расчете / Number of factors in calculation				
	Сегм. 1 / Seg. 1	Сегм. 2 / Seg. 2	Сегм. 3 / Seg. 3	Сегм. 4 / Seg. 4	ОБЩЕЕ / TOTAL	Сегм. 1 / Seg. 1	Сегм. 2 / Seg. 2	Сегм. 3 / Seg. 3	Сегм. 4 / Seg. 4	ОБЩЕЕ / TOTAL
Прибыльность	14,44	13,96	0,00	26,71	21,79	6	11	0	10	6
Затратность	15,29	18,01	50,27	17,60	24,71	4	6	2	4	4
Обеспеченность	12,59	15,09	49,73	12,27	13,26	18	20	11	12	11
Капитальность	12,81	15,29	0,00	9,97	10,28	1	8	0	4	4
Интенсивность	19,84	22,34	0,00	7,68	16,04	8	9	0	6	4
Динамичность	25,04	15,31	0,00	25,77	13,92	3	2	0	1	2
СУММА	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	40	56	13	37	31

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

Таблица 4 / Table 4

Результаты расчета удельной достоверности аппроксимации (R_{cp}^2 , %) по двухфакторной методике / The results of calculating the specific reliability of the approximation (R_{av}^2 , %) by two-factor method

ГРУППА / GROUP	R_{cp}^2 , % / R_{cp}^2 , %				
	Сегм. 1 / Seg. 1	Сегм. 2 / Seg. 2	Сегм. 3 / Seg. 3	Сегм. 4 / Seg. 4	ОБЩЕЕ / TOTAL
Прибыльность	17,66	11,60	6,12	28,46	27,59
Затратность	13,77	14,51	22,77	25,53	26,32
Обеспеченность	13,04	16,61	40,06	18,40	15,17
Капитальность	6,07	21,77	10,61	9,38	8,36
Интенсивность	26,41	25,18	10,35	8,16	13,74
Динамичность	23,04	10,33	10,09	10,07	8,83
СУММА	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

Таблица 5 / Table 5

Результаты расчета удельной достоверности аппроксимации (R_{cp}^2 , %) по однофакторной методике / The results of calculating the specific reliability of the approximation (R_{av}^2 , %) by one-factor method

ГРУППА / GROUP	R_{cp}^2 , % / R_{cp}^2 , %				
	Сегм. 1 / Seg. 1	Сегм. 2 / Seg. 2	Сегм. 3 / Seg. 3	Сегм. 4 / Seg. 4	ОБЩЕЕ / TOTAL
Прибыльность (Чистая прибыль)	8,97	7,86	12,54	25,59	25,14
Затратность [Себестоимость (в том числе амортизация и прочие операционные расходы)]	10,35	2,36	23,51	28,39	28,87
Обеспеченность (Капитал)	15,65	15,25	35,94	17,47	13,67
Капитальность (Основные средства / Активы)	0,09	29,40	10,31	5,76	4,66
Интенсивность [Рентабельность активов (ROA)]	37,36	26,25	0,46	4,65	13,82
Динамичность ((Выручка – Операционные расходы) × Динамика операционной прибыли)	27,57	18,87	17,24	18,14	13,84
СУММА	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

полагают использовать соответственно по два и по одному фактору из каждой группы, с наибольшими значениями коэффициента корреляции по модулю, независимо от значимости показателя.

В данном случае просматривается определенная закономерность полученных результатов, в частности для Сегмента 1 (Интенсивность и Динамичность), Сегмента 2 (Капитальность и Интенсивность), Сегмента 3 (Затратность и Обеспеченность) и для выборки в целом (Прибыльность и Затратность) ключевые влияющие на коэффициент полезности (MV/S) группы идентичны и близки методике расчета со значением коэффициентов корреляции более 0,20 по модулю.

Группы факторов с наибольшим удельным значением достоверности аппроксимации для Сегмента 4 в методике расчета со значением коэффициентов корреляции по модулю более 0,20 отличаются от двухфакторной и однофакторной методик расчета. В первом случае группа «Динамичность», представленная одним фактором, участвующем в расчете, превышает показатель группы «Затратность», представленной 4 факторами, на 8,17 п.п., однако согласно однофакторной методике меньше ее на 10,25 п.п., что более корректно для целей сопоставления (один фактор — к одному фактору).

Таким образом, обобщая специфику компаний из разных секторов согласно рис. 4 и 6, а также основные критерии увеличения коэффициента полезности (MV/S) согласно табл. 2–5, можно дать краткое описание каждому сегменту.

Сегмент 1 ($MV/S < 0,5$) — сектор кризисных, либо финансово поддерживаемых компаний:

- рыночная стоимость не превышает балансовую, которая, в свою очередь, меньше половины годовой выручки;
- рост коэффициента полезности преимущественно связан:
 - с увеличением рентабельности активов, инвестиций и капитала, динамики операционной прибыли, размера и динамики дивидендов;
 - со снижением оборачиваемости активов, в том числе оборотных активов, денежных средств, основных средств и запасов.

Сегмент 2 ($0,5 \leq MV/S < 1,0$) — сектор производственных (перерабатывающих и добывающих сырье) компаний:

- рыночная стоимость не превышает балансовую (которая стремится к уровню годовой выручки), с сокращением разницы по мере увеличения показателя MV/S в рамках сегмента;
- рост коэффициента полезности преимущественно связан [25–28]:

- с увеличением уровня обновления основных средств, рентабельности активов, инвестиций и капитала;
- со снижением размеров товарно-материальных запасов и основных средств, оборачиваемости активов, в том числе оборотных активов, денежных средств, основных средств и запасов.

Сегмент 3 ($1,0 \leq MV/S < 2,0$) — сектор торговых (сетевых) компаний:

- рыночная стоимость превышает балансовую, которая близка уровню годовой выручки в рамках сегмента;
- рост коэффициента полезности преимущественно связан:
 - с увеличением ликвидности активов, свободного денежного потока и удельного веса в структуре баланса: оборотных активов (за исключением товарно-материальных запасов), внеоборотных активов (за исключением основных средств), долгосрочных обязательств, капитала (за исключением дивидендов);
 - со снижением размера (уровня) любого сочетания видов затрат, краткосрочных обязательств, вложений и процентов, полученных в структуре баланса.

Сегмент 4 ($MV/S \geq 2,0$) — сектор инновационных компаний:

- рыночная стоимость более чем в два раза превышает балансовую, которая больше уровня годовой выручки в рамках сегмента;
- рост коэффициента полезности преимущественно связан:
 - с увеличением разности выручки и совокупности любого вида затрат;
 - со снижением размера (уровня) любого сочетания видов затрат.

ФАКТОРНОЕ СОПОСТАВЛЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИЙ

Принимая во внимание различные приоритеты организаций в части своего развития, для оценки их текущего состояния и сравнения с другими участниками рынка воспользуемся полученными результатами факторного анализа деятельности компаний, согласно табл. 2 определяющих условия увеличения коэффициента полезности в зависимости от сегмента отношения рыночной стоимости к выручке.

Если компании по показателю MV/S имеют близкие значения (в рамках одного сегмента или в его граничных значениях), целесообразно соотносить их по факторам для конкретного сегмента, если разница существенна, оценку следует проводить в таблице общей выборки.

Таблица 6 / Table 6

Факторное сопоставление организаций Apple, Alphabet и Berkshire Hathaway в рамках критериев общей выборки / Factorial comparison of Apple, Alphabet, and Berkshire Hathaway within the total sample

№ / No.	Фактор оценки / Assessment factor	Группа фактора / Factor group	Коэфф. корр. / Corr. coef.	Apple	Alphabet	Berkshire Hathaway
1	Себестоимость (в том числе амортизация и прочие операционные расходы)	Затратность	-0,7024	0,62	0,45	<u>0,81</u>
2	Чистая прибыль	Прибыльность	0,6555	0,21	0,21	0,32
3	Рентабельность EBT	Прибыльность	0,6453	0,25	0,24	0,40
4	Операционный доход – Налоги – (Стоимость долгосрочных обязательств × Долгосрочные обязательства)	Прибыльность	0,5967	0,19	0,18	<u>0,02</u>
5	Операционные расходы + Налоги	Затратность	-0,5681	0,79	0,82	<u>0,97</u>
6	(Выручка – Операционные расходы) × × Динамика операционной прибыли	Динамичность	0,4864	0,23	0,20	0,11
7	Рентабельность активов (ROA)	Интенсивность	0,4859	0,17	0,12	<u>0,10</u>
8	Капитал	Обеспеченность	0,4834	0,30	1,24	1,67
9	Денежные средства / Активы	Обеспеченность	0,4811	0,29	0,43	<u>0,08</u>
10	Срочная ликвидность ((Оборотные активы – Товарно-материальные запасы) / Краткосрочные обязательства)	Обеспеченность	0,4773	1,46	3,44	1,50
11	Капитал – Нераспределенная прибыль	Обеспеченность	0,4372	0,17	0,30	<u>0,09</u>
12	Рентабельность инвестиций (ROI)	Интенсивность	0,4320	0,25	0,15	<u>0,11</u>

Источник / Source: составлено автором по данным из годовых отчетов компаний / compiled by the author according to data from annual reports of companies.

В качестве примера сравним по 12 ключевым факторам компании Apple, Alphabet и Berkshire Hathaway из табл. 1, выделяющиеся наиболее характерными особенностями несогласованности показателей (табл. 6).

Компания Berkshire Hathaway на первый взгляд имеет большую чистую прибыль, активы и сопоставимую с Apple и Alphabet выручку, что также демонстрирует большее соотношение чистой прибыли к выручке (Profits / Sales). Однако она в два раза дешевле Alphabet и в три раза — Apple.

С чистой прибылью Berkshire Hathaway связаны основные факторы, превышающие аналогичные у сравниваемых компаний, а большинство остальных имеют худшее значение.

Наибольшее отклонение факторов, обосновывающих меньший коэффициент полезности Berkshire Hathaway в сравнении с Apple и Alphabet, связано с относительно высокой себестоимостью и операционными расходами, меньшим количеством свободных денежных средств и их отношением к размеру активов, меньшей рентабельностью акти-

вов (ROA) и инвестиций (ROI), меньшим размером собственного капитала (все показатели — относительно выручки).

Всего из 31 фактора оценки общего сопоставления (для всех сегментов), имеющих коэффициент корреляции более 0,20 по модулю, по 16 из них Berkshire Hathaway имеет значения, уступающие Apple и Alphabet, по 6 факторам — превышающие и по 9 факторам — промежуточные.

Поскольку коэффициент полезности Berkshire Hathaway имеет граничное значение между Сегментом 3 и Сегментом 4, аналогичный анализ можно провести, используя сопоставление факторов Сегмента 4. Результат будет схожим, учитывая, что его ключевые критерии идентичны общей выборке.

ВЫВОДЫ

Как правило, жизненный цикл развития компании представлен одним-двумя, реже — тремя сегментами. Переход между сегментами требует значительного изменения структуры баланса организации и прочих показателей финансовой отчетности, что в условиях рынка подразумевает существенные преобразования бизнес-модели либо ее кардинальную смену.

Соответственно, концентрирование исключительно на прибыли и затратах как ключевых условиях увеличения стоимости организации в данном случае обосновано лишь в Сегменте 4. Для остальных секторов следует учитывать прочие факторы, порой с большим доминирующим значением.

Исходя из этого, каждый сегмент можно представить как уровень созидательной активности деятельности компаний, при этом переход на очередной из них в рамках рынка в целом реализуется высвобождением возможностей предыдущих, дополняя их (не заменяя), опираясь на них подобно увеличению размеров строения, устойчивость которого определяется равномерным распределением нагрузки [29]. То есть необходимость увеличения среднего коэффициента

полезности рынка, в первую очередь через рост прибыльности, необходимо декомпозировать на составляющие применительно к отдельным сегментам модели. В них приоритетными являются различные группы факторов, которые, объединившись, создают единую картину целей.

При всей очевидности общественной полезности для рынка в целом увеличения соотношения капитализации компаний к выручке как показателя развитости экономики, потребительской и деловой активности его участников, реализация данной цели требует пересмотра однозначности суждения о максимизации прибыли как основной цели бизнеса. Норма рентабельности и уровень издержек фирм нижних сегментов модели должны стимулировать развитие организаций верхних сегментов с учетом использования адресного инструментария, учитывающего особенности и специфику их вида деятельности [30]. Причем чем ниже сегмент расположения компании, тем больший синергетический эффект будет иметь данное обстоятельство.

Реализация Сегментарной модели подразумевает, что, помимо собственно эволюции в виде этапа жизненного цикла (начало, рост, стагнация, спад, завершение) и размера (оценки занятой доли рынка), ключевой характеристикой деятельности компании является сегмент ее общественной полезности, представляющий собой условно постоянную сущность сформированной уникальной внутренней культуры, связанной с особенностями рождения (видом деятельности) и существования (конкурентной средой) [31].

Полученные в ходе анализа корреляции различных показателей и мультипликаторов финансовой отчетности организаций применительно к их текущему и расчетному соотношению капитализации от выручки позволяют оценить стоимость компаний, сопоставить за выбранный период времени динамику их деятельности с отраслевыми конкурентами и рынком в целом, на стратегическом уровне определить направления по увеличению коэффициента полезности.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Древинг С. Р., Хрустова Л. Е. Нефинансовые факторы формирования стоимости в системе финансового контроля стратегии развития холдинга. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(6):53–68. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–6–53–68
2. Межов И. С., Дронова О. Б. Национальная модель корпоративного управления: императивы финансирования роста российской экономики. *Финансы: теория и практика*. 2018;22(3):36–51. DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–3–36–51
3. Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*. 1958;48(3):261–297.

4. Modigliani F., Miller M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*. 1963;53(3):433–443.
5. Miller M. H. The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *The Journal of Economic Perspectives*. 1988;2(4):99–120. DOI: 10.1257/jep.2.4.99
6. Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов. М.: Высшая школа финансов и менеджмента; 2011. 392 с. URL: http://www.shfm.ranepa.ru/sites/default/files/books/limitov_part1.pdf (дата обращения: 29.11.2020).
7. Рутгайзер В.М., Антилл Н., Ли К. Оценка компаний. Анализ и прогнозирование с использованием отчетности по МСФО. 2-е изд., перераб. и допол. *Вопросы экономики*. 2011;(7):149–152. DOI: 10.32609/0042–8736–2011–7–149–152
8. Волкова Н.А. Модель оценки уровня эффективности корпоративного управления. *Статистика и экономика*. 2018;15(2):49–58. DOI: 10.21686/2500–3925–2018–2–49–58
9. Evans D. S. The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *The Journal of Industrial Economics*. 1987;35(4):567–581. DOI: 10.2307/2098588
10. Heshmati A. On the growth of micro and small firms: Evidence from Sweden. *Small Business Economics*. 2001;17(3):213–228. DOI: 10.1023/A:1011886128912
11. Morone P., Testa G. Firms' growth, size and innovation: An investigation into the Italian manufacturing sector. *Economics of Innovation and New Technology*. 2008;17(4):311–329. DOI: 10.1080/10438590701231160
12. Singh A., Whittington G. The size and growth of firms. *The Review of Economic Studies*. 1975;42(1):15–26. DOI: 10.2307/2296816
13. Varaiya N., Kerin R. A., Weeks D. The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*. 1987;8(5):487–497. DOI: 10.1002/smj.4250080507
14. Ивашковская И.В., Животова Е.Л. Индекс устойчивого роста: эмпирическая апробация на данных российских компаний. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2009;(4):3–29.
15. Hall B. H. The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector. *The Journal of Industrial Economics*. 1987;35(4):583–606. DOI: 10.2307/2098589
16. Geroski P., Gugler K. Corporate growth convergence in Europe. *Oxford Economic Papers*. 2004;56(4):597–620. DOI: 10.1093/oep/gpf055/
17. Шеремет А.Д. Комплексный анализ показателей устойчивого развития предприятия. *Экономический анализ: теория и практика*. 2014;(45):2–10.
18. 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
19. Ararat M., Black B. S., Yurtoglu B. B. The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*. 2017;30:113–132. DOI: 10.1016/j.ememar.2016.10.001
20. García-Madariaga J., Rodríguez-Rivera F. Corporate social responsibility, customer satisfaction, corporate reputation, and firms' market value: Evidence from the automobile industry. *Spanish Journal of Marketing – ESIC*. 2017;21(Suppl. 1):39–53. DOI: 10.1016/j.sjme.2017.05.003
21. Belo F., Lin X., Vitorino M. A. Brand capital and firm value. *Review of Economic Dynamics*. 2014;17(1):150–169. DOI: 10.1016/j.red.2013.05.001
22. Altman E. I. Measuring corporate bond mortality and performance. *The Journal of Finance*. 1989;44(4):909–922. DOI: 10.1111/j.1540–6261.1989.tb02630.x
23. Никулин Е.Д., Свиридов А.А. Манипулирование прибылью российскими компаниями при первичном размещении акций. *Финансы: теория и практика*. 2019;23(1):147–164. DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–1–147–164
24. Волков Д.Л., Никулин Е.Д. Управление оборотным капиталом: анализ влияния финансового цикла на рентабельность и ликвидность компаний. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент*. 2012;(2):3–32.
25. Lanza A., Manera M., Grasso M., Giovannini M. Long-run models of oil stock prices. *Environmental Modelling & Software*. 2005;20(11):1423–1430. DOI: 10.1016/j.envsoft.2004.09.022
26. Bhaskaran R. K., Sukumaran S. K. An empirical study on the valuation of oil companies. *OPEC Energy Review*. 2016;40(1):91–108. DOI: 10.1111/opec.12064
27. MacDiarmid J., Tholana T., Musingwini C. Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015. *Resources Policy*. 2018;56:16–30. DOI: 10.1016/j.resourpol.2017.09.008

28. Osmundsen P., Asche F., Misund B., Mohn K. Valuation of international oil companies. *The Energy Journal*. 2006;27(3):49–64. DOI: 10.2307/23296990
29. Дози Дж. Экономическая координация и динамика: некоторые особенности альтернативной эволюционной парадигмы. *Вопросы экономики*. 2012;(12):31–60.
30. Полтерович В.М. О стратегии догоняющего развития для России. *Экономическая наука современной России*. 2007;(3):17–23.
31. Кочеткова А.И. Введение в организационное поведение и организационное моделирование. М.: Дело; 2011. 944 с.

REFERENCES

1. Dreving S.R., Khrustova L.E. Non-financial factors of value formation in the financial control system of the holding development strategy. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(6):53–68. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–6–53–68
2. Mezhev I.S., Dronova O.B. National corporate governance model: The imperatives of funding the growth of the Russian economy. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2018;22(3):36–51. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2018–22–3–36–51
3. Modigliani F., Miller M.H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*. 1958;48(3):261–297.
4. Modigliani F., Miller M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*. 1963;53(3):433–443.
5. 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
6. Limitovskii M.A., Lobanova E.N., Palamarchuk V.P. Financial management as the sphere of applied use of corporate finance. Moscow: Higher School of Finance and Management; 2011. 392 p. URL: http://www.shfm.ranepa.ru/sites/default/files/books/limitov_part1.pdf (accessed on 29.11.2020). (In Russ.).
7. Rutgaizer V.M., Antill N., Lee K. Company valuation under IFRS: Interpreting and forecasting accounts using International Financial Reporting Standards. 2nd ed. *Voprosy ekonomiki*. 2011;(7):149–152. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2011–7–149–152
8. Volkova N.A. The model estimating the level of efficiency of corporate governance. *Statistika i ekonomika = Statistics and Economics*. 2018;15(2):49–58. (In Russ.). DOI: 10.21686/2500–3925–2018–2–49–58
9. Evans D.S. The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *The Journal of Industrial Economics*. 1987;35(4):567–581. DOI: 10.2307/2098588
10. Heshmati A. On the growth of micro and small firms: Evidence from Sweden. *Small Business Economics*. 2001;17(3):213–228. DOI: 10.1023/A:1011886128912
11. Morone P., Testa G. Firms' growth, size and innovation: An investigation into the Italian manufacturing sector. *Economics of Innovation and New Technology*. 2008;17(4):311–329. DOI: 10.1080/10438590701231160
12. Singh A., Whittington G. The size and growth of firms. *The Review of Economic Studies*. 1975;42(1):15–26. DOI: 10.2307/2296816
13. Varaiya N., Kerin R.A., Weeks D. The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*. 1987;8(5):487–497. DOI: 10.1002/smj.4250080507
14. Ivashkovskaya I.V., Zhivotova E.L. Sustainable growth index: Empirical testing using data from Russian companies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management Series*. 2009;(4):3–29. (In Russ.).
15. Hall B.H. The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector. *The Journal of Industrial Economics*. 1987;35(4):583–606. DOI: 10.2307/2098589
16. Geroski P., Gugler K. Corporate growth convergence in Europe. *Oxford Economic Papers*. 2004;56(4):597–620. DOI: 10.1093/oep/gpf055/
17. Sheremet A.D. A complex analysis of sustainable development indicators of an enterprise. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*. 2014;(45):2–10. (In Russ.).
18. 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

19. Ararat M., Black B.S., Yurtoglu B.B. The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*. 2017;30:113–132. DOI: 10.1016/j.ememar.2016.10.001
20. García-Madariaga J., Rodríguez-Rivera F. Corporate social responsibility, customer satisfaction, corporate reputation, and firms' market value: Evidence from the automobile industry. *Spanish Journal of Marketing – ESIC*. 2017;21(Suppl. 1):39–53. DOI: 10.1016/j.sjme.2017.05.003
21. Belo F., Lin X., Vitorino M.A. Brand capital and firm value. *Review of Economic Dynamics*. 2014;17(1):150–169. DOI: 10.1016/j.red.2013.05.001
22. Altman E.I. Measuring corporate bond mortality and performance. *The Journal of Finance*. 1989;44(4):909–922. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1989.tb02630.x
23. Nikulin E.D., Sviridov A.A. Earnings management by Russian companies at the initial public offering. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2019;23(1):147–164. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587–5671–2019–23–1–147–164
24. Volkov D.L., Nikulin E.D. Working capital management: Analysis of the impact of the financial cycle on the profitability and liquidity of companies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management Series*. 2012;(2):3–32. (In Russ.).
25. Lanza A., Manera M., Grasso M., Giovannini M. Long-run models of oil stock prices. *Environmental Modelling & Software*. 2005;20(11):1423–1430. DOI: 10.1016/j.envsoft.2004.09.022
26. Bhaskaran R.K., Sukumaran S.K. An empirical study on the valuation of oil companies. *OPEC Energy Review*. 2016;40(1):91–108. DOI: 10.1111/opec.12064
27. MacDiarmid J., Tholana T., Musingwini C. Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015. *Resources Policy*. 2018;56:16–30. DOI: 10.1016/j.resourpol.2017.09.008
28. Osmundsen P., Asche F., Misund B., Mohn K. Valuation of international oil companies. *The Energy Journal*. 2006;27(3):49–64. DOI: 10.2307/23296990
29. Dosi G. Economic coordination and dynamics: Some elements of an alternative “evolutionary” paradigm. *Voprosy ekonomiki*. 2012;(12):31–60. (In Russ.).
30. Polterovich V.M. On the strategy of catching-up development for Russia. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoi Rossii = Economics of Contemporary Russia*. 2007;(3):17–23. (In Russ.).
31. Kochetkova A.I. Introduction to organizational behavior and organizational modeling. Moscow: Delo; 2011. 944 p. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Дмитрий Николаевич Белых — магистрант кафедры менеджмента Института бизнеса и делового администрирования, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия
Dmitrii N. Belykh — Master's student, Department of Management, Institute of Business Studies, The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia
 bdn@inbox.ru

Статья поступила в редакцию 01.12.2020; после рецензирования 14.12.2020; принята к публикации 27.12.2020.
 Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.
 The article was submitted on 01.12.2020; revised on 14.12.2020 and accepted for publication on 27.12.2020.
 The author read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-120-129

UDC 336.71(045)

JEL G21

Prospects for the Development of the Banking Sector of Azerbaijan

Y.F. Veliyeva

Azerbaijan State University of Economics, Baku, Azerbaijan

<https://orcid.org/0000-0002-9758-9469>

ABSTRACT

The **relevance** of the problem of the banking sector development lies in the fact that banks, implementing their economic policy, can ensure continuous sustainable growth of the entire national economy. The study **aims** to offer long-term proposals for the development of the banking sector of Azerbaijan, which will bring it to the next level. During the research the author used such **methods** as the study of literary sources, analysis, synthesis, abstraction and special methods. The study presents six major macroeconomic factors that significantly affect the rate of the long-term growth of the banking sector: customer focus, legal framework, new banking technologies, cyber threats, use of the experience of large IT companies, and qualified personnel. The author analyzed the effects of these factors on the long-term growth rate. Recommendations are given on the use of innovation and advanced technologies for the benefit of development, that will allow building an efficient and competitive banking system. Based on the results of the study, the author formulated proposals for improving the banking sector of Azerbaijan that will bring it to the next level. In particular, it is proposed to optimize robotic process automation, namely, to completely revise the existing methods of work, and not just solve problems using robotization. The author **concluded** that there is a long way ahead towards ensuring the sustainable development of the banking sector in Azerbaijan, which is currently at the beginning of its journey. Further research on this topic will allow a deeper study of digital opportunities and prospects for the integrated implementation of innovation.

Keywords: bank; banking system of Azerbaijan; banking sector, innovation; robotization; technologies; customer focus

For citation: Veliyeva Y.F. Prospects for the development of the banking sector of Azerbaijan. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):120-129. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-120-129

ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ

Перспективы развития банковского сектора Азербайджана

Е.Ф. Велиева

Азербайджанский государственный экономический университет, Баку, Азербайджан

<https://orcid.org/0000-0002-9758-9469>

АННОТАЦИЯ

Актуальность проблемы развития банковского сектора заключается в том, что банки, проводя эффективную экономическую политику, могут обеспечить непрерывный устойчивый рост всей национальной экономики. **Цель** исследования — сформулировать предложения по перспективному развитию банковской системы Азербайджана, которые позволят вывести ее на новый, более продвинутый уровень. В ходе исследования использованы такие **методы**, как изучение литературных источников, анализ, синтез, абстракция и специальные методы. Выявлено шесть основных макроэкономических факторов, которые в значительной степени влияют на темпы долгосрочного роста банковской системы: клиентоориентированность, законодательная база, новые банковские технологии, киберугрозы, использование опыта крупных IT-компаний и квалификация персонала банков. Проанализировано, как именно эти факторы влияют на темпы долгосрочного роста. Даны рекомендации по использованию инноваций и передовых технологий в интересах развития, что позволит построить эффективную и конкурентоспособную банковскую систему. По результатам исследования автором разработаны предложения по перспективному развитию банковского сектора Азербайджана, которые позволят вывести его на новый уровень. В частности, предложено оптимизировать роботизированную автоматизацию процессов, а именно — полностью пересмотреть существующие методы работы, а не просто решать задачи с помощью роботизации. Автор пришел к **выводу**, что предстоит длительная работа в направ-

лении обеспечения устойчивого развития банковского сектора Azerbaijan, который в настоящее время находится в начале этого пути. Дальнейшее исследование этой темы позволит глубже изучить цифровые возможности и перспективы комплексного внедрения инноваций.

Ключевые слова: банк; банковская система Azerbaijan; банковский сектор; инновации; роботизация; технологии; клиентоориентированность

Для цитирования: Велиева Е.Ф. Перспективы развития банковского сектора Azerbaijan. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):120-129. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-120-129

INTRODUCTION

The banks, which form the backbone of the country's financial system, act as intermediaries to ensure that savings are taken from those with surplus funds and transferred to public or private institutions with deficits. The transfer of the provided resources to production and profitable areas has a positive effect on the country's economy and adds dynamism to economic development. As in any country, economic, social and political changes affect the characteristics, structure and orientation of the banking sector in our country. The banking sector is expected to continuously evolve to diversify its economic activities, taking into account the effects of globalization and, as a result, to meet the growing funding needs. The banking sector, which is of great importance for the healthy operation of the economy of the country, has become one of the sectors, which responds sensitively to changes in the national economy.

In this context, the crises that have occurred in the country have affected the entire economy and had very negative consequences for the fragile and uncertain structure of the Azerbaijani banking system. As a result of this negative sector, liquidations and mergers took place and new sector-specific regulations were introduced. The banking sector performance affects all economic units in the country. Thus, it is important to measure and control the performance of the banking sector.

THE BODY OF THE ARTICLE

Starting from 2018, in banking, it has become relevant to solve a variety of problems that are related to the settlement, the process of updating outdated systems, the introduction of advanced technologies and business models, an increase in competitiveness and customer expectations, taking into account the provision, in this case, the implementation of a new sustainable development strategy. Banks that are able to seize new opportunities will have a chance to gain an advantage and thus be able to balance long-term

goals and short-term performance requirements. The next period will be crucial for the banking system in accelerating their transformation into more strategically oriented and technologically advanced financial institutions with flexible operating structures to maintain leadership in a rapidly changing business environment. This transformation is challenging as most banks face a number of hurdles, such as complex and conflicting regulatory requirements, computer systems becoming obsolete, new technologies evolving, new business models emerging, competition intensifying, and customer demands and expectations constantly increasing.

For this purpose, 6 major factors were identified, which to a large extent affect the rate of long-term growth in the banking system:

1. The need, as a result of any changes, to maintain the principle of customer focus;
2. Relevant changes in the legal framework in accordance with the measures taken;
3. Rational management of technologies to achieve efficiency in banking;
4. Reducing the level of cyber risks to ensure the security and independence of the process;
5. Development of fintech projects and use of the experience of large IT companies;
6. Revision of labor resources in favor of more qualified personnel.

As a result, banks will have to implement the business transformations necessary to ensure the sustainability of their companies along with their operational challenges. Banks need to find the right balance between long-term goals and today's needs. And those who manage to achieve such a balance will gain significant superiority.

Let's consider each of the six factors in more detail.

1. The need, as a result of any changes, to maintain the principle of customer focus.

Long-term sustainable development in banking is only possible if there is a fundamental shift from a product-centered and sales-centered approach to a customer-centered approach, and then refining

strategies that target relevant markets, customer segments and solutions.

Although the banking industry has changed in many ways over the past few years, most organizations here, unlike other areas, have not redefined their business processes towards customer focus. As digital innovation evolves, banks run the risk of missing out on customer satisfaction monitoring.

After the liquidation and consolidation of a number of banks in Azerbaijan, the remaining banks were constrained to re-examine their showcase techniques and procedures for working with clients. In numerous cases, such choices were driven by administrative necessities instead of an improved understanding of desires of markets and clients. Opposite to desires, not all banks pay consideration to client fulfillment.

Fortunately, there are banks that are starting to realize that the improvement of already seen danger to the fintech industry opens up favorable prospects for client benefit by leveraging the involvement of fintech companies and organizing participation with them.

Fintech companies have appeared that they can meet all of their necessities and surpass desires through remarkable client care.

However, the presentation of unused innovation, as a run the show, made a difference to unravel existing issues to some extent. The biggest challenge for most banks is to attain organizational adaptability. To do this, they must improve, change the way individuals oversee and construct vital organizations to create choices that advantage clients over the broader environment of members.

2. Relevant changes in the legal framework in accordance with the measures taken.

Expectations of a significant relaxation of regulation may not be justified. Compliance desires, particularly with respect to reasonable treatment of clients and senior administration responsibility, will stay high. In addition, controllers are anticipated to proceed to actualize requirement observing programs and require more divulgences from banks to test the operational judgment of complex organizations, especially in times of stress.

For banks to achieve operational modernization, it is necessary to integrate compliance objectives in terms of control and responsibility with the bank's vital destinations, counting advancement, operational re-arrangements, chance administration and fetched optimization. In other words, the compliance system must be consistent with the

bank's business strategy. Failure to do so could put banks at risk of regulatory breaches and reduced productivity.

Banks should also pay particular attention to regulatory compliance when identifying and managing required changes, both at the individual business unit and corporate level. These changes will require managers to consistently apply standards of due diligence in managing their operations. Regulators are also placing increased demands on senior management accountability.

3. Rational management of technologies to achieve efficiency in banking.

To increase the agility of their organizations, bank CIOs must develop areas within their portfolio of technology assets that provide the bank with a real competitive advantage. Ancillary activities should be outsourced cost-effectively.

Most banks confront the challenges of overseeing innovation assets, which are a mess of frameworks, stages, computer programs and apparatuses, numerous of which are obsolete and require critical assets and capital to keep them running easily. In this respect, updating the center working framework is getting to be a self-evident need for banks. According to ICT Enterprise Insights, conducted by analyst firm Ovum in 2016, nearly 25 percent of the banking sector surveyed worldwide cited modernization as the most important IT trend.¹

To implement vital changes in their banks and increment effectiveness with negligible disruption to inside frameworks, CIOs ought to guarantee the compatibility of unused innovation arrangements from diverse outside providers. This, in turn, may require a significant increase of the IT budget in banks.

However, money alone is usually not enough. In their quest for simplification, modernization and flexibility of systems, banks must ask themselves three important questions:

1. How will they manage their portfolio of technology assets to maximize business performance?
2. How will the specified level and sort of technology outsourcing be decided (locks in third parties to plan, create and oversee innovation arrangements)?
3. How will they focus resources exclusively on developing those activities that provide a competitive advantage?

¹ 2016 Ovum ICT Enterprise Insights Survey. URL: <https://www2.deloitte.com/kz/ru/pages/financial-services/articles/gx-banking-industry-outlook.html> (accessed on 12.12.2020).

The growth in the number of technology platforms and technology developers in the market, as well as the development of cloud solutions, have made outsourcing more convenient and affordable. Of course, this practice is not new for banks, but often in order to maintain competitive advantages in the market, it becomes necessary to significantly expand the scope of outsourced functions. Bank technology groups can play a key role in managing the new outsourcing model and maximizing business value.

Of course, outsourcing is not applicable to all core activities — technical support for some activities, for example, in the area of compliance and risk management, should be provided by the internal divisions of the bank.

One example of outsourcing is mission-critical managed services that require specialized technical staff but provide the company with a limited competitive advantage [1]. In addition, external service providers can automate compliance processes, which saves labor — the bank staff only needs to complete the final stage of analysis and prepare reports for regulators.

An outsourcing strategy typically requires a more careful approach to technology developer selection, with a focus on high-quality software and in-depth banking knowledge (such as servicing mortgages or handling demand deposits).

Multifunctional organizations prefer to use “star” models that include numerous connections with third parties in several ranges. They are rebuilding their strategies of contracting with providers and overseeing and directing their exercises appropriately.

Outsourcing can moreover play a basic part in modernizing applications — through optimization, rebuilding, code modifying, or porting to another stage, as well as the capacity to move the stage to the cloud.

4. Reducing the level of cyber risks in order to ensure the security and independence of the process.

Increased interdependence among the participants in the banking ecosystem, accelerated introduction of new technologies and continued dependence on obsolete infrastructure — all these factors contribute to the growth of cyber risks.

Cybersecurity is recognized globally — cyber risk is a priority on the agenda of financial risk managers [2]. Acting ahead of ever-changing business needs and addressing increasingly sophisticated threats from attackers is a top priority for bank executives [2].

This is confirmed by the methods of cyber risk management used by many banks now. Many banks employ qualified cybersecurity professionals in their cybersecurity divisions.

However, cyber risk is becoming more complex, and the impact of such risk is often not fully understood and cannot be accurately determined. Thus, there is still much work to be done by banks to implement mechanisms to proactively monitor cyber risks in their operations on a progressing premise. It begins by building a solid culture of due tirelessness all through the organization and understanding cybersecurity as a key factor in creating trade forms, techniques and imaginative arrangements.

As the transformations taking place in many banks are largely driven by technological advances, banks need to analyze and manage cyber risks in all aspects of the changes taking place — whether it is modernizing legacy systems or introducing new technologies. Banks have numerous benefits from paying close attention to cyber risk and understanding its importance in almost all aspects of their business. This approach allows companies to shorten the time it takes to enter new markets, increase their resilience and meet market demands, which is what is meant by organizational flexibility. In short, in order to increase organizational flexibility and efficiency, banks should consider cyber risk as a primary factor in their decision making.

5. Development of fintech projects and use of the experience of large IT companies.

Customer-centric fintech companies remain at the forefront of banking innovation. In this circumstance, banks have a few technique choices. They can begin rehashing the activities of fintech companies, make comparative imaginative arrangements, connected with them (whereas losing their competitive advantage), or follow a coordinated methodology based on their capabilities and showcase position.

In spite of the reality that fintech companies have found their specialty within the managing an account division, numerous will concur that they “have not been able to drastically change the conditions of competition” [3]. Clearly, it is as well early to say that fintech companies and other non-banking organizations will permit buyers to totally desert mediators. Huge legacy players are likely to preserve their showcase administration due to the taking after three components that proceed to work for them:

1) administrative limitations anticipating section to the market;

2) customers’ normal hesitance to alter something;

3) the accessibility of adequate capital to secure, build up participation or duplicate the victory of fintech companies.

However, it ought to be recognized that inventive arrangements made by fintech companies take client

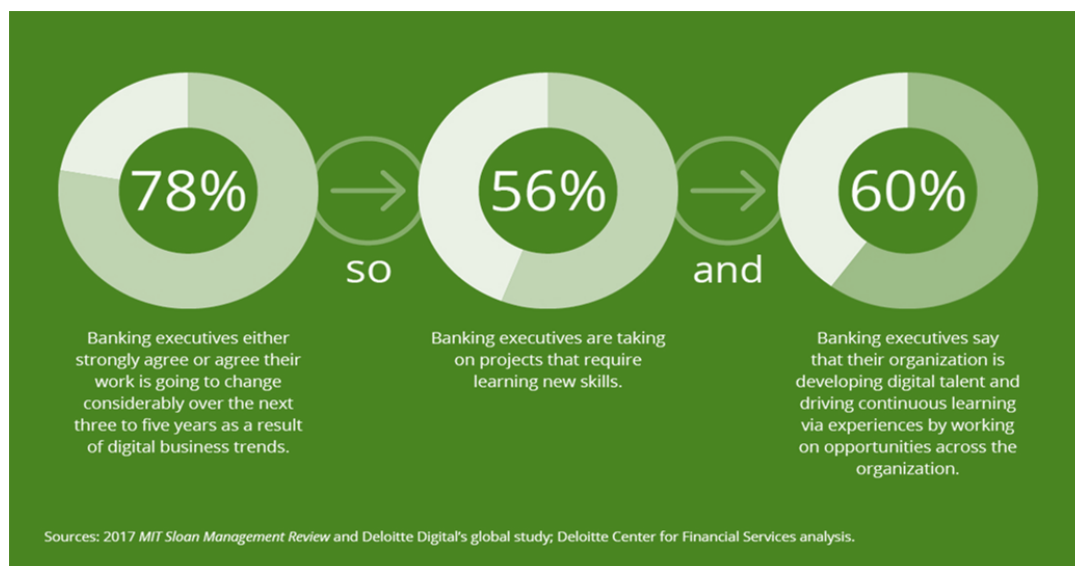


Fig. 1. Modular Learning Based on Artificial Intelligence Technology in Singapore

Source: 2017 MIT Sloan Management Review and Deloitte Digital's global study; Deloitte Center for Financial Services analysis.
URL: <https://www2.deloitte.com/kz/ru/pages/financial-services/articles/gx-banking-industry-outlook.html> (accessed on 12.12.2020).

benefit to a modern level [3]. But this improvement in fintech organizations and other non-banking companies within the money holding division is most likely indicative of a change in the money holding system itself.

Banks, using the experience of fintech companies, will be able to revise their competitive strategies. As fintech and other non-traditional banking providers embrace different areas of banking (lending, payments, stock trading, high net worth, etc.), traditional banks must compare themselves to what they perceive to be the best at its segment in terms of features and solutions. This broad view of the competition will allow them to become more resilient to future threats.

Banks can develop a more differentiated approach to working with fintech companies, considering their impact on each business function separately (including operations, finance and marketing) [4]. As a result of all these actions, traditional banks will be able to increase their capacity to develop solutions that can meet the needs and desires of both existing and potential customers.

6. Revision of labor resources in favor of more qualified personnel.

Banks should rethink their talent strategies in light of the changing working conditions caused by the increasing level of automation and ethno-cultural diversity of the workforce.

There is no doubt that automation is rapidly transforming business processes, and advances in technologies such as quantum computing are likely

to accelerate these changes. It would seem natural, given the inevitably increasing volumes of automation, to ask the question of what impact it will have on workplaces [5], however, the banking industry has already gone through a similar stage [6]. For example, when the introduction of ATMs began, it allowed banks to free cashiers from the technical function of processing transactions and reorient them to selling banking services and providing advice to customers [7].

In addition, the workforce is expected to become more ethnically and socioculturally diverse in the future. In addition to permanent employees and contractors, it is likely that freelance specialists will appear, interacting with several banks at once; developers of new fintech services and services and even robots that will work together with people [8].

As a result, it can be expected that in arrange to realize victory in this technological world, a bank as it were has to have specialized masters on its staff, but this approach would be short-sighted — the significance of interpersonal abilities ought to not be thought little of. Banks ought to proceed to way better adjust company procedure with worker values through corporate social duty, natural, community and corporate governance initiatives.

Only 17% of CEOs around the world, working in various sectors of the economy, not to mention the banking sector, when responding to the survey "International Trends in Human Capital", report their readiness to manage a diverse workforce [9].

According to a joint think about by MIT Sloan Management Review and the universal division of

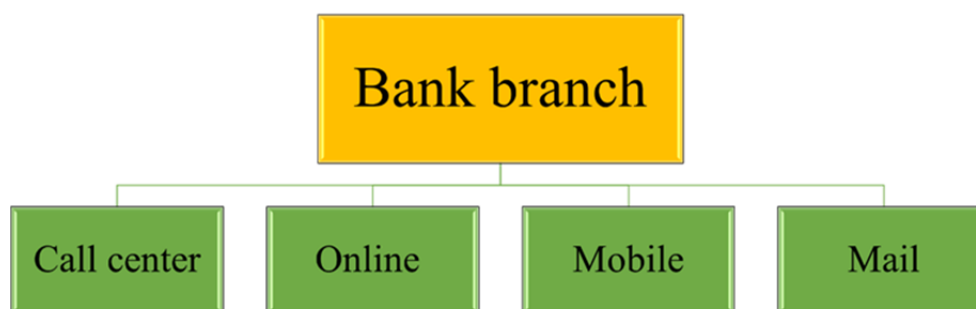


Fig. 2. Banking model of the past

Source: Forecast of the banking sector development. URL: <https://www2.deloitte.com/kz/ru/pages/financial-services/articles/gx-banking-industry-outlook.html> (accessed on 12.12.2020).

Deloitte Digital, in arrange to work successfully in an advanced environment, bank workers will create modern aptitudes and capacities (Fig. 1) [10]. A great case in this respect is DBS Bank in Singapore, which has committed 20 million dollars to prepare its representatives in computerized managing an account and innovation development. Secluded preparing takes put concurring to uncommonly planned educational modules on an e-learning stage based on counterfeit insights innovation.²

As part of the upcoming transformation, banks will need to create a new collaborative and level playing culture and move towards a more coordinated approach to work at all stages of the working process — from hiring to retirement — taking into account customer satisfaction. This new digitally-based approach, will create the necessary work-life balance for employees and define work objectives they should strive for.

Banks need to consider the six main factors when shaping their strategies to ensure sustainable development in the long term. It is believed that there is a long work ahead in this direction, and the sector is currently at the beginning of its journey.

To harvest the benefits of versatile selection, banks have to change their client procurement methodologies, item portfolios and benefit conveyance models. As before long as financial development strengthens, it is essential to fix financial arrangement. Targeting the correct gathering of people through modern information analytics, making the foremost compelling item

offerings, and advanced client intuitive with the bank can help lower financing and store costs. Such a compelling technique can be imperative since the liquidity rules presented within the wake of the emergency, in specific the least liquidity prerequisites, might lead to cost wars for retail stores.

This is important to indicate the growing advantage of mobile banking. It is gradually replacing the physical office as the main point of obtaining banking services, providing an even higher level of interaction than using Internet banking (Fig. 2) [11]. The use of mobile technology also comes to the fore at key stages of the customer life cycle, in particular when working with customers from key demographic groups — according to the recent Deloitte study [12] generation Y and mobile banking users are likely to demand more account opening opportunities.

However, it would be shortsighted to consider mobile technologies only as another communication channel, because they not only improve the quality of customer service but also contribute to the effectiveness of other channels of interaction with the customer (Fig. 3). For example, Umpqua Bank is currently testing a pilot project to implement software that allows employees in the bank's offices to provide banking services to customers via digital communication channels [13].

Expanding customer engagement through mobile channels can help banks address specific compliance issues. Banks can speed up compliance or reduce costs if customers agree or validate data using a portable application. Providing discounts or rewards can act as a motivating force. A customer-recognizable application based on face recognition technology may be used to assist customers and reduce costs of establishing connections with modern customers [14].

Achieving all of this will require more flexible service delivery models, of which mobile is a key

² DBS to Invest SGD 20 Million Over Five Years to Transform Employees Into Digital Workforce, in Support of Singapore's Aim to Be Smart Financial Centre. Press release. August 21, 2017. URL: https://www.dbs.com/newsroom/DBS_to_invest_SGD_20_million_over_five_years_to_transform_employees_into_digital_workforce_in_support_of_Singapores_aim_to_be_smart_financial_centre (accessed on 12.12.2020).

element, but they could significantly narrow the gap if they double their digital transformation efforts. For example, large retail banks in Europe and Asia have gone much further on these issues and are creating radically new business models that can significantly change the existing market. Obviously, the main driver of these changes is regulation — the second European Union Payments Directive (PSD 2) in Europe and the Open Banking Standard in the UK, in particular, establish completely new rules for obtaining and using customer data, and also reduce barriers to market entry [15]. As a result of these changes, banks and fintech companies are rethinking their approaches to using data and introducing new models of interaction with customers in the new digital reality.

Successful digital transformation usually depends on consistency of administrative methods, a choice of innovation, and management adjustments. In an effort to adapt to such extreme changes, banks are making key choices. Indeed, the most popular banks like Goldman Sachs [16], are focusing their efforts on retail and building advanced departmental systems to serve private clients while promoting their competitive account management services.

However, without revising and optimizing business processes, digitalization can be counterproductive. Thus, robotic process automation is likely to gain popularity, but when implementing this technology, it is important to remember that in order to overcome inefficiencies, it is necessary to completely revise existing ways of working, and not just solve problems with a robot. Blockchain technology is expected to gain widespread acceptance, especially in trade finance and corporate payments. This is naturally due to its ability to eliminate duplication and errors in multilateral transactions. For example, seven large banks in Europe have already partnered with IBM to create a blockchain platform for cross-border transactions in the SME segment [17].

High-tech user platforms are designed to help banks cross-sell paid services more efficiently. Using data lakes in banks to store customer information will allow sales professionals to receive the necessary information using a digital interface right at the meeting with a client. These digital tools, which provide access to data from adjacent business units, can enable junior bank employees to work directly with customers without involving more experienced colleagues, and also reduce the number of participants in the service delivery process. All this, in turn, will allow banks to reduce operating costs.

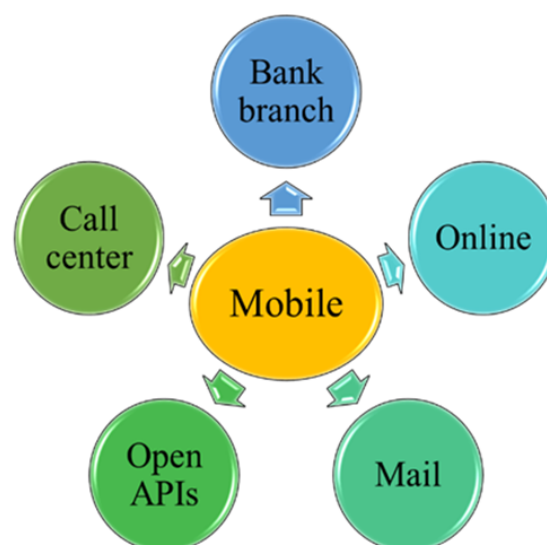


Fig. 3. Banking model of the future

Source: Deloitte Center for Financial Services. URL: <https://www2.deloitte.com/kz/ru/pages/financial-services/articles/gx-banking-industry-outlook.html> (accessed on 12.12.2020).

Automation and artificial intelligence are changing many of the competitive edge factors in capital markets — when dealing with customers and supporting transactions — which, in turn, have significant indirect impacts on the operations, talent models and business strategies of market participants. The introduction of innovative technologies, especially cognitive automation technologies, in customer service departments can help improve efficiency and create new sources of growth. Operating units will be able to expand the sources of income and increase their stability by dividing the costs of settlement and clearing operations among all parties to the transaction.

Increasingly, banks are adopting smart automation solutions to improve the efficiency of client offices and new products. For example, Goldman Sachs has implemented robots for trading small batches of corporate bonds so traders can focus on more profitable transactions [18]. UBS uses artificial intelligence technologies to develop an innovative “adaptive strategy” offering that adapts strategy to customer requirements [19]. Sophisticated predictive analytics applied to transaction data enable bank employees to anticipate customer expectations.

These technologies, along with others such as blockchain, are also driving changes in the activities of the controlling and operating divisions of banks. However, much remains to be done. These functions may need to be outsourced so that infrastructure and operations are managed by a third party, as

capital markets are too costly for many companies due to reduced sources of revenue. It is possible to improve the management efficiency of such companies, for example, by attracting specialized suppliers of technological solutions.

Banks' ability to stay ahead of these trends can be key to the success and stability of their business models. The shift to electronic trading in the high-margin segment such as interest rate swaps, increased price transparency and new reporting requirements could lead to increased pressure on margins.

Of course, the driver of all this innovation in payment services is the explosive growth of e-commerce. However, live sales are still relevant, and an effective strategy for improving the quality of customer service must be built on the principle of omnichannel.

It is likely that well-informed companies with flexible business models, or companies that can quickly copy new solutions from other market participants and implement strategies that allow them to quickly enter the market, will be able to operate in this rapidly changing world of payment services.

At this time, the transition to a non-cash form of payments is being actively carried out, which accelerates economic growth and the development of the digital economy. Commercial banks in Azerbaijan during COVID-19 were forced to switch to a new remote form of service. Such a transformation of the economy through the banking system can give good results in the near future. Among the main problems in the process of providing banking services in the context of the digitalization of the economy, only possible problems with the Internet or electricity supply stand out, there are no other serious obstacles in this process [20]. The process of formation of state policy from the point of view of innovative development is observed. This can make it possible to form positive agenda from the point of view of the balance of the domestic economy since at present the problems associated with the balance of economic development are considered urgent in the world economy.³

Another important problem of the banking sector in Azerbaijan is high bank interest rates. The high percentage of banks in the country on loans causes

discontent among the population. Despite the fact that the topic has repeatedly turned into an agenda and a number of steps have been taken, the problem has not yet been resolved. At the moment, consumer loans in Azerbaijan are provided at an interest rate above 20, which seems to the citizens of the country to be completely unprofitable. Commercial banks are the reason for such high interest rates on loans. In fact, banks should not be interested in high interest rates, since high interest rates in the future may increase the risk of loan defaults and complicate the bank-client relationship. Moreover, in modern conditions, during COVID-19, when the normal activities of many areas have been suspended, this problem has become even more urgent. As a result, the commercial bank itself loses, so the country's banks are advised to lower interest rates to single digits. Currently, the Central Bank of Azerbaijan is working on a draft of a new law on the banking system. After the adoption of this law, the situation with bank interest is expected to improve. On the other hand, in our opinion, it is considered mandatory to prepare a new conceptual state program for banking. It is believed that the use of simple methods and foreign practice will solve the problem of high interest rates. High interest rates mean expensive homes, cars, equipment. Bank loans affect all areas of the economy. Most companies sell products and other services precisely through bank loans, which ultimately, due to high loans, increases the prices of goods and services provided by these companies. If, for example, a farmer receives an expensive loan, accordingly, he will raise the price for his products. As a result, the entire load falls on the consumer. To solve this problem, competition in the banking system is considered mandatory, namely, a competitive environment should be formed between banks. If local banks continue to maintain high interest rates, there will be a need to attract banks with cheap investments from abroad. Banks should make serious changes in their activities and meet new challenges; the system should be formed anew. It is also necessary to create a special structure that will control banks. Despite the fact that a body called the "Chamber for Control over Financial Markets" was created in Azerbaijan, it did not meet the requirements and was liquidated [21].

CONCLUSIONS

The results of the study can be presented in the form of the following conclusions characterizing the solution to the set goal of the work:

³ The development of an innovative economy in Azerbaijan was discussed. URL: <http://news.unec.edu.az/ekspert-reyi/6980-azerbaycanda-innovasiya-tutumlu-igtisadiyyatin-inkishafimuzakire-olunub> (accessed on 22.12.2020).

1. By using different solutions and expanding digital opportunities, banks must ensure that robots provide them with a tangible competitive advantage. Customers will increasingly look to digital experiences to meet their needs.

2. Banks should also focus on data monetization in view of the possible reduction in traditional revenue channels. In addition, investments in data technology and analytics will be required that will use the bank's own unique data to provide broader insights for and about their customers. This in turn will drive further innovation and better business decisions.

3. Beyond technology, evolving talent needs reflect new risks and business opportunities. Highly qualified specialists in the field of building information models and monitoring cyber threats are currently in high demand. Changing customer

needs and developing industry mergers are driving the engagement of specialized professionals rather than industry experts (for example, trade specialists who provide service to clients in various businesses).

The advisability of these recommendations is based on the obvious priority of the banking sector. In addition to the fact that banks perform many other functions, they also boost economic growth, while the economic growth of any country improves the social sphere and the well-being of the population.

The modern economy requires unconventional solutions in the banking sector. Modernization and optimization of banking processes, services, improving the quality of service in combination with low distribution costs are key to the successful development of banks in conditions of financial instability.

REFERENCES

1. Srinivas V., Goradia U., Wadhvani R. Managed services: A catalyst for transformation in banking. Deloitte Insights. Mar. 22, 2017. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/managed-services-in-risk-management-and-regulatory-compliance.html>
2. Hida E. Global risk management survey, 10th edition: Heightened uncertainty signals new challenges ahead. Deloitte Insights. Mar. 02, 2017. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/topics/risk-management/global-risk-management-survey.html>
3. McWaters R.J., Galaski R. Beyond fintech: A pragmatic assessment of disruptive potential in financial services. Geneva: World Economic Forum; 2017. 197 p. URL: http://www3.weforum.org/docs/Beyond_Fintech_-_A_Pragmatic_Assessment_of_Disruptive_Potential_in_Financial_Services.pdf
4. Eckenrode J., Srinivas V. Disaggregating fintech: Brighter shades of disruption. New York: Deloitte Center for Financial Services; 2016. 30 p. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/financial-services/us-fsi-disaggregating-fintech-brighter-shades-of-disruption.pdf>
5. Chanjaroen C. Ex-citi CEO says 30% of bank jobs at risk from technology. Bloomberg. Sept. 13, 2017. URL: <https://www.bloombergquint.com/global-economics/2017/09/13/ex-citi-ceo-pandit-says-30-of-bank-jobs-at-risk-from-technology>
6. Wladawsky-Berger I. As automation anxiety grows, remember we've been here before: Technological advancements bring new opportunities, and many of the same fears. Wall Street Journal. Sept. 01, 2017. URL: <https://www.wsj.com/articles/as-automation-anxiety-grows-remember-weve-been-here-before-1504281268>
7. Srinivas V. The future of automation in the banking industry: What can we learn from ATMs? Deloitte Quick Look Blog. July 19, 2017. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/automation-in-the-banking-industry.html>
8. Hagel J., Schwartz J., Bersin J. Navigating the future of work: Can we point business, workers, and social institutions in the same direction? *Deloitte Review*. 2017;(21). URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/deloitte-review/issue-21/navigating-new-forms-of-work.html>
9. Schwartz J., Collins L., Stockton H., Wagner D., Walsh B. Rewriting the rules for the digital age: 2017 Deloitte global human capital trends. Colombo: Deloitte University Press; 2017. 144 p. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/human-capital/hc-2017-global-human-capital-trends-us.pdf>
10. Kane G. C., Palmer D., Phillips A. N., Kiron D., Buckley N. Achieving digital maturity: Adapting your company to a changing world. Cambridge: MIT Sloan Management Review; 2017. 31 p. URL: https://www2.deloitte.com/content/dam/insights/us/articles/3678_achieving-digital-maturity/DUP_Achieving-digital-maturity.pdf

11. Bolton D. 61% of people access mobile banking on a regular basis. Applause. Feb. 01, 2017. URL: <https://www.applause.com/blog/mobile-banking-adoption-rates>
12. Srinivas V., Fromhart S., Goradia U. First impressions count: Improving the account opening process for Millennials and digital banking customers. Deloitte Insights. Sept. 06, 2017. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/financial-services/improving-account-opening-process-in-retail-banking.html>
13. Crosman P. When your teller is also your digital banker. American Banker. Sept. 21, 2017. URL: <https://www.americanbanker.com/news/where-your-teller-is-also-your-digital-banker>
14. Qiange Z., Xueqing J. Banks take bold step forward with face tech. China Daily. Oct. 09, 2017. URL: <http://www.chinadaily.com.cn/a/201710/09/WS5a0bf7a5a31061a738405a2b.html>
15. Doyle M., Sharma R., Ross C., Sonnad V. How to flourish in an uncertain future: Open banking. London: Deloitte UK; 2017. 36 p. URL: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-open-banking-how-to-flourish-in-an-uncertain-future.pdf>
16. Gara A. Wall Street heavyweight Goldman Sachs launches its consumer lending platform Marcus. Forbes. Oct. 13, 2016. URL: <https://www.forbes.com/sites/antoinagara/2016/10/13/wall-street-heavyweight-goldman-sachs-launches-its-consumer-lending-platform-marcus/?sh=da93b74628b9>
17. Arnold M. European banks to launch blockchain trade finance platform. Financial Times. June 26, 2017. URL: <https://www.ft.com/content/6bb4f678-5a8c-11e7-b553-e2df1b0c3220>
18. Wigglesworth R., Rennison J. Goldman expands algorithmic corporate bond trading. Financial Times. Aug. 16, 2017. URL: <https://www.ft.com/content/6d15c274-70ec-11e7-aca6-c6bd07df1a3c>
19. Arnold M., Noonan L. Robots enter investment banks' trading floors. Financial Times. July 07, 2017. URL: <https://www.ft.com/content/da7e3ec2-6246-11e7-8814-0ac7eb84e5f1>
20. Sadigov E. Professor: The banking system is accelerating the transition to an electronic economy. UNEC News. Dec. 19, 2020. URL: <http://news.unec.edu.az/ekspert-reyi/6983-professor-bankovskaya-sistema-uskoryaet-perekhod-k-elektronnoj-ekonomike> (In Russ.).
21. Mammadov Z. The banking system must be restructured. UNEC News. Dec. 16, 2020. URL: <http://news.unec.edu.az/ekspert-reyi/6975-bank-sistemi-yeniden-gurulmalidir> (In Azerb.).

ABOUT THE AUTHOR / ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ



Yegana F. Veliyeva — Cand. Sci. (Econ.), Department of Finance and Financial Institutes, Azerbaijan State University of Economics, Baku, Azerbaijan

Егяна Физули кызы Велиева — кандидат экономических наук, кафедра финансов и финансовых институтов, Азербайджанский государственный экономический университет, Баку, Азербайджан
veliyeva_yegana@bk.ru

The article was submitted on 14.12.2020; revised on 21.12.2020 and accepted for publication on 27.12.2020.

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

Статья поступила в редакцию 14.12.2020; после рецензирования 21.12.2020; принята к публикации 27.12.2020.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-130-142

УДК 336.7(045)

JEL G21

Повышение эффективности работы банка с корпоративными клиентами

В.Д. Смирнов

Финансовый университет, Москва, Россия

<https://orcid.org/0000-0002-1243-5349>

АННОТАЦИЯ

Автор исследует изменения в условиях деятельности коммерческих банков, которые возникли в последнее время в связи с обслуживанием корпоративных клиентов. **Цель** исследования — поиск путей изменения подходов банков в сложившихся условиях к ведению дел с корпоративными клиентами для получения большей прибыли. **Теоретическую и методологическую основу** исследования составили научные труды зарубежных ученых и экспертов по вопросам повышения эффективности работы банковских организаций. Использованы **методы** качественного и количественного анализа научных публикаций, нормативно-правовых источников, ретроспективных статистических данных и аналитических материалов известных консалтинговых компаний. **В результате** автором определены направления совершенствования внутренних процессов банков: углубление анализа деятельности клиента и отрасли, в которой он работает; обеспечение высокой скорости обработки данных клиента без требования предоставления каждый раз одних и тех же документов; персонализация предложения клиенту сервиса по продуктам, цене и другим условиям, которые привлекут его расширять бизнес с таким банком; разработка банком финансовых сервисов, которые помогут клиенту направлять больше средств и внимания на свой основной бизнес. Автор делает **вывод**, что внедрение новых подходов в сотрудничестве с компаниями позволяет банкам не только решить вопросы повышения прибыльности корпоративного бизнеса, но и помочь приблизить доходность на капитал, вложенный акционерами банков, к стоимости капитала, которая является важным ориентиром инвесторов при выборе объектов капиталовложений.

Ключевые слова: корпоративное банковское дело; эффективность; цифровые конкуренты; казначейство; риски; стоимость капитала

Для цитирования: Смирнов В.Д. Повышение эффективности работы банка с корпоративными клиентами. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):130-142. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-130-142

ORIGINAL PAPER

Improving Banks' Operating Efficiency with Corporate Clients

V.D. Smirnov

Financial University, Moscow, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-1243-5349>

ABSTRACT

The author studies the recent changes in the operating conditions of commercial banks regarding servicing corporate clients. **The aim** of the study is to find ways in the current conditions to change the approaches of banks to doing business with corporate clients to get more profit. **The theoretical and methodological basis** of the study is the scientific works by foreign scientists and experts on improving the efficiency of banking organizations. The author used the **methods** of qualitative and quantitative analysis of scientific publications, regulatory and legal sources, retrospective statistical data and analytical materials of well-known consulting companies. **As a result**, the author identified areas for improving the internal banking processes: deeper analysis of the client's activities and the industry where they work; high speed of processing client data without requiring to submit the same documents each time; personalization of the offer to the client of the service according to products, price and other conditions that will attract them to develop their business with this bank; development of financial services by the bank that will help the client to direct more funds and attention to their core business. The author **concludes** that introducing new approaches in cooperation with companies allows banks not only to solve the issues of increasing the profitability of corporate business, but also to help bring the return on capital invested by banks' shareholders closer to the cost of capital, which is an important guideline for investors when choosing investment objects.

Keywords: corporate banking; efficiency; digital competitors; Treasury; risks; cost of capital

For citation: Smirnov V.D. Improving banks' operating efficiency with corporate clients. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):130-142. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-130-142

ВВЕДЕНИЕ

Экономический кризис тяжело сказывается на финансовом положении компаний во многих отраслях, что отражается и на финансовом состоянии банков. У них уменьшаются возможности по генерированию доходов, они вынуждены создавать дополнительные резервы на возможные (ожидаемые) потери по ссудам. Центральные банки стали более жестко регулировать работу банков в части уровня достаточности капитала, создания провизий и обязательной ликвидной «подушки», что в целом ведет к уменьшению прибыльности банковских операций. Появляются «цифровые» игроки на поле банковских операций, которые предлагают клиентам более удобные, дешевые и персонализированные предложения. Корпоративные клиенты ожидают от банков более плотного вовлечения в решение проблем их бизнеса, разработки и предложения сервисов, которые существенно облегчат работу казначейств по управлению денежными средствами, валютными, процентными и товарными рисками, предоставив финансовым подразделениям компаний больше времени для решения вопросов финансовой поддержки развития производства товаров и услуг и усиления конкурентных позиций в своих отраслях.

КОНКУРЕНТНАЯ СРЕДА

Корпоративное банковское дело является очень объемным рынком, на который приходится около 30% всех доходов банковской индустрии в мире, составляющих 5 трлн долларов США [1]. Банки оказывают производственным и коммерческим компаниям следующие услуги:

- предоставляют заемные ресурсы, такие как кредиты и линии для поддержания ликвидности;
- транзакционные услуги: проведение платежей, управление денежными средствами и торговое финансирование;
- продукты по управлению рисками компаний: процентные ставки свопы, хеджирование операций с иностранной валютой или товарами;
- услуги корпоративного финансирования, например, посредничество при привлечении акционерного капитала и размещении обращающихся на рынках долговых ценных бумаг при слияниях и поглощениях.

В течение многих лет бизнес-модель корпоративного банковского дела предусматривала, что банки используют свой баланс для обеспечения корпоративных клиентов кредитами и ликвидностью (по большому счету, обезличенными то-

варами, которые имеются почти у каждого банка, что и обуславливает жесткую конкуренцию между кредиторами) и параллельно развивают отношения для продажи таким клиентам высокомаржинальных продуктов, создаваемых для удовлетворения других потребностей компаний, на комиссионной основе.

В рамках подхода — кредитование и кросс-продажи — роль банка была ясна и не подвергалась сомнению: емкость баланса и возможность привязать клиента к продуктам были ключевыми источниками конкурентного преимущества банков и выступали в качестве барьеров против потенциальных новых участников рынка [2].

Однако новые тенденции в регулировании банковской деятельности, которое особенно ужесточилось после экономического кризиса 2008–2009 гг., когда рухнуло несколько очень крупных банков, что создало угрозу вере клиентов в надежность банковской индустрии в целом, а также развитие цифровых технологий существенно осложнили работу банков.

Нормативные инициативы, которые требуют от банков увеличения капитала, соблюдения определенных ограничений в структуре своих балансов, наличия резервов ликвидности, а также строгие требования по знанию своего клиента и к предоставляемой клиентом документации в рамках борьбы с отмыванием денег увеличивают затраты и снижают рентабельность банков.

Цифровые конкуренты, следуя бизнес-подходу Джеффа Безоса, основателя компании Amazon: «Ваша маржа — это моя возможность», постепенно внедряются в операции, которые традиционно выполняли только банковские учреждения, и работают в нескольких направлениях. Интернет-банки, такие как вновь созданные N 26, Atom, Monzo, Starling, Тинькофф банк и дочерние структуры традиционных банков (например, Markus от Goldman Sachs и Hello от BNP Paribas), акцентируют внимание на клиентском опыте, обеспечиваемом технологическими инновациями (искусственным интеллектом, большими данными, аналитикой, «облаком» и т.п.), и обходятся без банковских отделений. Крупные технологические компании, включая Google, Apple, Facebook, Amazon, Baidu, Alibaba, Tencent, и небанковские платежные организации, такие как Square, Stripe, PayPal, TransferWise, Gemalto, Ingenico, работают без банковской лицензии или имеют лицензию обычно с небольшим регулированием по сравнению с традиционным банком, в основном обеспечивая те или иные платежи частных лиц или

малых предприятий, сводя роль традиционных банков к хранилищам денег [3].

Несмотря на агрессивный подход цифровых конкурентов, их доля в предоставлении услуг банковского характера для корпораций пока очень низкая: 2–3% в управлении счетами компаний, 1–9% в предоставлении заемных средств, 6–12% в проведении платежей и 2–4% в посредничестве на финансовых рынках¹. При этом у крупных компаний их доля стремится к нижнему значению указанных диапазонов, что во многом объясняется тем, что такие компании сотрудничают, как правило, с крупнейшими банковскими структурами, у которых имеется серьезное отношение к внедрению современных технологий, удобных бизнесу. Кроме того, сами компании требуют сложные продукты и комплексное обслуживание, которые не под силу цифровым конкурентам.

Необходимо в этой связи отметить, что существование угрозы цифровых конкурентов традиционным банкам состоит скорее не в доле отнимаемого ими рынка банковских услуг, а в том, что они, предоставляя максимальное удобство в потреблении услуги в части скорости и круглосуточности ее оказания, а также требований к документации и адаптации услуги к потребностям клиента, ищут возможности разрушить цепочку создания банковской стоимости, в которой банки тесно связаны с клиентами и инвесторами, и нацелились на наиболее привлекательную (потому что безрисковую) часть доходов банков — банковские комиссии. И последствия реализации этой угрозы видны уже сейчас: комиссионные доходы банков снижаются. В частности, если в 2004 г. непроцентный доход банков США достигал почти 46% от операционных доходов, то в 2019 г. он упал до чуть более 30% [4].

Пока корпоративные банки остаются преобладающим поставщиком основных корпоративных банковских услуг в реальную экономику. Однако оснований для самоуспокоенности не должно быть. Чтобы оставаться востребованными и жизнеспособными, корпоративным банкам «необходимо обеспечивать превосходное качество по всей цепочке создания стоимости — в краткосрочной перспективе, чтобы сохранить доходность, а в среднесрочной перспективе — для защиты своей позиции от новых типов конкурентов» [2].

Другая сторона конкурентной среды — это соперничество за клиента между традиционными банками. С ростом объема операций, их

усложнением и географической диверсификацией компании проявляют склонность к расширению круга банков, с которыми они работают. По обеспечению транзакционных банковских операций 34% крупнейших мировых компаний работают с 11 или более банками, а 40% имеют более 150 банковских счетов. Даже самые маленькие компании обычно сотрудничают с более чем одним банком и только 16% респондентов ведут бизнес с одним банком [5].

Однако понятие основного банка, через который операции компании агрегируются и проводится их основная часть, остается. И в этом отношении компании проявляют разумный консерватизм: никто особенно не торопится менять свой основной банк — скорее компании мотивируют свои банки развивать те операции, которые им нужны. И только, если банк не предоставляет требуемый сервис в нужном ассортименте и объеме, тогда корпоративный клиент задумается о смене своего основного банка. Клиенты в Великобритании, например, меняют свой основной банк только один раз каждые 15–20 лет согласно данным британского офиса по конкуренции и рынкам [6].

СИТУАЦИЯ С КАПИТАЛОМ БАНКОВ: РИСКИ УМЕНЬШЕНИЯ И ВОЗМОЖНОСТИ ПОПОЛНЕНИЯ

Требования по увеличению банковского капитала определяются, прежде всего, озабоченностью регуляторов в части устойчивости банковской системы как надежного хранителя сбережений и текущих денежных средств ее клиентов к рискам падения платежеспособности заемщиков, на что также направлены меры по созданию банками «подушки» ликвидности. В результате банки вынуждены привлекать дополнительные средства в капитал, вследствие чего их состояние с точки зрения капитальной базы к 2018 г. стало более устойчивым. Достаточность капитала первого уровня во всем мире выросла до 6,75% по сравнению с 6,66% в 2011 г. [7]. Это значительно превышает нормативы Базеля III по взвешенному по риску первому уровню капитала банка (4,5%). Однако немногие банки в последние годы генерируют доход, который превышает стоимость их капитала [8] (в настоящее время около 12% [7]), так как средняя чистая прибыль на акционерный капитал составляет по банковской индустрии около 9,6% [7]. Основными причинами такого положения являются увеличение провизий по предоставленным кредитам и снижение комиссионных доходов.

¹ Enable Customer Centricity in Corporate Banking. Oracle White Paper. Oracle, July 16, 2019. 15 p.

Если рассматривать экономическую прибыль банков, которая рассчитывается с учетом стоимости рефинансирования, операционных затрат и провизий по рискам, и является комплексным показателем финансового здоровья банков, а также служит полезным индикатором для определения влияния давления текущих нормативных требований, цифровых и прямых конкурентов на эффективность банковской деятельности, то ситуация также не очень привлекательная, поскольку с 2014 г. этот показатель упал с 15 базовых пунктов до 6 в 2018 г. в целом по банковской индустрии в мире [9].

Как видим, ситуация с доходностью в банковской отрасли осложнилась еще до пандемии 2020 г. на фоне роста капитала банков и намного более существенного увеличения кредитования реального сектора, которое произошло как в результате номинального увеличения капитала банков, позволившее им расширить возможности по кредитованию экономики, так и удешевления заемных средств в связи с политикой «легких денег», проводимой многими центральными банками. В результате, по данным Standard & Poors, в последнее десятилетие наблюдался экстраординарный рост показателей финансовой зависимости (долговой нагрузки), который повысил только в развивающихся странах медианный уровень соотношения долга с 80% от EBITDA (прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации), т.е. был меньше располагаемых компаниями средств в 2008 г., до двукратного превышения в 2019 г. долга над объемом располагаемых компаниями средств². Переход глобальной экономики в фазу кризиса усилил давление на банки в части провизий по возросшим кредитным портфелям и еще больше усложнил положение с банковской доходностью.

Поскольку капитал банка — это основа его надежности, что является главной характеристикой банковских учреждений, а также определяет масштабы их кредитной активности, то понятна забота о его пополнении не только регуляторов, но и собственников банка. Учитывая, что имеющийся у банков капитал превышает соответствующие требования Базеля III, можно констатировать, что банки создали значительные резервы для своей деятельности и работают с этой точки зрения, как указывают эксперты McKinsey, в «зоне комфорта».

Однако, в ближайшие месяцы и годы банки, по их мнению, могут перейти в «зону осторожности», принимая во внимание вероятность вымывания от 100 до 400 млрд долларов США капитала в связи с убытками в период текущего кризиса. В этих условиях возможности накопления капитала за счет нераспределенной прибыли снизятся с уровня, эквивалентного 0,5–1 процентного пункта капитала первого уровня ежегодно, до всего 0,2–0,5 процентного пункта, что значительно замедлит органическую рекапитализацию [10]. К сожалению, привлечение средств в капитал на открытом рынке для банков представляет большую проблему из-за низкого соотношения капитализации и текущей стоимости чистых активов (0,93 в целом по бан-

**Чтобы оставаться
востребованными
и жизнеспособными,
корпоративным банкам
«необходимо обеспечивать
превосходное качество по всей
цепочке создания стоимости —
в краткосрочной перспективе,
чтобы сохранить доходность,
а в среднесрочной перспективе —
для защиты своей позиции
от новых типов конкурентов».**

ковской системе в 2019 г.) и нисходящего тренда в последние годы. В то же время конкуренты традиционных банков — технологические компании — оцениваются в разы лучше (10,36 в 2019 г. в среднем для Google, Apple, Facebook, Amazon) [11]. И перспективы роста рыночной стоимости таких инвестиций достаточно радужные. Справедливости ради стоит отметить, что конкуренция за капитал между традиционными банками и технологическими компаниями, включая финтех-компании, не совсем равная: капитализация таких компаний растет, даже если они не генерируют прибыль. Самый яркий пример — это рост капитализации компании Tesla, которая превысила стоимость трех крупнейших автопроизводителей, выпускающих в десятки раз больше автомобилей и получающих прибыль. А стоимость банков при стабильной доходности падает. Однако инвесторы вкладывают больше средства в бизнесы, которые обещают им

² URL: https://www.vedomosti.ru/salesdepartment/2020/08/24/vliyaniye-covid-19-na-kreditosposobnost?utm_campaign=newsaper_25_8_2020&utm_medium=email&utm_source=vedomosti (дата обращения: 10.12.2020).

большую доходность в будущем. Проблема с банками состоит в том, что инвесторам не кажется, что они смогут генерировать в будущем доходность выше стоимости капитала. Именно поэтому банкам стоит обратить внимание на эту проблему.

Вместе с тем, успех 350 из 1250 крупнейших банков мира, которые, по данным Ernst & Young, устойчиво показывают доходность выше стоимости капитала в последние пять лет [11], означает, что банковской индустрии не стоит воспринимать текущие тренды как «новую нормальность» низкой доходности, а лучше понять, как они достигли таких результатов и следовать их примеру, чтобы обеспечить доходность, достаточную для пополнения капитала с учетом настоящей фазы экономического цикла. Хотя сделать это будет сложно, учитывая, что рост банковского сектора продолжает оставаться сдержанным: доходы отрасли росли на 2% в год в 2014–2018 гг., что значительно ниже исторического годового роста банковского сектора, составлявшего от 5 до 6% [1].

Следовательно, банкам остается серьезно задуматься о снижении своих операционных затрат и новых направлениях получения дохода, чтобы увеличить прибыльность сверх уровня стоимости капитала. Это, безусловно, поможет решить вопросы пополнения капитала как за счет распределения части прибыли в капитал, так и привлечения средств на открытых рынках.

В нынешних условиях увеличение доходности, прежде всего, связано с максимальным удовлетворением корпоративных клиентов качеством банковского сервиса и его многогранности в таких направлениях, как ускорение и упрощение внутрибанковских процессов, использование обширной аналитики для предоставления услуг в управлении денежными средствами и рисками, связанными с деятельностью компаний, а также помощи корпоративным клиентам в финансировании цепочки поставок и продаж. Такая клиентская ориентированность взамен ориентации на продукты требует существенных инвестиций в технологии, изменения бизнес-моделей и нового подхода банковского персонала к пониманию приоритетов в работе. Главной задачей работников банка не должна являться сумма полученного (любым путем) дохода от продажи своих продуктов. Необходимо стремиться к получению клиентом удовлетворенности от помощи банка в решении кредитно-финансовых вопросов компании, которая конвертируется в приобретение довольным клиентов большего количества банковского сервиса, от продажи которого банк зарабатывает свою прибыль.

Указанное изменение подхода к работе с корпоративными клиентами является серьезным вызовом для банков, но одновременно это и возможность показать, насколько банк отличается от конкурентов.

В корпоративном банкинге помимо продукта играют роль несколько дополнительных факторов, среди которых ценообразование, оптимизированные процессы, операционное превосходство, управление взаимоотношениями и международное присутствие. В условиях интенсивной конкуренции, которая все больше выравнивает игровое поле корпоративного банковского дела на уровне продукта, чтобы избежать конкуренции исключительно по цене за коммерциализированные продукты, банки должны отличаться своим клиентским опытом и превосходством [5].

Инвестиции в указанное развитие для победы в конкурентной борьбе требуют серьезного укрепления капитальной базы банков, что, как показано выше, непросто. Особенно сложно небольшим банкам, у которых нет возможности делать такие инвестиции, или выделиться иным путем на фоне крупных конкурентов. Как следствие, такие маленькие банки прекращают свою деятельность или объединяются с более крупными, в результате количество банков во всем мире уменьшается: количество коммерческих банков, наряду с известным трендом в РФ, например, в США за период с 2009 по 2019 гг. уменьшилось на 33,3% (до 4653), а в ЕС — на 34,5% (до 11 948) [9]. У тех маленьких банков, которые остались, уменьшается объем бизнеса: в РФ с 2013 по 2020 гг. доля региональных кредитных организаций в кредитовании юридических лиц упала почти втрое — с 7,3 до 2,7% от общей задолженности корпоративных клиентов перед банками³.

ЧТО ХОЧЕТ КОРПОРАТИВНЫЙ КЛИЕНТ БАНКА

Текущей работой с банками занимаются, как правило, руководитель казначейства (если это крупная компания) или финансовый директор. Эта их работа распределяется на две части: (1) управление ежедневными операциями и (2) решение вопросов долгосрочной стратегии и управления бизнес-рисками, которые в финансовом аспекте касаются снижения потребности в оборотном капитале, включая решения по всей внешней цепочке создания стоимости (прежде всего, с по-

³ URL: https://www.raexpert.ru/researches/banks/fed_banks_2020 (дата обращения: 10.12.2020).

ставщиками и покупателями), уменьшения стоимости привлечения средств для финансирования его дефицита, а также управления рисками, связанными с растущей неопределенностью на товарных и валютных рынках.

Если в первой группе задач указанные финансовые руководители компаний стремятся к полностью цифровому и беспроблемному управлению повторяющимися операциями, то во второй группе проблем, в решении которых сложно обойтись без квалифицированных деловых партнеров, компании хотели бы получать советы и сотрудничать с ними по широкому кругу финансовых вопросов.

При этом понимается, что текущие операции могут осуществлять многие банки, требуемого компании уровня, а в части консультаций есть серьезные различия в способности разных банков предлагать удобные и своевременные советы и услуги своим корпоративным клиентам. Но именно эти способности больше всего и ценятся компаниями. В глобальном опросе Ernst & Young 67% финансовых директоров указали, что наиболее ценными для них результатами общения со своим основным банком являются его советы, приносящие им добавленную стоимость, а 50% респондентов отметили важность новых идей и углубленного знания банком соответствующей отрасли⁴.

Корпоративные клиенты не просто ищут экспертизу по конкретному финансовому вопросу, их интересует следующее:

- инновационные идеи, которые имеют отношение к их отрасли и позволяют решать уникальные бизнес-ситуации, глядя на проблему под другим углом зрения;
- интегрированные комплексные решения, которые соединяют все разрозненные направления финансовой деятельности компании, включая операции с банками, поставщиками, покупателями, партнерами и прочими, для выработки целостного подхода;
- персонифицированные и инновационные продукты и сервис, которые помогают решать специфические проблемы компании.

Компании полностью понимают, что банки также являются коммерческими организациями, которые стремятся зарабатывать. Однако для компаний не приемлемо, когда банки пытаются убедить корпоративного клиента купить продукты или услуги, которые им не нужны. Вместе с тем,

компании готовы отдать банку больше бизнеса, если он сделает конкурентное ценовое предложение по требуемой услуге, или если банк предоставит компании интересную информацию или консультацию. При этом компании, конечно, желают получить указанные услуги «за оптимальную цену, но не хотят довести ценовые дискуссии до ситуации, которая будет не выгодна ни банку, ни компании»⁵. Как обычно, это должен быть компромисс между нормой прибыли и массой прибыли: чуть меньше доход банка по конкретной операции, но больший объем операций с клиентом, что позволяет зарабатывать больше массы прибыли на клиенте, а компания перераспределяет свои банковские операции в пользу такого банка, ко-

Конкуренция за капитал между традиционными банками и технологическими компаниями, включая финтех-компании, не совсем равная: капитализация таких компаний растет, даже если они не генерируют прибыль.

торый наиболее комплексно решает ее проблемы, что позволяет ей генерировать больше прибыли в своем профильном деле.

Для компаний нефинансового сектора экономики управление финансами важная, но не главная задача, которой является производство высоко конкурентного продукта или услуги и завоевание своего места в конкурентной борьбе на соответствующем рынке. С этой точки зрения расходы на управление финансами являются скорее неосновными затратами, размер которых считается целесообразным сократить (60% финансовых директоров крупных компаний в глобальном опросе банка HSBC в 2018 г. сообщили, что они не получали никаких дополнительных ресурсов или были урезаны в средствах в последние два года⁶), и, одновременно, увеличить доходность от управления финансами. Кроме того, финансовая часть деятельности компании должна обеспечить реализацию производственных планов компании.

⁵ Successful corporate banking: Focus on fundamentals. Ernst & Young; 2013. 30 p.

⁶ Rethinking Treasury. Executive summary. HSBC; 2018. 4 p. URL: [hsbc-cfo-treasury-survey-executive-summary.pdf](https://www.hsbc.com/uk/cfo-treasury-survey-executive-summary.pdf) (дата обращения: 10.12.2020).

⁴ Successful corporate banking: Focus on fundamentals. Ernst & Young; 2013. 30 p.

Именно в этом направлении банки должны сосредоточить свои усилия, чтобы помочь решить нефинансовым компаниям указанные задачи, и, как следствие, заработать на такой кооперации.

Для крупных компаний с избытком ликвидности характерно создание собственных внутренних квазibanковских пулов, где временно свободные средства одних подразделений не размещаются на банковских счетах и депозитах, а предоставляются в рамках внутренних займов нуждающимся в денежных ресурсах дочерним подразделениям. Логика корпоративных казначеев состоит в следующем: разница между доходом по депозиту в банке и затратами при одновременном кредите в банке с учетом дополнительных банковских комиссий больше, чем стоимость прямого внутреннего займа, то есть общие корпоративные издержки при операциях внутри корпоративного пула ниже, плюс нет обязательств по предоставлению обеспечения, условия займа можно корректировать как и сколько угодно, плюс сама процедура внутреннего кредитования осуществляется несравненно быстрее, нежели это обычно делает банк.

Поэтому задачей корпоративного банка является сделать свои услуги лучше, дешевле и быстрее по сравнению с тем, как это делает корпоративное казначейство с тем, чтобы компания в целом получала больше выгод от сотрудничества с банком и могла не только сократить свои затраты на казначейство, но и повысить эффективность управления своими финансами по сравнению с работой своего казначейства. Если у банков не получается так работать, то они рискуют проиграть конкуренцию другим традиционным банкам, или компании передадут свои банковские операции собственным внутрифирменным банкам, которые выполняют функции ведения корпоративных финансов, или финтех-компаниям⁷.

У менее крупных компаний, возможно, нет задачи эффективного размещения своих средств внутри дочерних подразделений компании, но точно есть необходимость сокращения затрат на управление финансами и повышение эффективности финансовой поддержки развития производства.

В условиях растущей неопределенности практически на всех рынках при выборе своего основного банка финансовые руководители компаний уделяют особое внимание факторам стабильности и надежности такого контрагента. В то время как ценовые вопросы остаются очень важными,

значение ассортимента предоставляемых услуг, уровня сервиса и знания бизнеса клиента растет. Каждый финансовый руководитель компаний в рамках опроса Boston Consulting Group в 2018 г. заявил, что без чувства доверия к банку эти люди, отвечающие за корпоративные финансы, просто не могут размещать в банке огромные денежные средства компаний, за сохранность и преумножение которых они отвечают лично [12]. Поскольку доверие сложно и долго заслужить, указанные руководители часто считаются весьма консервативными в выборе банковских партнеров, что, в свою очередь, определяет редкую сменяемость компаниями банковских партнеров. И такой подход весьма оправдан: никто не будет рисковать деньгами компании ради немного более выгодных ценовых условий, если возрастают риски потери этих денег.

Финансовые руководители компаний хотят, чтобы их банк «помогал им расставлять приоритеты, делился передовым опытом и помогал им быть более эффективными» [12]. При этом контекст желаемого компаниями взаимодействия радикально меняется: вместо того, чтобы контактировать только с клиентским менеджером или старшим банкиром, компании хотят организовывать сотрудничество в рамках интегрированных групп банка и компании по соответствующим направлениям работы: IT специалисты банка должны напрямую работать с IT специалистами компании, операторы казначейства — с сотрудниками операционных отделов банка, специалисты по управлению рисками компании — с соответствующими сотрудниками банка [13].

Среди специфических направлений, в которых финансовые руководители компаний ожидают конструктивной помощи от своих банков, наиболее важными являются:

- управление дебиторской задолженностью, ее хеджирование и факторинг;
- снижение рисков, связанных с поставщиками сырья, материалов и услуг;
- финансирование цепочки создания стоимости как поставщиков, так и покупателей;
- управление валютными, процентными и товарными рисками и ликвидностью.

Приоритетами выбора компаниями банка-партнера являются по данным исследования PwC в 2019 г. (в порядке наибольшей важности):

- фондирование деятельности компании;
- продуктовые и сервисные возможности банка;
- стоимость банковских услуг;

⁷ Enable Customer Centricity in Corporate Banking. Oracle White Paper. Oracle, July 16, 2019. 15 p.

- успешная история взаимоотношений;
- общая экономическая эффективность для компании [14].

Обобщая вышеизложенное, можно сказать, что корпоративные клиенты ищут надежного и опытного партнера, способного предоставить удобное банковское обслуживание, а также ответственного бизнес-консультанта, который проконсультирует их по стратегическим вопросам развития бизнеса и управления финансами и связанными с ними рисками.

ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ РАБОТЫ БАНКОВ ДЛЯ УДОВЛЕТВОРЕНИЯ ПОТРЕБНОСТЕЙ КОРПОРАТИВНЫХ КЛИЕНТОВ

Фундаментально важные для корпоративных клиентов надежность и безопасность банков, которые формируют доверие, могут в настоящих условиях реализовываться только через высокоэффективные и интегрированные с компаниями технологии и процессы, которые, в свою очередь, возможно реализовывать при ясном понимании банковским руководством перспектив такого развития. В этом контексте исследование вариантов развития будущего, то есть оценка неопределенности, требует особого внимания, потому что от утвержденного сценария будущего развития зависят объем и направления капиталовложений в такое развитие. Проблема заключается в том, что традиционно стратегия вырабатывается с использованием аналитических инструментов, которые, предполагается, могут достаточно точно предсказать стратегическое развитие. Но в условиях возрастающей неопределенности, при которой сложно достоверно выразить в цифрах будущее, «этот подход в лучшем случае мало полезен, а в худшем — совершенно опасен: недооценка неопределенности может привести к стратегиям, которые не защищают компанию от угроз и не используют возможности, предоставляемые ... неопределенностью. Другая опасность заключается в другой крайности: если менеджеры не могут найти стратегию, которая работает в рамках традиционного анализа, они могут полностью отказаться от аналитической строгости процесса планирования и основывать свои решения на интуитивном чутье» [15].

Так, например, решение многих государств полностью избавиться в среднесрочной перспективе от автомобилей с двигателями внутреннего сгорания представляется внешне привлекательным. Но если попытаться проанализировать ситуацию глобо-

ко, то окажется, что электроавтомобиль является чистым только в том месте, где он едет, а общая эффективность создания энергии для него не очень высокая. Известный российский предприниматель в области новых технологий Михаил Лифшиц отмечает, что при выработке электроэнергии на тепловой электростанции через электрические сети до автомобиля дойдет в лучшем случае 25% первоначально использованного топлива. При этом прямое использование топлива в двигателях внутреннего сгорания в сочетании с генераторами, которые рекуперруют энергию при торможении, более эффективно с точки зрения использования добываемого топлива [16]. Таким образом решения на основе популистского/поверхностного анализа могут привести не к экономии топливных ресурсов и охране окружающей среды, как декларируется, а к еще большему расходованию топлива и загрязнению природы.

Заблуждения в вопросе будущего развития крайне опасны и в банках, поскольку неверные решения не смогут помочь выиграть в конкурентной борьбе. При этом поскольку компаниям интересны комплексные сквозные решения, требующие более тесного корпоративного подключения к банкам, обновления статуса в реальном времени и полной прозрачности всех банковских функций, многоканального банкинга и превосходного цифрового взаимодействия с расширенным управлением портфелем и индивидуализированными продуктами и услугами, соответствующими уникальным отраслевым и бизнес-потребностям клиентов, основанные в том числе на глубокой отраслевой и исторической аналитике, то, похоже, что у банков нет альтернативы существенным инвестициям в цифровизацию внутренних процессов⁸. Глобально расходы универсальных банков на инновации очень велики и составляют 6–12% их доходов или 15–20% всех банковских расходов. Хотя технологии поддерживают все основные бизнес-функции, большинство банков имеют ограниченную гибкость в их использовании, работая через фрагментированную, годами сложившуюся инфраструктуру [17].

Такие инвестиции должны преследовать три цели:

- улучшение качества обслуживания клиентов за счет перехода с ориентации на продукты в продажах на всестороннее удовлетворение потребностей клиентов;

⁸ Enable Customer Centricity in Corporate Banking. Oracle White Paper. Oracle, July 16, 2019. 15 p.

- увеличение доходов на основе результатов обработки более актуальных, более глубоких аналитических данных;
- сокращение затрат за счет упрощения, автоматизации и повышения надежности внутрибанковских операций и отчетности.

При анализе текущих затрат по операции или направлению деятельности в сравнении их с эффектом от предполагаемых инвестиций целесообразно «сформировать четкое представление о том, что способствует увеличению стоимости, а что нет ... Тот факт, что деятельность менее затратная, не означает, что она создает большую ценность» [11]. То есть надо взвесить эффективность дешевых и дорогостоящих операций с учетом того, что последние вполне возможно приносят больший взвешенный по затратам доход.

Необходимо также учесть, что внедряемые банками инновации не имеют целью заменить банковских специалистов, а направляются на всестороннюю поддержку их деятельности для уменьшения их вовлеченности в рутинные операции и предоставления как можно больше информации для анализа и конструктивного диалога с корпоративными клиентами.

Так например, предлагаемая Boston Consulting Group комплексная система «интеллектуальных операций» предусматривает автоматизацию регулируемых определенными правилами повторяющихся массовых операций на основе robotic process automation. Усовершенствование сбора и обработки информации с помощью технологий Big Data и Machine Learning, Artificial Intelligence дает возможность лучше чувствовать тенденции, предсказывать будущее развитие, помогать предотвращать реализацию негативных сценариев и принимать лучшие решения.

Учитывая, что 55% сотрудников универсальных банков, занимающихся ключевыми функциями, заняты в повторяющихся процессах [18], внедрение такой системы позволяет качественно изменить работу банковского персонала в сторону более творческой аналитической работы, чтобы они могли сосредоточиться на деятельности, увеличивающей добавленную стоимость на основе глубокой обработки обширного массива данных, упрощении и повышении надежности и уменьшении ошибочности рутинных операций, сокращении времени проведения операций и требований к клиентам по предоставляемой информации, разработке и проактивном предложении компаниям сервиса, который им требуется с учетом всестороннего анализа их деятельности [19].

Основной результат таких трансформаций — это ориентация персонала на создание дополнительной стоимости банка, конвертация удовлетворенности корпоративных клиентов в больший объем покупаемых ими услуг банка, включая перевод в банк решения тех задач, которые обычно реализуются самими корпоративными клиентами. Это происходит потому, что банк, реорганизовав себя и освободившись от устаревших и дорогостоящих подходов к ведению своей деятельности, становится лучше готовым к выполнению своих традиционных задач и, что не менее важно, реализации инновационных сервисов, которые нужны его клиентам.

Разница в доходности на акции между банками, которые изменяют себя указанным образом, и банками, которые не стремятся этого делать, огромная и составляет 17 базовых пунктов (до вычета налогов) [2].

Необходимо обратить внимание на составляющие этого разрыва в доходности в контексте цепочки создания банковской стоимости, которая формируется из отношений с клиентами, разработки соответствующих продуктов и сервисов и решений по их структуризации для клиента, осуществления операций и транзакций, кредитования, предоставления инвестиционных банковских услуг.

Стратегически эффективность работы банка во многом зависит от выбора клиентского сегмента по отрасли, по объему операций, по уровню приемлемой доходности его операций, по соблюдению принципов устойчивого развития и т.д., так как эти параметры определяют приемлемость риска для банка и объемы провизий.

Правильное ценообразование означает не самые низкие цены на банковские продукты и сервис, а умение предоставить правильный продукт, когда в нем клиент нуждается, вместе с другими необходимыми клиенту сервисами с ориентацией на предоставление как можно большего количества услуг, в которых клиент реально нуждается. В результате банк получает от клиента требуемую долю операций, и цена считается в расчете на весь бизнес банка с клиентом. Часто она получается весьма высокой по отдельным операциям и низкой или средней по рынку по другим, но клиент идет на это из-за комплексного подхода банка к его обслуживанию. Большое влияние на цену сделки оказывает клиентский менеджер, который полностью погружен в дела клиента.

Полная автоматизация стандартных процессов и способность банка предоставить клиенту персонализированное предложение с учетом

его специфики по отрасли, размеру, текущему состоянию операций и т.п. определяет возможности банка по ассортименту и качеству услуг, предоставляемых корпоративному клиенту, которые, в свою очередь, способствуют перекрестным продажам. Одновременно эффективное использование капитала, пассивов, поиск их стабильных источников по стоимости и срочности для повышения эффективности активных операций является фундаментом активных операций банка по предоставлению заемных ресурсов корпоративным клиентам.

Эксперты консультационной компании Celent в специализированном исследовании тенденций корпоративного банковского дела, проведенного в кооперации с технологической компанией Finastra, отмечают, что взаимосвязь перекрестных продаж с кредитованием значительно выше по сравнению с транзакционными операциями. По их данным 75% заемщиков приобретают другие корпоративные услуги, что дает 76% всех комиссий от операций с корпоративными клиентами, поскольку для каждой торговой операции или финансируемого счета-фактуры существует потенциал для получения новых комиссионных и процентных доходов от платежей, управления денежными средствами и хеджирования [6]. Это происходит потому и тогда, когда банк в состоянии ответить на специфические запросы компании в части кредитования под активы клиента, снижения риска неплатежа покупателя, валютного, процентного, товарного рисков, уменьшения потребности в оборотном капитале. Такой комплексный подход дает увеличение на 60% объема бизнеса с клиентом и на 40% прибыли на активы, распределенные такому клиенту [13].

Практически такой подход означает персонализацию отношений с клиентом, которая основана на глубоком понимании уникальных потребностей каждого клиента и организации индивидуальной схемы сотрудничества через цифровые и человеческие каналы. Аналогичный подход может быть использован опытным сомелье, который меняет рекомендацию по вину на основе вкусов, настроения и возможностей клиента. Персонализация потенциально создает беспроигрышный сценарий для банков и клиентов, которых они обслуживают. По оценкам Boston Consulting Group, на каждые 100 миллиардов долларов активов, имеющихся у банка, он может добиться роста выручки на 300 миллионов долларов за счет персонализации взаимодействия с клиентами, которое также обеспечит существенное конкурентное преимущество банкам,

которые воспользуются им в течение следующих пяти лет [20].

Анализ структуры экономической прибыли, которую приносит работа банка с корпоративными клиентами, показывает, что примерно 1% от общего числа обслуживаемых компаний вносит наибольший вклад в ее уменьшение. Избавиться от них до погашения долга очень затратно. Вместо этого некоторые банки признали, что более эффективный путь — найти правильную модель, чтобы сделать отношения взаимно устойчивыми. Это происходит благодаря пониманию потенциала клиента, честному диалогу и составлению четкого плана действий при рефинансировании или проверке деятельности компании. Часто осознание

Большинство банкиров считают управление ликвидностью, документарный бизнес и финансирование цепочки поставок наиболее перспективными линейками продуктов, объем операций с которыми будет расти на 5–6% в год.

того, что банк отслеживает прибыльность, стимулирует улучшение ситуации, потому что клиент понимает, что ему не удастся надолго остаться неконтролируемым с дешевыми/дополнительными кредитами и пустыми обещаниями. Следующим приоритетом банка будет перевод клиента с отрицательной маржинальностью в группу с умеренной доходностью по взвешенным по рискам по активам — например, в диапазоне 2–4% [21].

С точки зрения структуры предлагаемых компаниям продуктов необходимо отметить, что на транзакционные услуги приходится более 40% глобальных банковских доходов, и ключевые факторы их роста обнадеживающе стабильны. Платежи и документарные операции были основными двигателями роста большинства банков в 2016–2019 гг. Как показывают глобальные опросы McKinsey, драйверами роста в управлении денежными средствами 71% респондентов назвали платежи, а 67% — документарный бизнес в области торгового финансирования. На втором месте в управлении денежными средствами находятся счета и депозиты, а в торговом финансировании — факторинг (и обратный факторинг).

Транзакционные валютные операции также упоминаются как важный фактор роста: 57 процентов респондентов заявили, что они были ключевым источником дохода в этот период. Однако есть признаки того, что взгляды на факторы роста начинают меняться. Большинство банкиров считают управление ликвидностью, документарный бизнес и финансирование цепочки поставок на более перспективными линейками продуктов, объем операций с которыми будет расти на 5–6% в год. Примерно каждый пятый из опрошенных считает, что управление ликвидностью и депозиты могут вырасти более чем на 10%, в то время как примерно такое же число видит то же самое в финансировании цепочки поставок [22].

Способность банков вкладывать средства в инновации, которые дают возможность уменьшить расходы и увеличить доходы, часто зависит от масштаба бизнеса. В долгосрочной перспективе растущая роль масштаба в бизнесе становится проблемой для мелких и средних игроков. Более мелкие игроки исторически могли сохранять прочную основу с корпоративными клиентами, благодаря индивидуализированным местным возможностям и прочным отношениям. Сейчас это меняется. Например, платежный бизнес находится в авангарде, поскольку усилия нескольких авторитетных глобальных транзакционных банков по изменению инфраструктуры помогают добиться гораздо более значительных масштабов преимуществ. Крупнейшие в мире игроки на рынке платежей в 2019 г. получили в 1,9 раза больше доходов на каждый доллар операционных расходов по сравнению со средними игроками. Это различие, вероятно, станет более существенным со временем, поскольку крупные игроки будут инвестировать все больше, стремясь снизить затраты и улучшить качество обслуживания, а также разрабатывать новые предложения для отражения вторжения в этот бизнес со стороны конкурентов крупных технологических и финтех-компаний. По оценкам банка Morgan Stanley и консультационной компании OliverWyman, в 2019 г. крупные игроки потратили на технологические инновации в 5–10 раз больше, чем средние провайдеры [23].

ВЫВОДЫ

Становится очевидным, что без серьезной трансформации внутренних процессов банки не смогут повысить эффективность своей работы, снизить затраты, выполнить требования регуляторов, нейтрализовать агрессию цифровых кон-

курентов, повысить доходы за счет предложения корпоративным клиентам новых услуг, которые на базе углубленных знаний о компании и отрасли, в которой она работает, направлены на всестороннюю помощь в сфере кредитно-финансового сервиса развитию бизнеса клиента.

Как следствие, банки смогут повысить прибыльность вложенного акционерами капитала, достигнуть и превысить стоимость капитала, и в результате еще больше укрепить свои балансы.

Одновременно банки смогут действовать не хуже, а скорее всего лучше крупных технологических и специализированных финтех-компаний в части подходов к обслуживанию клиентов, что, вероятно, становится одним из главных направлений конкурентной борьбы, где помимо самого продукта, важны способы и время его донесения до клиента, готовность и способность банка решить актуальные для клиента задачи, а не предложить ему любым путем своих продуктов.

Изменение парадигмы отношений банка с корпоративными клиентами смещает, по мнению автора, фокус как теоретического, так и прикладного анализа деятельности банка с эффективности традиционных банковских продуктов, предлагаемых таким клиентам, на результативность сотрудничества по более широкому кругу услуг, в том числе выходящих за рамки обычно оказываемого сервиса. Распространено мнение, что этот вопрос решает экосистема банка, под которой, однако, представляется, надо понимать не продажу через нее не связанных с банковской деятельностью продуктов (это дает дополнительный комиссионный доход, но не привязывает клиента к банку, поскольку всегда может найтись более конкурентное предложение), а предложение таких услуг, которые освобождают корпоративных клиентов от непрофильной деятельности для решения ими ключевых задач их бизнеса, уменьшая расходы на связанную с управлением собственными финансами работу и расширяя возможности для зарабатывания дополнительных доходов за счет предоставляемой банком интеллектуальной информации по бизнесу клиента. Раньше банки не видели сотрудничество в этом ракурсе с такими клиентами. Теперь это делать целесообразно.

Банки, которые следуют такому подходу, практически становятся неразрывной частью корпоративного клиента, что создает прочную основу для взаимовыгодных долгосрочных отношений, что, в свою очередь, существенно меняет подходы к оценке полезности той или иной активности банка.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Dietz M., Jenkins P., Kapashi R., Lemerle M., Mehta A., Quetti L. New rules for an old game: Banks in the changing world of financial intermediation. McKinsey Global Banking Annual Review 2018. Washington, DC: McKinsey & Co.; 2018. 52 p. URL: <https://www.mckinsey.com/pl/~media/ClientLink/New%20rules%20for%20an%20old%20game%20Banks%20in%20the%20changing%20world%20of%20financial%20intermediation/Banks-in-the-changing-world-of-financial-intermediation-GBAR.pdf>
2. Schnarr T., Pfeiffer M. Delivering excellence in corporate banking: How to protect the business model and improve performance. New York: Oliver Wyman; 2015. 29 p. URL: <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/2015/jul/LON-MKT10303-003-Corporate-Banking-report-2015.PDF>
3. McIntyre A., Skan J., Caminiti F. Beyond North Star Gazing. How our four winning bank models map to actual market evolution. Dublin: Accenture; 2018. 28 p. URL: https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-85/Accenture-Banking-Beyond-North-Star-Gazing.pdf
4. McIntyre A. Top 10 Trends for 2020. The Weather Could Get Stormy. Forbes. Jan. 09, 2020. URL: <https://www.forbes.com/sites/alanmcintyre/2020/01/09/10-banking-trends-for-2020-stormy-weather-ahead/?sh=2ab1a9ca1c06>
5. Singh-Jarrold B., Hines P. Connected corporate banking: Breaking down the silos. London: Finastra; 2017. 60 p. URL: https://www.finastra.com/sites/default/files/documents/2018/03/market-insight_connected-corporate-banking-breaking-down-the-silos.pdf
6. Nielsen N.P., Olsen T., Harris K. Banking strategy for the long game. Bain & Company. Sept. 17, 2017. URL: <https://www.bain.com/insights/banking-strategy-for-the-long-game/>
7. Srinavas V., Schoeps J.-T., Ramsay T., Wadhvani R., Hazuria S., Jain A. 2020 Banking and capital markets outlook: Fortifying the core for the next wave of disruption. Shanghai: Deloitte China; 2020. 56 p. URL: <https://www2.deloitte.com/cn/en/pages/financial-services/articles/2020-banking-and-capital-markets-outlook.html#>
8. Le Boulay G., Saudjana E., Dany J., Goyal D., Baumgärtner C., Van den Berg P., Shehu Beetz E., Benayad A., Orain F. The new reality for wholesale banks. Boston Consulting Group. Nov. 07, 2019. URL: <https://www.bcg.com/ru-ru/publications/2019/new-reality-wholesale-banks>
9. Grasshoff G., Coppola M., Pfuhler T., Bochtler S., Gittfried N., Vogt P., Wiegand C. Global risk 2020: It's time for banks to self-disrupt. Boston Consulting Group. Apr. 21, 2020. URL: <https://www.bcg.com/ru-ru/publications/2020/global-risk-time-for-banks-to-self-disrupt>
10. Buehler R., Dietz M., Fumagalli F., Levy C., Lund S., White O., Windhagen E. Banking System resilience in the Time of COVID-19. McKinsey & Company. July 28, 2020. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/banking-system-resilience-in-the-time-of-covid-19>
11. Bellens J., Moden N., Karwel J., Meekings K., Gilder A. Banking in the new decade: Three big bets to boost profitability and free-up capital to invest in transformation. Aberdeen: Ernst & Young; 2020. 28 p. URL: <https://www.coursehero.com/file/65959861/ey-banking-in-the-new-decade-three-big-bets-to-boost-profitability-and-free-up-capital-to-invest-in/>
12. Barbey K., Burghardt M., Dab S., Fersztand P., Jung Y., Levet J., Sénant Y., Subramanian S., Tang T., van den Berg P., Wee C.K. Corporate treasury insights 2018: A game of trust. Boston Consulting Group. June 04, 2018. URL: <https://www.bcg.com/ru-ru/publications/2018/corporate-treasury-insights-2018>
13. Fremlin P., King J., Mathias P. Understanding corporate clients: Why banks need to rethink their business models and approach to client relationship management. *Journal of Payments Strategy & Systems*. 2008;2(2):119–126.
14. Di Paola S., Cohen E., Vandenhoute D., Mannaerts M., Stebbings D., Rebel B., Borly C., Kulkarni A., Williams C., Asllanaj R., Russo B., Korykora S. Digital treasury — it takes two to tango: 2019 global treasury benchmarking survey. London: PwC; 2019. 35 p. URL: <https://www.pwc.com/hu/hu/kiadvanyok/assets/pdf/2019%20PwC%20Global%20Benchmarking%20Survey.pdf>
15. Courtney H.G., Kirkland J., Viguerie S.P. Strategy under uncertainty. McKinsey & Company. June 01, 2020. URL: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/strategy-under-uncertainty>
16. Ульянов Н. Мы системно боремся со здравым смыслом. Эксперт. 2020;(6). URL: <https://zaorotec.ru/content/my-sistemno-boremsya-so-zdravym-smyslom/>
Ul'yanov N. We systematically fight common sense. Expert. 2020;(6). URL: <https://zaorotec.ru/content/my-sistemno-boremsya-so-zdravym-smyslom/> (In Russ.).

17. Graseck B., Stoklosa M., Cyprys M., Hamilton B., Sharma A., Gosalia M., Miotto G., Kenny R., Edelmann C., Davis J., Rosberg M., Holroyd B., Gorski J., Lambert O. Wholesale banks and asset managers: Winning under pressure. New York: Morgan Stanley; 2018. 46 p. URL: <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/v2/publications/2018/march/Wholesale-Banks-Asset-Managers-Winning-Under-Pressure-2018.pdf>
18. Rorrer J. Better everything: A faster path to creating a next-stage credit operational model. Dublin: Accenture; 2018. 10 p. URL: https://www.accenture.com/_acnmedia/pdf-79/accenture-better-everything-faster-path-creating-next-stage-credit-operating-model.pdf
19. Hayes D., Haider L., Ravindran D., Dobrzynski L., Intriago Velez J.-C., Brackert T. Banks can outsmart the competition with intelligent operations. Boston Consulting Group. Sept. 19, 2019. URL: <https://www.bcg.com/ru-ru/publications/2019/banks-outsmart-competition-intelligent-operations>
20. Brodski S., Desmangles L., Fanfarillo S., Khodabandeh S., Palumbo S., Santinelli M. What personalization in banking really mean? Boston Consulting Group. Mar. 12, 2019. URL: <https://www.bcg.com/publications/2019/what-does-personalization-banking-really-mean>
21. Huber J.-A., Steclik I., Olsen T. How banks can turn around unprofitable corporate clients. Bain & Company. May 16, 2017. URL: <https://www.bain.com/insights/how-banks-can-turn-around-unprofitable-corporate-clients/>
22. Botta A., Digiacomo N., Germann F., Hoell R., Sasia E., Jain R. Global transaction banking: \$ 1 trillion question. Washington, DC: McKinsey & Co.; 2019. 11 p. URL: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/Global%20transaction%20banking%20The%201%20trillion%20dollar%20question/Global-transaction-banking-The-1-trillion-dollar-question.ashx>
23. Graseck B., Stoklosa M., Kenny R., Dobewva I., Shah V., Davis J., Walsh D., Rosberg M., Warsmann M., Mihov V., Fernandez P. Steering through the next cycle. Corporate & investment banks/global. New York: Morgan Stanley; 2020. 32 p. URL: <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2020/apr/Oliver-Wyman-Morgan-Stanley-Wholesale-Banks-2020.pdf>

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Владимир Дмитриевич Смирнов — кандидат экономических наук, доцент Департамента мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия
Vladimir D. Smirnov — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of World Finance, Financial University, Moscow, Russia
 vdsmirnov@fa.ru

Статья поступила в редакцию 10.09.2020; после рецензирования 24.09.2020; принята к публикации 07.12.2020. Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 10.09.2020; revised on 24.09.2020 and accepted for publication on 07.12.2020. The author read and approved the final version of the manuscript.

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-143-156

УДК 336.7(045)

JEL G01

Состояние межбанковской конкуренции на российском банковском рынке

О.Ю. Донецкова

Оренбургский государственный университет, Оренбург, Россия

<https://orcid.org/0000-0002-7849-4034>

АННОТАЦИЯ

Стабильное развитие банковского сектора находится в тесной взаимосвязи с межбанковской конкуренцией. **Предметом** исследования выступает совершенствование межбанковской конкуренции, способствующее улучшению стандартов качества услуг, уменьшению издержек и цен, расширению продуктовой линейки, санации рынка от слабых и недобросовестных участников. **Цель** исследования – формирование рекомендаций по улучшению межбанковской конкуренции для обеспечения устойчивости банковского сектора страны. Использованы аналитические **методы**: анализ, синтез, сравнение, графический метод. На основе изучения теоретических аспектов тематики авторы формулируют свое понятие межбанковской конкуренции как процесса функционирования банков в конкурентной среде за привлекательные источники аккумулирования ресурсов и их размещение с учетом принципа клиентоориентированности и с целью обеспечения своей устойчивости на банковском рынке. Практический анализ опирается на статистические данные Банка России и отражает неравномерное распределение банков по территории страны при доминировании банков с государственным участием. Системный и комплексный подходы исследования позволили выявить основные тенденции межбанковской конкуренции: монополизация, централизация, концентрация капитала, федерализация, глобализация. Авторы делают **вывод**, что значительное снижение количества банков на фоне увеличения концентрации активов государственных банков ограничивает межбанковскую конкуренцию. Депозитный и кредитный рынки страны характеризуются доминированием крупнейших банков с государственным участием. При этом индекс Херфиндала-Хиршмана демонстрирует достаточное значение кредитных организаций на рынке, на конкурентоспособность которых также оказывают влияние и зарубежные банки. Авторами предложены мероприятия, направленные на усиление межбанковской конкуренции: снижение степени государственного участия в формировании капитала банков путем установления норматива допустимого участия государства в уставном капитале кредитных организаций; установление равноправных «правил игры» для всех участников банковского рынка и исключение привилегий государства; развитие региональных мелких и средних банков через предоставление налоговых и финансовых льгот. **Перспектива** дальнейшего изучения тематики состоит в более детальном изучении минимизации факторов, негативно влияющих на межбанковскую конкуренцию.

Ключевые слова: банки; конкуренция; банковский рынок; конкурентная среда; межбанковская конкуренция; уровень конкуренции

Для цитирования: Донецкова О.Ю. Состояние межбанковской конкуренции на российском банковском рынке. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):143-156. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-143-156

ORIGINAL PAPER

Interbank Competition in the Russian Banking Market

O. Yu. Donetskova

Orenburg State University, Orenburg, Russia

<https://orcid.org/0000-0002-7849-4034>

ABSTRACT

The stable development of the banking sector is closely related to interbank competition. **The subject** of the research is the improvement of interbank competition, which contributes to improving service quality standards, reducing costs and prices, expanding the product line, and clearing up the market from weak and unscrupulous participants. The study **aims** to make recommendations for improving interbank competition to ensure the stability of the country's banking sector. The work employed the analytical **methods** of analysis, synthesis, comparison, graphic method. The theoretical aspects of the subject helped the authors to formulate their concept of interbank competition as the bank competition attractive sources of accumulating resources and placing them considering the customer-oriented approach and in

© Донецкова О.Ю., 2021

order to ensure their stability in the banking market. The practical analysis relies on statistical data from the Bank of Russia and reflects the uneven distribution of banks across the country with the dominance of banks with state participation. The systematic and integrated approaches of the study made it possible to identify the main trends in interbank competition: monopolization, centralization, concentration of capital, federalization, and globalization. The authors **conclude** that a significant decrease in the number of banks against the increase in assets of state-owned banks limits interbank competition. The largest state-owned banks dominate in the country's deposit and credit markets. The Herfindahl-Hirschman index demonstrates the sufficient importance of credit institutions in the market. Foreign banks also influence their competitiveness. The authors proposed measures aimed at strengthening interbank competition: reducing the degree of state participation in the banks' capital by establishing a standard for the permissible state participation in the authorized capital of credit institutions; establishing equal "rules of the game" for all participants in the banking market and excluding state privileges; developing regional small and medium-sized banks through tax and financial incentives. **The prospect** of further research is in a more detailed study of minimizing factors that negatively affect interbank competition.

Keywords: banks; competition; banking market; competitive environment; interbank competition; level of competition

For citation: Donetskova O. Yu. Interbank competition in the Russian banking market. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):143-156. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-143-156

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность исследования вызвана важностью изучения тенденций развития межбанковской конкуренции в России на современном этапе. Острота состояния межбанковской конкуренции волнует не только крупнейших участников банковского рынка, но и средние, и малые банки, поскольку устойчивое функционирование банков определяет эффективность банковской системы страны и национальной экономики в целом.

Исследование данной тематики имеет важное значение как в теоретическом аспекте, так и в практическом. Важно отличать межбанковскую и банковскую конкуренцию, так как круг конкурентов расширяется за счет небанковских кредитно-финансовых институтов. Банки, обладающие одинаковым ассортиментом продуктовой линейки и функционирующие на одном рынке, являются конкурентами. При этом первостепенная задача банков — привлечь больше клиентов, увеличить объем продаж банковских продуктов и, соответственно, приумножить прибыль. Следовательно, межбанковская конкуренция представляет собой динамичный процесс, при котором банки обеспечивают свое устойчивое положение на банковском рынке. [1]. Изучением межбанковской конкуренции занимается множество экономистов, как зарубежных, так и отечественных. Этой тематике значительное внимание уделяли и классики экономической теории. Дж. Робинсон изучал «механизм формирования цен, считая каждого производителя монополистом» [2]. Ф. Хайек подчеркивал особую роль конкуренции «как способа выявления новых продуктов, реализация которых позволяет получить высокую прибыль, использовать новые рынки и обеспечить динамическое развитие экономики

в целом» [3]. Э. Чемберлин сформировал модель структуры рынка, при которой многочисленные участники независимы друг от друга и не имеют ограничений выхода на любой сектор рынка, при этом покупатели ряда монопольных продуктов и услуг приобретают их за повышенную цену [4]. Ф. Эджоурт исследовал состояние совершенной конкуренции, при котором количество поставщиков продуктов, услуг и их потребителей бесконечно, а равновесие обмена является определенным [5].

Отечественные экономисты О.П. Овчинникова, Е.А. Дынников определяют конкуренцию как фактор устойчивости банковского рынка [6]. Л.В. Демченко считает, что конкуренция усиливает риски банков [7]. В.Г. Садков и А.К. Подмастерьева скорректировали индекс Херфиндаля-Хиршмана показателем изменения цен, что позволило получить достоверные сведения о конкуренции банковского рынка [8]. Ю.О. Скорлупина разработала методы, позволяющие адекватно оценить конкуренцию с учетом факторов, определяющих ситуацию на банковском рынке [9]. В.М. Кутыин на основании абсолютных и относительных показателей присвоил банкам одиннадцать кластеров конкурентных позиций [10]. Л.М. Садыкова исследует объединение конкурентных условий делового состязания между финансовыми посредниками, направленных на достижение целей и увеличения прибыли [11].

Стоит отметить, что законодательство РФ не дает однозначной трактовки «межбанковской конкуренции», а исследования экономистов не обладают единым подходом по данному вопросу. Это объясняется тем, что межбанковская конкуренция — относительно новое явление в экономике нашей страны, ведь в советский период на банковском рынке функционировали отраслевые банки (Госбанк,

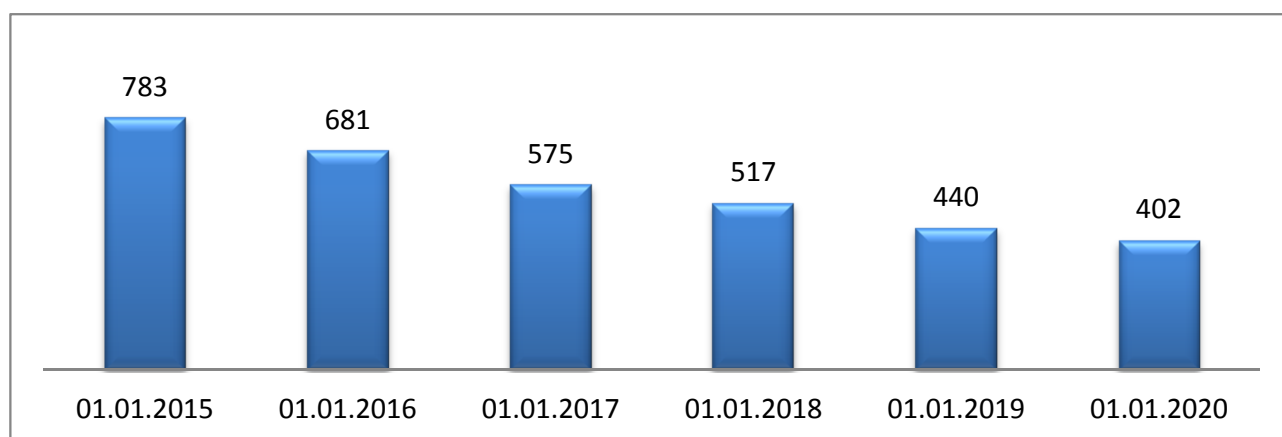


Рис. 1 / Fig. 1. Количество банков в России, ед. / Number of banks in Russia, units

Источник / Source: составлено автором на основании данных ЦБ / compiled by the authors based on data from the Central Bank. URL: <https://cbr.ru/statistics/bbs/statisticheskii-byulleten-banka-rossii/> (дата обращения: 04.09.2020) / (accessed on 04.09.2020).

Жилсоцбанк, Промстройбанк, Внешэкономбанк, Агропромбанк, Внешторгбанк, Сбербанк), которые занимали определенные ниши рынка и не конкурировали между собой.

Банк России как мегарегулятор трактует конкуренцию как соперничество между финансовыми посредниками за потребителя их продуктов и услуг.

А.М. Тавасиев считает, что «межбанковская конкуренция — это динамичный процесс борьбы между кредитными организациями на рынке депозитов, ссуд и других банковских продуктов, а также на альтернативных финансовых рынках»¹. Этой же точки зрения придерживаются А.А. Хандруев, А.А. Чумаченко [12]. Более того, межбанковская конкуренция способствует эффективности реализации банковских продуктов и услуг и их совершенствованию [13].

В нашем понимании, межбанковская конкуренция — это функционирование банков в конкурентной среде за привлекательные источники аккумулирования ресурсов и их размещения с учетом принципа клиентоориентированности и с целью обеспечения своей устойчивости на банковском рынке. Развитие продуктовой линейки банков обеспечивает совершенствование межбанковской конкуренции. Опираясь на авторское понятие, проведем анализ состояния межбанковской конкуренции на российском банковском рынке.

В настоящее время стабильной тенденцией развития российского банковского рынка является сокращение количества банков. За период 2015–2020 гг. их число снизилось на 381 ед. (рис. 1).

Такая ситуация обусловлена, прежде всего, макроэкономической задачей Банка России, нацеленной «на оздоровление банковского рынка путем отзыва лицензий у финансово неустойчивых финансовых посредников, реализующих рискованную кредитную политику и сомнительные сделки» [14]. В течение 2020 г. количество банков снизилось еще на 22 (с 442 до 420), из них отозваны лицензии у 13 банков, а 9 были реорганизованы. Банк России прогнозирует лишение лицензий до 2021 г. в размере, сопоставимом с 2019 г. (ориентировочно 30–35 отзывов в год)². При этом увеличение доли реорганизаций банков за последние годы (слияния, поглощения, отказ от лицензий) не является негативной динамикой в силу того, что мегарегулятор проводит стратегию сжатия рынка. На финансовом рынке наблюдается олигополия с конкурентной средой при сравнительно большом уровне государственного участия в капитале финансовых посредников³.

Определяя состояние межбанковской конкуренции, можно зафиксировать возрастающую динамику высокого уровня концентрации активов. Так, на 01.01.2020 ТОП-5 крупнейших банков владеют около 60% совокупных активов банковского сектора, 20 банков — более 80%, а 200 банков — 99,2% (табл. 1).

Значительная доля этих активов принадлежит банкам с государственным участием. Тенденция

¹ Тавасиев А.М. Конкуренция в банковском секторе России: учебное пособие для вузов. А.М. Тавасиев, Н.М. Ребельский. Под ред. А.М. Тавасиева. М.: ЮНИТИ-ДАНА; 2001. 304 с.

² Эксперты ожидают ускорения отзыва лицензий у банков к концу года. URL: <https://ria.ru/20200824/1576216444.html> (дата обращения: 04.09.2020).

³ Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке. URL: <https://www.pc.gov.au/inquiries/completed/financial-system/report/financial-system.pdf> (дата обращения: 04.09.2020).

Таблица 1 / Table 1

Концентрация активов по банковскому сектору, % / Assets in the banking sector, %

Распределение кредитных организаций, ранжированных по величине активов (по убыванию) / Distribution of credit institutions, ranked by assets (descending)	01.01.2015	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020
Первые 5	53,8	54,1	55,2	55,8	60,4	60,3
С 6 по 20	20,9	21,6	22,8	23,5	21,2	22,6
С 21 по 200	22	21,5	19,9	19,2	17,4	16,3
С 201	3,3	2,8	2	1,5	1	0,8
Итого	100	100	100	100	100	100

Источник / Source: составлено автором на основании данных ЦБ / compiled by the authors based on data from the Central Bank. URL: https://cbr.ru/banking_sector/statistics/ (дата обращения: 04.09.2020) / (accessed on 04.09.2020).

последних шести лет демонстрирует прирост совокупных активов с 43,9 до 59%, и прирост совокупного капитала — с 48,9 до 64,2%.

Влияние пандемии, несомненно, затормозило банковскую деятельность. Но уже со второй половины 2020 г. наблюдается активность участников экономики, что позволило большинству банков выйти на траекторию роста. Прирост активов наблюдается у 59% участников банковского рынка, в том числе 37 банков из топ-50 и все представители топ-10⁴. Причем тройка крупнейших банков с государственным участием (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк) владеет более 50% суммарных активов банковского рынка (табл. 2).

Важное значение для межбанковской конкуренции имеет качество кредитного портфеля банков. Принимая во внимание сложившуюся ситуацию в экономике, связанную с пандемией, Банк России предполагает, что в среднесрочной перспективе в банковском секторе произойдет увеличение просроченной ссудной задолженности и плохого обслуживания кредитного долга. Однако сгладить ситуацию можно за счет реструктуризации кредитов пострадавших заемщиков по условиям собственных программ банков или путем предоставления кредитных каникул, принятых законом. Для большинства подобных кредитов Банк России разрешил банкам временно не формировать дополнительные резервы, планируя, что заемщики в скором

времени вернуться к нормальному обслуживанию кредитного долга⁵.

Следует отметить, что доля лидера — Сбербанк — вдвое превышает долю его ближайшего конкурента — банка ВТБ; в 7,7 раз превышает долю Альфа-банка, занимающего 5-е место в рейтинге; в 23 раза превышает долю Райффайзенбанка, замыкающего десятку крупнейших банков по величине активов. Считаем, что чрезмерная концентрация активов крупнейших системно значимых государственных банков оказывает отрицательное влияние на степень межбанковской конкуренции. При этом наблюдается потеря инвестиционного интереса к банковскому бизнесу в России. Очевидно, что ситуацию трудно исправить только за счет строгого регулирования доминирующих банков и реализацией частным инвесторам saniруемых банков. Крупные банки с участием в капитале государства являются в настоящий период важными трендсеттерами⁶ и главными активными игроками рынка.

На депозитном рынке более 40% вкладов физических лиц сосредоточено также в ПАО Сбербанк; доля банка ВТБ (14,1%) в 3 раза меньше доли лидера; а доли других банков из ТОП-10 составляют менее 4%. Такая ситуация оказывает негативное влияние на интенсивность межбанковской конкуренции на данном сегменте банковского рынка.

⁵ URL: https://cbr.ru/press/pr/?file=10082020_163109pr_0.htm (дата обращения: 04.09.2020).

⁶ Банки.ру Финансовый супермаркет. Обзор банковского сектора 2019. URL: https://static2.banki.ru/ugc/ba/58/70/d0/bank-obzor-2019-dl_-publikacii.pdf (дата обращения: 04.09.2020).

⁴ URL: https://finance.rambler.ru/realty/44766683/?utm_content=finance_media&utm_medium=read_more&utm_source=copylink (дата обращения: 04.09.2020).

Таблица 2 / Table 2

Топ-10 российских банков по объему активов, вкладов населения, кредитного портфеля и их доли по состоянию на 01.01.2020 г. / Top 10 Russian banks in terms of assets, household deposits, loan portfolio and their share as of 01.01.2020

Место в рейтинге / Ranking place	Топ-10 банков по величине активов / Top 10 banks by assets	Топ-10 банков по объему вкладов населения / Top 10 banks in terms of household deposits	Топ-10 банков по объему кредитного портфеля / Top 10 banks in terms of loan portfolio
1	Сбербанк России (29,9%)	Сбербанк России (43,6%)	Сбербанк России (35,1%)
2	ВТБ (15,2%)	ВТБ (14,1%)	ВТБ (17,8%)
3	Газпромбанк (7,1%)	Альфа-Банк (3,9%)	Газпромбанк (8%)
4	Национальный Клиринговый Центр (4,2%)	Россельхозбанк (3,8%)	Россельхозбанк (4,2%)
5	Альфа-банк (3,9%)	Газпромбанк (3,8%)	Альфа-Банк (4,1%)
6	Россельхозбанк (3,7%)	Банк «ФК Открытие» (2,9%)	Московский кредитный банк (3,4%)
7	Банк «ФК Открытие» (2,8%)	Московский кредитный банк (1,6%)	Банк «ФК Открытие» (2,4%)
8	Московский кредитный банк (2,6%)	Райффайзенбанк (1,5%)	Национальный Клиринговый Центр (2%)
9	Национальный Банк «Траст» (1,4%)	Совкомбанк (1,4%)	Национальный Банк «Траст» (1,6%)
10	Райффайзенбанк (1,3%)	Почта Банк (1,3%)	Райффайзенбанк (1,4%)

Источник / Source: составлено автором на основании данных финансового портала Банки.ру / compiled by the authors based on data from Banki.ru. URL: https://www.banki.ru/banks/ratings/?source=submenu_banksratings (дата обращения: 04.09.2020) / (accessed on 04.09.2020).

На 1 января 2020 г. на депозитных счетах ТОП-5 банков находилось 66,5% от суммарной величины привлеченных средств юридических и физических лиц (в сравнении в 2019 г. — 65,5%), топ-50 банков привлекли 92,1% средств клиентов (2019 г. — 91,2%), а топ-100 банков аккумулировали — 95,8% (2019 г. — 95,6%)⁷. Незначительное снижение суммы депозитов в середине 2020 г. связано с приоритетом вкладчиков приобрести товары ежедневного пользования на время пандемии, а также с тем, что они совершали покупки «про запас», боясь увеличения цен.

При этом отметим, что крупные банки предлагают своим вкладчикам депозиты под более низкую процентную ставку, в отличие от мелких региональных банков. В данном случае вкладчики руководствуются статусом надежности, гарантии

и репутации банка, нежели возможностью получения большего дохода. Данный факт снижает уровень межбанковской конкуренции.

Одним из секторов финансового рынка, где активно проявляется межбанковская конкуренция, выступает платежный рынок. Причиной этого является стабильная тенденция падения доли наличных денег в обращении и стремительным ростом выпуска платежных карт и объема сделок с их использованием. По статистике Банка России, каждый житель страны имеет до трех банковских карт, одна из которых «Мир». Доля платежей банковскими картами достигла уже 60%; при этом соотношение объема платежей картами к сумме обналичивания средств составляет более 80% (в сравнении с 2015 г. — 38%, а в 2010 г. — 12%)⁸. При этом отечественные банки являются лидерами по применению инноваций в сфере безналичных платежей (Mir Pay, Apple Pay, Samsung Pay). Учитывая особенности деятельности

⁷ Банки.ру Финансовый супермаркет. Обзор банковского сектора 2019. URL: https://static2.banki.ru/ugc/ba/58/70/d0/bank-obzor-2019-dl-_publikacii.pdf (дата обращения: 04.09.2020).

⁸ URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/90556/Consultation_Paper_191125.pdf/ (дата обращения: 04.09.2020).

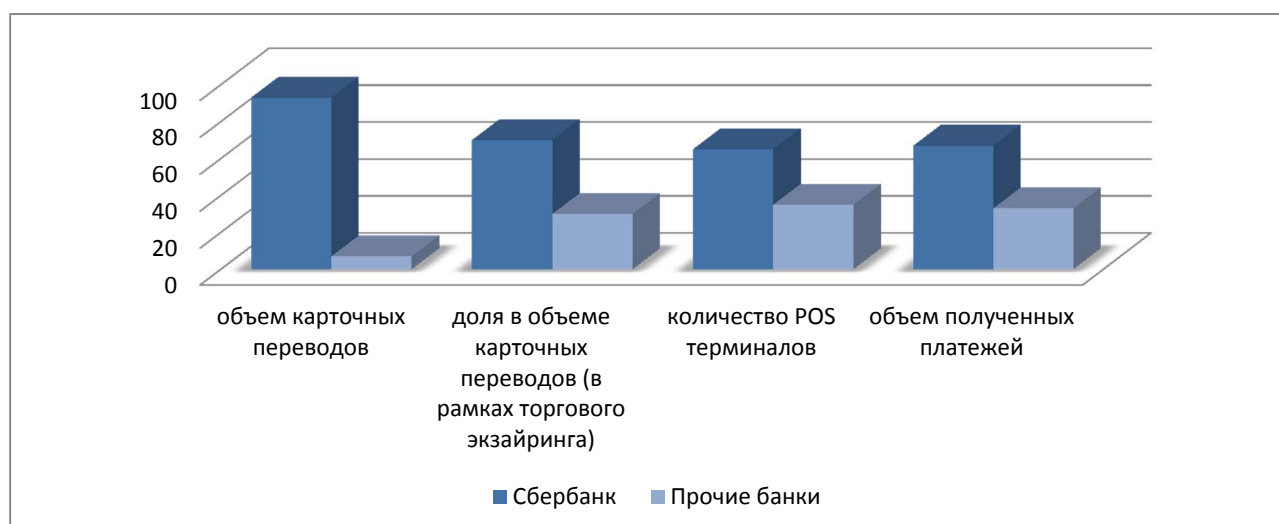


Рис. 2 / Fig. 2. Доля банков в объеме карточных переводов, % / Share of banks in the volume of card transfers, %

Источник / Source: составлено автором на основании данных ЦБ / compiled by the authors based on data from the Central Bank. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/90556/Consultation_Paper_191125.pdf/ (дата обращения: 04.09.2020) / (accessed on 04.09.2020).

платежной системы, межбанковская конкуренция наблюдается между банками-эмитентами за клиента — держателя карты и между банками-эквайерами за ТСП (рис. 2).

На представленном рис. 2 заметно несомненное лидерство Сбербанка на рынке безналичных платежей и переводов. В первую очередь данное положение обеспечивается эмиссией дебетовых карт по «зарплатным проектам». Нишу торгового эквайринга занимают около 140 банков, однако по-прежнему львиная доля по числу электронных терминалов, по объемам проводимых платежей принадлежит Сбербанку. Таким образом, наблюдается классическая монополия Сбербанка на данном сегменте рынка, при которой у остальных банков отсутствует возможность конкуренции.

Итак, Сбербанк лидирует на платежном, депозитном, кредитном и других секторах финансового рынка. Доля его кредитного портфеля достигла 35,1%. Вдвое меньше кредитный портфель ВТБ (17,8%), и значительно уступает Газпромбанк (8%)⁹. Степень интенсивности межбанковской конкуренции на кредитном рынке сильнее, чем на депозитном. Однако бесспорным монополистом рынка выступает Сбербанк.

Таким образом, опорой российского банковского рынка являются банки, контролируемые государством [15]. Реализованные антикризисные меры 2008–2009 гг. способствовали укреплению

монополии государственных банков. Несомненно, именно со стороны крупных банков была оказана значительная поддержка населению, предпринимателям, малому и среднему бизнесу во время введения самоизоляции от пандемии в 2020 г. Государственным крупным банкам значительно легче справляться с трудностями на финансовом рынке. Преимуществом наличия государственных банков на рынке являются: стабильность банковской системы страны, предоставление льгот клиентам банка, низкие процентные ставки по кредитным продуктам, выгодные программы сбережения средств. Однако существенным недостатком преобладания банков с государственным участием в стране выступает снижение межбанковской конкуренции. Важно учитывать, что в случае принятия решения мегарегулятора снизить долю участия государства в капитале банков с целью развития межбанковской конкуренции у клиентов может упасть доверие к частным институтам, как не предоставляющим дополнительную гарантию сохранности их средств. Особенно, если банк является единственным поставщиком финансовых продуктов в небольшом отдаленном регионе страны, то обостряется не только проблема доверия, но и доступности финансовых услуг для потребителей.

Для определения уровня межбанковской конкуренции проанализируем динамику индекса Херфиндаля-Хиршмана (рис. 3) по показателям: активы, собственный капитал, вклады физических лиц, кредиты и прочие размещенные сред-

⁹ URL: https://www.banki.ru/banks/ratings/?source=submenu_banksratings (дата обращения: 04.09.2020).

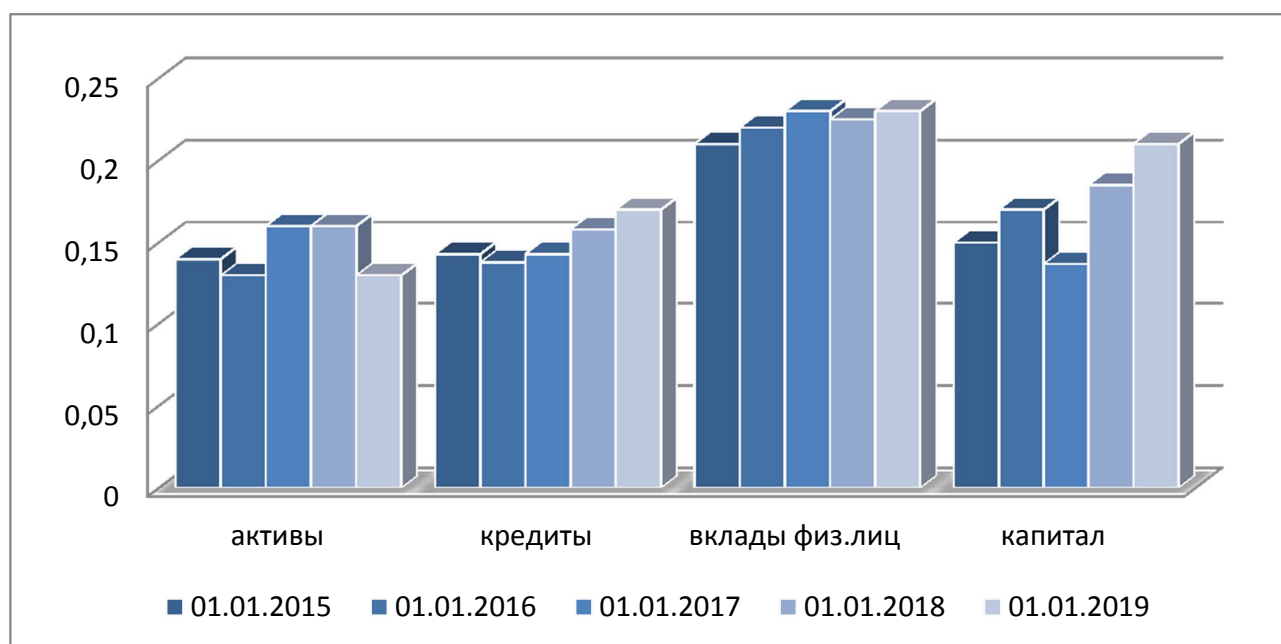


Рис. 3 / Fig. 3. Значения индекса Херфиндаля-Хиршмана по основным показателям банковского сектора / Values of the Herfindahl-Hirschman index for the main indicators of the banking sector

Источник / Source: составлено автором на основании данных ЦБ / compiled by the authors based on data from the Central Bank. URL: <https://cbr.ru/publ/nadzor/> (дата обращения: 04.09.2020) / (accessed on 04.09.2020).

ства, предоставленные нефинансовым организациям-резидентам. Индекс Херфиндаля-Хиршмана (ИХХ) принимает в расчет как численность кредитных организаций, так и неравенство их положения на банковском рынке, характеризует уровень монополизации. Значение ИХХ снижается при росте числа кредитных организаций и повышается с усилением неравенства между ними при любом их количестве.

Наглядно видна тенденция усиления концентрации банковского сектора по всем четырем показателям. По активам и кредитам ИХХ за последние 5 лет изменялся незначительно и соответствует значению умеренно-концентрированного банковского рынка. Это характеризуется тем, что, несмотря на динамичный отзыв лицензий, банковский сектор обладает достаточно большим количеством кредитных организаций.

Значение ИХХ по капиталу по итогам 2017 г. переместилось в зону высокой концентрации, а в 2018 г. наблюдалось его резкое увеличение до 0,21. По итогам 2019 г. прирост капитала был у незначительного числа банков, и в 2020 г. — только у 59,7% банков. Такая динамика увеличения капитальной базы банков — это наихудший результат за последние 10 лет. Причиной низкой капитализации является слабый прирост рентабельности банковского бизнеса. В числе лидеров по абсолютному приросту капитала банка за прошедший год стал

Сбербанк (300 млрд руб., 7%), второе место занял Банк ВТБ (82 млрд руб.)¹⁰.

Наиболее высокое значение ИХХ наблюдается на депозитном рынке. После незначительного снижения в 2017 г., в 2018 г. ИХХ достиг исторического максимума — 0,23¹¹. Исследование депозитного рынка демонстрирует монопольное положение на рынке Сбербанка РФ (40–50% всех депозитов) за счет расположения его многофилиальной структуры по всей территории страны; доступности банковских продуктов и услуг для всех слоев населения, а также клиентоориентированности бизнеса. Следовательно, сегмент вкладов населения характеризуется как рынок с высоким уровнем концентрации. Таким образом, все вышеуказанные значения индекса Херфиндаля-Хиршмана еще раз подтверждают ранее сделанные выводы о высокой концентрации российского банковского рынка [16].

По нашему мнению, дать точную оценку межбанковской конкуренции трудно, поскольку на бан-

¹⁰ Крупнейшие банки по объему собственного капитала на 1 января 2020 года. URL: <https://riarating.ru/banks/20200304/630157179.html> (дата обращения: 04.09.2020).

¹¹ Развитие конкуренции на финансовом рынке: Россия и международная практика. Аналитические материалы. XVI Международный банковский форум «Банки России — XXI век». Сочи, 2018. URL: https://asros.ru/upload/iblock/af3/18061_analiticheskimaterialysochi2018.pdf (дата обращения: 04.09.2020).

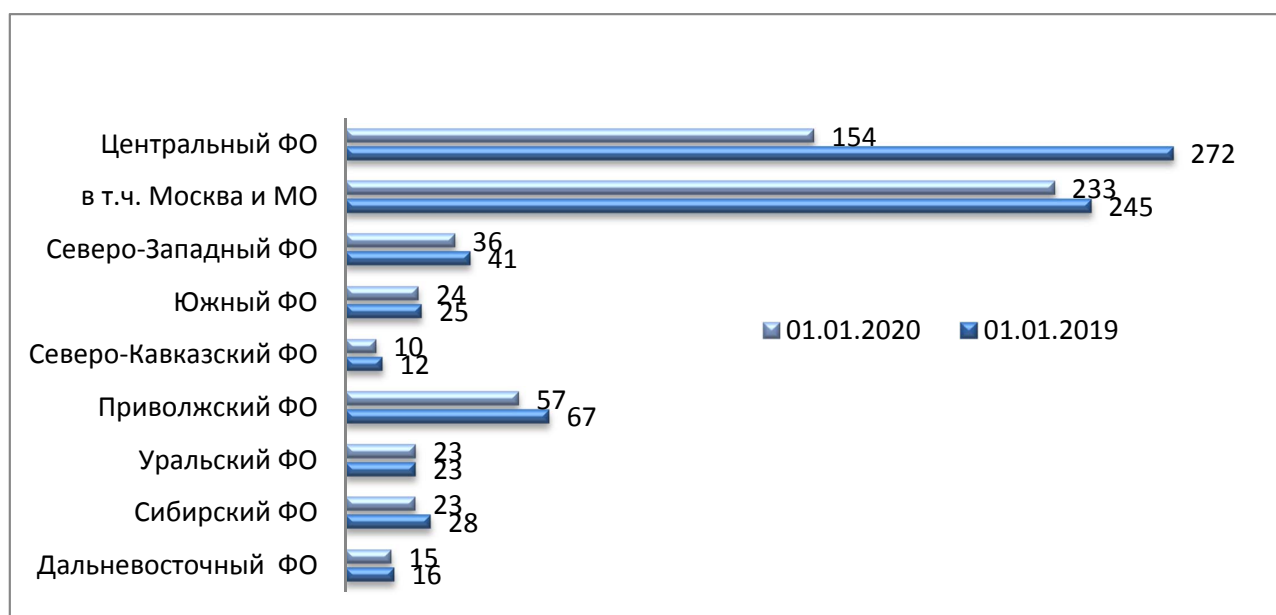


Рис. 4 / Fig. 4. Распределение кредитных организаций по России по состоянию на 01.01.2019–01.01.2020 / Distribution of credit institutions in Russia as of 01.01.2019–01.01.2020

Источник / Source: составлено автором на основании данных ЦБ / compiled by the authors based on data from the Central Bank. URL: https://cbr.ru/statistics/bank_system_new/cr_inst_branch_010118/ (дата обращения: 04.09.2020) / (accessed on 04.09.2020).

ковский рынок сильное влияние оказывают ряд крупнейших банков; а оставшаяся незначительная доля рынка оказывается под сильной конкуренцией мелких и средних банков. Многие банки стараются разнообразить свою продуктовую линейку, смягчить условия для клиента, повысить привлекательность продуктов и услуг.

Анализ состояния межбанковской конкуренции осложняется в силу того, что:

- в разных регионах страны один и тот же банк может быть как лидером, так и аутсайдером в зависимости от того, с какими банками он вступает в конкуренцию;
- межбанковская конкуренция на всех сегментах банковского рынка зависит от экономической ситуации в стране, которая усиливает риски непредсказуемости изменений, происходящих вне банковского рынка.

Для формирования наиболее достоверной информации о межбанковской конкуренции ее необходимо анализировать с позиции деятельности каждого банка в конкретном регионе.

Согласимся с мнением А.М. Шапошникова о важности оценки конкурентоспособности региональных банков в условиях межбанковской конкуренции [17]. Применение индекса интегральной конкурентоспособности региональных банков позволит повысить их значимость на рынке. Важным конкурентным преимуществом региональных банков является личное взаимоотношение с клиентами,

понимание нужд малого и среднего регионального бизнеса. Однако слабые стороны региональных банков снижают их конкурентоспособность: низкий капитал, ограниченная филиальная сеть, недоступность банковских инноваций, недостаточность квалифицированного персонала. Региональные банки в условиях межбанковской конкуренции должны уделять тщательное внимание внутренним и внешним факторам, расширять продуктовую линейку, ориентируясь на потребности клиентов, определять параметры цен, прогнозировать долгосрочные цели и разрабатывать стратегию их достижения. Крупные банки, напротив, перераспределяют денежные ресурсы не в пользу регионов, поскольку не учитывают интересы региона и располагают свои офисы в центральных федеральных округах страны.

На межбанковскую конкуренцию огромное влияние оказывает географический фактор. В регионах России в силу не одинакового уровня их экономического развития наблюдается неравномерное распределение банков (рис. 4). В развитых регионах страны функционируют системно значимые крупные банки. В отдаленных территориях РФ клиенты испытывают недостаточную обеспеченность банковскими услугами и низкий уровень межбанковской конкуренции [18].

Согласно статистике Банка России¹² доля Центрального ФО (г. Москва и Московская область)

¹² URL: https://cbr.ru/statistics/bank_system_new/cr_inst_branch_010118/ (дата обращения: 04.09.2020).

составляет 52,5% банковского рынка, в то время как на регионы приходится от 3,4% (в Дальневосточном ФО) до 12,9% банков (в Приволжском ФО). Географический фактор подчеркивает актуальность организации эффективного механизма регулирования межбанковской конкуренции, направленной на развитие каждого региона [19].

Таким образом, в России наблюдается устойчивая тенденция масштабирования территориального присутствия крупных банков в регионах, снижения доли регионального рынка и эффективного функционирования региональных банков.

Также необходимо отметить, что на межбанковскую конкуренцию оказывает влияние наличие на банковском рынке иностранных банков. Ряд факторов (высокие макроэкономические риски, усиление влияния банков с государственным участием, изменение внешнеполитической ситуации страны, активизация процессов слияния и поглощения кредитных организаций) способствовали снижению количества зарубежных банков, закрытию их филиалов и оттоку иностранного капитала из страны. Так, по данным ЦБ РФ, за период с 01.01.2015 по 01.01.2020 вдвое уменьшилась (с 26,42 до 13,9%)¹³ доля нерезидентов в совокупном уставном капитале действующих кредитных организаций [11]. И следует сказать, что за анализируемый период доля действующих кредитных организаций с участием нерезидентов увеличилась: с 28 до 32% [11]. Крупнейшие банки с иностранным капиталом (ЮниКредит, Райффайзенбанк, Ситибанк, Росбанк) входят в ТОП-20 кредитных организаций России, благополучно функционируют и активно конкурируют с государственными банками на ключевых сегментах банковского рынка. Присутствие иностранных кредитных организаций способствует усилению межбанковской конкуренции в России.

Признаками улучшения состояния межбанковской конкуренции можно считать внедрение инноваций в банковский бизнес, появление новых клиентоориентированных продуктов и индивидуальный подход к обслуживанию клиентов, рост качества обслуживания, повышение скорости оказания услуг, обеспечение доступности и простоты.

Для определения состояния межбанковской конкуренции, на наш взгляд, необходимо учитывать качество и степень клиентоориентиро-

ванности банковских услуг и продуктов. Применяемый индекс впечатления основан на таких критериях, как соотношение продуктов банка потребностям клиента, доступность и простота пунктов обслуживания, коммуникация сотрудников банка с клиентом, привлекательность бренда, эффективность рекламы¹⁴.

Очень важно менеджерам банка наблюдать за настроением клиентов и проводить их поведенческую сегментацию. При этом управление потребительским спросом необходимо осуществлять не только до и во время продажи, но и после сделки. Очевидно, что после плохого обслуживания в банке клиенты станут охотно делиться своим мнением, распространяя негативное впечатление. Поэтому менеджеры должны быстро реагировать на все отзывы клиентов и формировать позитивный опыт обслуживания клиентов. В настоящий период сформировался фактор мультиканальности, который нельзя игнорировать. Мультиканальность, в нашем понимании, — это совокупность онлайн- и офлайн-инструментов для эффективной организации системы коммуникаций с клиентурой банка. Статистика показывает, что клиенты возраста 55–64 лет предпочитают задавать интересующие вопросы по телефону (например, горячая линия банка), а молодое поколение 16–24-летние клиенты банка воспользуются возможностями интернета¹⁵. Учитывать необходимо и пол клиентов, так как женщины и мужчины не одинаково получают информацию. Так, женщины предпочитают личное общение с сотрудниками банка или звонят по телефону за консультацией; а мужчины отдают предпочтение личному мнению, самостоятельно решают проблему, им необходима исходная информация. Следовательно, для повышения межбанковской конкуренции важно успешное обслуживание клиентов, четкое представление демографического портрета целевой аудитории и предпочтительных точек коммуникации.

Таким образом, российские банки должны постоянно проводить мониторинг удовлетворенности клиентов в их обслуживании и предоставлении продуктов (услуг). Для повышения межбанковской конкуренции рекомендуется банкам осуществлять ежеквартально системный контроль удовлетворен-

¹³ Информация о действующих кредитных организациях с участием нерезидентов. Банк России. URL: https://cbr.ru/analytics/bank_system/PUB_130701/ (дата обращения: 04.09.2020).

¹⁴ Рудская Е.Н. Клиентский опыт как инструмент конкурентоспособности коммерческих банков. *Молодой ученый*. 2016;(11):937–948. URL: <https://moluch.ru/archive/115/30407/> (дата обращения: 04.09.2020).

¹⁵ URL: https://finance.rambler.ru/money/38073067-issledovanie-bankovskie-klienty-stanovyatsya-distantsionnee-i-molozhe/?article_index=1 (дата обращения: 04.09.2020).

Преимущества и недостатки ТОП-5 российских банков согласно уровню «Индекса впечатления клиента» / Advantages and disadvantages of top 5 Russian banks according to the level of the Customer Experience Index

Наименование банка / Bank	Достоинства / Advantages	Недостатки / Disadvantages
Сбербанк	Банк быстро внедряет современные технологии, дружелюбный и внимательный персонал	Современные технологии редко применяются в отделениях отдаленных регионов
ВТБ-24	Высокий уровень надежности банка, клиентоориентированность бизнеса, удобство расположений офисов	Значения его статей баланса уступает лидеру Сбербанку
«Альфа-Банк»	Клиентоориентированный подход, дружелюбное обслуживание	Банк замедлил инновационную деятельность и уступает по некоторым позициям своим конкурентам
«Хоум кредит»	Высокое качество работы, ориентированность бизнеса на клиентов	Не имеет крупных вкладов в силу слабого доверия вкладчиков
«Райффайзенбанк»	Удобные отделения, эффективные продажи «коробочных» продуктов	Завышенные цены

Источник / Source: Российские банки производят все лучшее впечатление на клиентов / Russian banks are making the best possible impression on customers. URL: <http://www.plusworld.ru/daily/rossiyskie-banki-proizvodyat-vse-luchshee-vpechatlenie-na-klientov/> (дата обращения: 15.04.2020) / (accessed on 15.04.2020).

ности клиентов. Внедрение его в систему управления банка позволит приумножить лояльность целевой аудитории, реализовывать эффективный менеджмент. Все это обеспечит формирование длительных взаимоотношений банка с клиентами и повысит доверие к банку.

В условиях турбулентности рынка банкам необходимо обеспечивать свою финансовую устойчивость. Многочисленные риски оказывают негативное воздействие на устойчивость банков. Наиболее уязвимыми могут быть банки узкой специализации с низким качеством риск-менеджмента, с высокой зависимостью бизнеса от одного сегмента банковского рынка, от слабого экономического развития региона или отрасли. На текущий период обострилась проблема несовершенства систем управления риском и обеспечения финансовой устойчивости банков. По нашему мнению, красной линией выделяется вопрос управления рисками в условиях межбанковской конкуренции. Большое внимание должно уделяться управлению рисками не только в каждом конкретном банке, но и мегарегулятором по отношению ко всему рынку. Повышенные риски одного банка могут привести к убыткам, вплоть до его банкротства и ликвидации. Влияние системных рисков на деятельность банков может нарушить равновесие во всей банковской системе. Первосте-

пенное значение банки должны уделять развитию методов управления рисками.

Основными из них являются:

- резервирование — формирование резерва на покрытие непредвиденных расходов;
- страхование — создание страхового фонда ресурсов для компенсации ущерба от непредвиденных рисков;
- хеджирование — применяется для минимизации возможных потерь вложений вследствие рыночного риска;
- распределение степени риска (индексирование стоимости услуг, предоставление гарантий, залог имущества, система штрафных санкций);
- диверсификация активов;
- избегание рисков путем полного отказа банка от конкретных сделок;
- минимизация рисков путем управления активами и пассивами¹⁶.

Сформировавшиеся тенденции развития банковского рынка: монополизация, централизация, концентрация капитала, федерализация, глобализация — сдерживают эффективное развитие бан-

¹⁶ Конкуренция на финансовом рынке. Аналитический доклад. Банк России. 2018. URL: https://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/20180607_report.pdf (дата обращения: 04.09.2020).

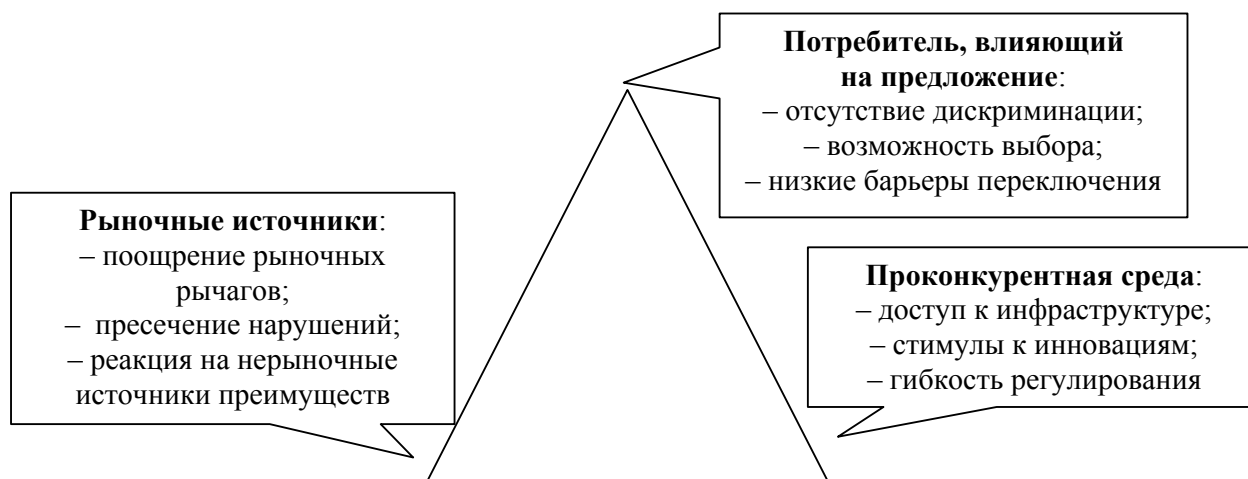


Рис. 5 / Fig. 5. Целевые ориентиры межбанковской конкуренции / Targets for interbank competition

Источник / Source: составлено автором на основании данных ЦБ / compiled by the authors based on data from the Central Bank. URL: http://www.cbr.ru/content/document/file/90556/consultation_paper_191125.pdf (дата обращения: 04.09.2020) / (accessed on 04.09.2020).

ковского бизнеса и экономики в целом. Считаем целесообразным поставить задачу перед Банком России обеспечить условия для формирования здоровой конкурентной среды и усиления межбанковской конкуренции. Именно добросовестная конкуренция позволит осуществить качественные изменения в банковском бизнесе, направленные на приумножение эффективности деятельности банков. На наш взгляд, для достижения данной цели необходимо:

1) снизить степень государственного участия в формировании капитала банков путем установления норматива допустимого участия государства в уставном капитале кредитных организаций¹⁷;

2) установить равноправные «правила игры» для всех участников банковского рынка и исключить привилегии государства;

3) не упоминать в рекламе банковских продуктов и услуг об участии государства в уставном капитале кредитной организации;

4) модернизировать механизм пропорционального регулирования банков, а именно, способствовать развитию региональных мелких и средних банков через предоставление налоговых и финансовых льгот; стимулировать развитие новых банковских продуктов; «законодательно закрепить приоритетность участия региональных банков в обслуживании инвестиционных программ региона» и т.д. [19]¹⁸;

¹⁷ Путем прямого или косвенного приобретения или долгосрочного удержания государством акций (долей в уставном капитале) кредитных организаций.

¹⁸ Влияние политики по оздоровлению банковского сектора на конкуренцию и устойчивость развития. Серия докладов об экономических исследованиях. Банк России. 2017.

5) организовать мероприятия по снижению недобросовестной межбанковской конкуренции и коррупции на банковском рынке;

6) способствовать «формированию неценовой конкуренции для повышения привлекательности кредитных организаций»¹⁹ и развитию цифровой финансовой инфраструктуры.

В свою очередь, мероприятия по совершенствованию межбанковской конкуренции не могут идти в разрез с остальными направлениями развития банковского сектора. Банк России при утверждении политики по развитию межбанковской конкуренции придерживается выполнения задач по обеспечению финансовой стабильности, установлению доверия на финансовом рынке и доступности банковских продуктов и услуг.

Однако цели по улучшению межбанковской конкуренции зачастую противоречат целям стабилизации банковского сектора. В результате межбанковской конкуренции с рынка уходят слабые неэффективные игроки. Тем не менее уход с рынка крупного игрока приводит к несбалансированности банковской системы, может вызвать «эффект домино», что грозит большими издержками. Когда цели будут сопоставимы, то это будет способствовать устойчивому развитию финансового рынка в целом.

URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/16717/wp_22.pdf (дата обращения: 04.09.2020).

¹⁹ Конкуренция на финансовом рынке. Аналитический доклад подготовлен Банком России при участии ФАС России к XXVII Международному финансовому конгрессу. Банк России. 2018. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/44303/20180607_report.pdf (дата обращения: 04.09.2020).

Реализация соответствующих мероприятий по вышеуказанным направлениям улучшит состояние межбанковской конкуренции на банковском рынке.

Первостепенной задачей стабилизации состояния межбанковской конкуренции считаем минимизацию рисков банковского сектора. Банк России выделяет целевые ориентиры межбанковской конкуренции²⁰. На рис. 5 отражен «треугольник целей», демонстрирующий банкам продуктивные мероприятия и предполагаемую реакцию на рыночные проявления.

Считаем, что банкам для снижения риска необходимо придерживаться оптимального соотношения следующих направлений.

Во-первых, предложение продуктов и услуг должно зависеть от предпочтений клиентов, поскольку они выступают движущей силой конкуренции.

Во-вторых, межбанковская конкуренция должна иметь рыночную основу и побуждать банки к постоянному соперничеству между собой. Ориентация только на нерыночные факторы и привилегии для некоторых банков повышает риск несправедливости и обнуляет стимулы к расширению банковского бизнеса.

В-третьих, расширение доступа мелких и средних банков к новым финансовым технологиям, к платформенным решениям и аутсорсингу.

ВЫВОДЫ

Таким образом, в результате исследования авторы под межбанковской конкуренцией понимают процесс функционирования банков в конкурентной среде за привлекательные источники аккумуляции ресурсов и их размещения с учетом принципа клиентоориентированности и целью обеспечения своей устойчивости на банковском рынке. Уточнение авторами понятия межбанковской конкуренции подчеркивает их вклад в развитие теоретической науки.

Межбанковская конкуренция развивается в зависимости от степени совершенствования продуктовой линейки банков. Анализ текущего состояния межбанковской конкуренции отражает неуклонное снижение количества банков, обусловленное, главным образом, отзывом лицензий у финансово неустойчивых институтов. Однако при уменьшении участников банковского рынка выявлена возрастающая динамика высокого уровня концентрации активов банков. При этом ТОП-5 банков России формируют примерно 60% совокупных активов банковского сектора (кредиты,

инвестиции и т.п.). Аналогичная ситуация наблюдается на депозитном рынке и на рынке безналичных платежей. Доминирующую роль на рынке играют Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Альфа-банк. Индекс Херфиндала-Хиршмана демонстрирует достаточное значение кредитных организаций в банковском секторе, несмотря на динамичный отзыв лицензий. Авторы подчеркивают зависимость банковского рынка от деятельности крупнейших государственных банков. При этом наблюдается обострение конкуренции между мелкими и средними банками, которые расширяют свою продуктовую линейку, повышают ее привлекательность. Важное значение имеет фактор территориального расположения банков. В развитых регионах страны функционируют крупные банки, а в отдаленных ее территориях наблюдается слабая обеспеченность банковскими услугами. Стоит отметить значимость нахождения на российском рынке крупнейших банков с иностранным капиталом (ЮниКредит, Райффайзенбанк, Ситибанк, Росбанк), поскольку они составляют ТОП-20 кредитных организаций России. Присутствие иностранных кредитных организаций способствует усилению межбанковской конкуренции в России.

Считаем, что для повышения межбанковской конкуренции менеджерам банка важно уделять внимание успешному обслуживанию клиентов, четкому представлению демографического портрета целевой аудитории и предпочтительных точек коммуникации. Необходимо постоянно проводить мониторинг качества обслуживания клиентов и предоставления им банковских продуктов (услуг). Для повышения межбанковской конкуренции рекомендовано банкам ежеквартально осуществлять системный контроль удовлетворенности клиентов.

Считаем, что в условиях турбулентности рынка особое место в банковском менеджменте должно отводиться управлению рисками. Повышенные риски одного банка через «эффект домино» могут дестабилизировать всю банковскую систему. Рекомендуем мегарегулятору реализовать мероприятия по минимизации рисков банков и обеспечить условия для формирования здоровой конкурентной среды. Банк России, разрабатывая политику по развитию межбанковской конкуренции, должен ориентироваться на обеспечение финансовой стабильности, установление доверия на финансовом рынке и доступности банковских продуктов и услуг.

Таким образом, авторский вклад в развитие практической науки заключается в выявлении факторов, определяющих межбанковскую конкуренцию; а также разработке рекомендаций мегарегулятору, направленных на усиление межбанковской конкуренции.

²⁰ Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/90556/Consultation_Paper_191125.pdf (дата обращения: 04.09.2020).

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Портер М. Конкурентная стратегия: Методика анализа отраслей и конкурентов. Пер. с англ. М.: Альпина Паблишер; 2012. 454 с.
2. Робинсон Дж. Экономическая теория несовершенной конкуренции. Пер. с англ. М.: Прогресс; 1986. 472 с.
3. Хайек Ф.А. Цены и производство. Пер. с англ. Челябинск: Социум; 2008. 199 с.
4. Чемберлин Э.Х. Теория монополистической конкуренции. Пер. с англ. М.: Экономика; 1996. 350 с.
5. Эджоурт Ф. Математическая психология: очерки применения математики к моральным наукам. Пер. с англ. 1881.
6. Овчинникова О.П., Дынников Е.А., Овчинникова Н.Э. Совершенствование механизма регулирования устойчивости банковской системы. *Финансы и кредит*. 2011;(17):8–15.
7. Демченко Л.В. Конкуренция как макроэкономический фактор устойчивости банковской системы. *Вестник Оренбургского государственного университета*. 2006;(2–1):145–150.
8. Садков В.Г., Подмастерьева А.К. Конкуренция на финансовых рынках: состояние, проблемы, методы регулирования. *Финансы и кредит*. 2008;(6):2–11.
9. Скорлупина Ю.О. О способах оценки межбанковской конкуренции на российском банковском рынке. *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. 2015;(5):53–62.
10. Кутыин В.М. Построение карты стратегической конкуренции в банковском секторе. *Маркетинг услуг*. 2011;(3):194–216.
11. Донецкова О.Ю., Садыкова Л.М. Современные особенности конкурентной среды в банковском бизнесе. *Азимут научных исследований: экономика и управление*. 2018;7(3):83–86.
12. Хандруев А.А., Чумаченко А.А. Конкурентная среда и модернизация структуры российского банковского сектора. *Банковское дело*. 2010;(11):6–13.
13. Бондарева Ю., Шовиков С., Хаиров Р. Конкуренция на рынке банковских услуг. *Банковское дело*. 2004;(1):9–14.
14. Шелкунова Т.Г., Гаглоева К.А. Банковская конкуренция и конкурентоспособность: сущность, понятие, специфика. Проблемы и перспективы экономики и управления. Мат. III Междунар. науч. конф. (Санкт-Петербург, декабрь 2014 г.). СПб.: Заневская площадь; 2014:141–145.
15. Осиповская А.В. Особенности конкуренции на российском рынке банковских услуг. *Молодой ученый*. 2018;(51):259–262.
16. Бучкова А.А. Конкуренция в банковской сфере. *Nauka-Rastudent.ru*. 2016;(3):4.
17. Шапошников А.М. Межбанковская конкуренция и оценка конкурентоспособности коммерческих банков. Чебоксары: Среда; 2020. 128 с.
18. Видеркер Н.В., Цунаева Е.Ю. Межбанковская конкуренция как фактор повышения качества банковских услуг. *Международный журнал гуманитарных и естественных наук*. 2017;(3–2):104–107.
19. Алиев И.А. Конкурентная среда в российской банковской системе. *ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика*. 2017;(5):92–100.
20. Малахов И.О., Тимерханов Р.Ш. Проблемы конкурентоспособности региональных банков. *Вести научных достижений. Экономика и право*. 2020;(3):116–119.

REFERENCES

1. Porter M.E. Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors. New York: Free Press; 1998. 397 p. (Russ. ed.: Porter M. Konkurentnaya strategiya: Metodika analiza otrasley i konkurentov. Moscow: Alpina Publisher; 2012. 454 p.).
2. Robinson J. The economics of imperfect competition. New York: St. Martin's Press; 1969. 352 p. (Russ. ed.: Robinson J. Ekonomicheskaya teoriya nesovershennoi konkurentsii. Moscow: Progress; 1986. 472 p.).
3. Hayek F.A. Prices and production and other works. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute, 1931. 564 p. (Russ. ed.: Hayek F.A. Tseny i proizvodstvo. Chelyabinsk: Sotsium; 2008. 199 p.).
4. Chamberlin E.H. Theory of monopolistic competition. Cambridge: Harvard University Press; 1933. 213 p. (Russ. ed.: Chamberlin E.H. Teoriya monopolisticheskoi konkurentsii. Moscow: Ekonomika; 1996. 350 p.).
5. Edgeworth F.Y. Mathematical psychics: An essay on the application of mathematics to the moral sciences. London: C. Kegan Paul and Co.; 1881. 150 p.
6. Ovchinnikova O., Dynnikov E.A., Ovchinnikova N.E. Improving the mechanism for regulating the stability of the banking system. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2011;(17):8–15. (In Russ.).

7. Demchenko L. V. Competition as a macroeconomic factor of stability of the banking system. *Vestnik Orenburgskogo gosudarstvennogo universiteta = Orenburg State University Vestnik*. 2006;(2–1):145–150. (In Russ.).
8. Sadkov V. G., Podmaster'eva A. K. Competition in financial markets: State, problems, methods of regulation. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2008;(6):2–11. (In Russ.).
9. Skorpilina Yu. O. Methods to assess the inter-bank competition in the Russian banking market. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial Analytics: Science and Experience*. 2015;(5):53–62. (In Russ.).
10. Kutyin V. M. Building a map of strategic competition in the banking sector. *Marketing uslug*. 2011;(3):194–216. (In Russ.).
11. Donetskova O. Yu., Sadykova L. M. Modern features of the competitive environment in banking business. *Azimut nauchnykh issledovaniy: ekonomika i upravleniye = ASR: Economics and Management (Azimuth of Scientific Research)*. 2018;7(3):83–86. (In Russ.).
12. Khandruev A. A., Chumachenko A. A. Competitive environment and modernization of the structure of the Russian banking sector. *Bankovskoe delo = Banking*. 2010;(11):6–13. (In Russ.).
13. Bondareva Yu., Shovikov S., Khairov R. Competition in the banking services market. *Bankovskoe delo = Banking*. 2004;(1):9–14. (In Russ.).
14. Shelkunova T. G., Gagloeva K. A. Banking competition and competitiveness: Essence, concept, specificity. In: Problems and prospects of economics and management. Proc. 3rd Int. sci. conf. (St. Petersburg, Dec. 2014). St. Petersburg: Zanevskaya ploshchad'; 2014:141–145. (In Russ.).
15. Osipovskaya A. V. Features of competition in the Russian market of banking services. *Molodoi uchenyi = Young Scientist*. 2018;(51):259–262. (In Russ.).
16. Buchkova A. A. Competition in the banking sector. *Nauka-Rastudent.ru*. 2016;(3):4. (In Russ.).
17. Shaposhnikov A. M. Interbank competition and assessment of the competitiveness of commercial banks. Cheboksary: Sreda; 2020. 128 p. (In Russ.).
18. Widerker N. V., Tsoneva E. Yu. Interbank competition as a factor in improving the quality of banking services. *Mezhdunarodnyi zhurnal gumanitarnykh i estestvennykh nauk = International Journal of Humanities and Natural Sciences*. 2017;(3–2):104–107. (In Russ.).
19. Aliev I. A. Competitive environment in the Russian banking system. *ETAP: ekonomicheskaya teoriya, analiz, praktika = ETAP: Economic Theory, Analysis, and Practice*. 2017;(5):92–100. (In Russ.).
20. Malakhov I. O., Timerkhanov R. Sh. Problems of competitiveness of regional banks. *Vesti nauchnykh dostizhenii. Ekonomika i pravo*. 2020;(3):116–119. (In Russ.).

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



Ольга Юрьевна Донецкова — кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского дела и страхования, Оренбургский государственный университет, Оренбург, Россия
Ol'ga Yu. Donetskova — Cand. Sci (Econ.), Assoc. Prof., Department of Banking and Insurance, Orenburg State University, Orenburg, Russia
 olja-ja-77@mail.ru

Статья поступила в редакцию 07.09.2020; после рецензирования 21.09.2020; принята к публикации 07.12.2020.
 Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.
 The article was submitted on 07.09.2020; revised on 21.09.2020 and accepted for publication on 07.12.2020.
 The author read and approved the final version of the manuscript.