ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
ВСЕРОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ ВНЕШНЕЙ ТОРГОВЛИ
МИНИСТЕРСТВА ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
(ВАВТ МИНЭКОНОМРАЗВИТИЯ РОССИИ)

ФИНАНСОВЫЕ АСПЕКТЫ ГЛОБАЛЬНОЙ СТРУКТУРНОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИКИ И ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ СВЯЗЕЙ РОССИИ

Материалы научной конференции студентов и аспирантов
факультета международных финансов,
состоявшейся в ВАВТ в мае 2023 года

Сборник научных статей

Выпуск 91

Под общей редакцией
Каплюк Т.С., Ярцевой Н.М, Бондаренко А.А.

Москва
ВАВТ
2023

УДК 336.01
ББК 65.261
Ф 591

Рецензенты

Руководитель Департамента страхования и экономики социальной сферы Финансового факультета, «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», профессор, доктор экономических наук, ***Цыганков А.А.***

Директор центра социально-экономических исследований «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», профессор, доктор экономических наук, ***Зубец А.Н.***

Под общей редакцией

Декана Факультета международных финансов ВАВТ, к.э.н., доцента Каплюк Т.С.

Заведующего кафедрой финансов и валютно-кредитных отношений ВАВТ, к.э.н., доцента Ярцевой Н.М.

Доцента кафедры финансов и валютно-кредитных отношений ВАВТ, к.э.н. Бондаренко А.А.

Ф 591 Финансовые аспекты глобальной структурной трансформации экономики и внешнеэкономических связей России / Сб. под ред. Каплюк Т.С., Ярцевой Н.М, Бондаренко А.А. / Выпуск 91. — М.: ВАВТ, 2023. — 148 с.: ил.

ISBN 978-5-9547-0226-2

Сборник статей подготовлен на основании ежегодной научной конференции студентов и аспирантов Факультета международных финансов ВАВТ. В настоящий сборник включены статьи участников конференции, созданные по результатам проведенных исследований студентов и аспирантов под руководством преподавателей Факультета. Исследования авторов посвящены широкому кругу актуальных вопросов национальной и глобальной финансовой системы, таких как теоретические подходы к монетизации экономики и трансформации российского фондового рынка, практические вопросы бюджетирования и управления устойчивым развитием фирмы, исследование опыта налогообложения стран ОЭСР, специфика применения цифровых технологий и платежных систем в международных расчетах.

Издание предназначено для студентов, аспирантов, преподавателей и научных работников.

© ВАВТ Минэкономразвития России, 2023.

СОДЕРЖАНИЕ

ЦИФРОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ КАК ИНСТРУМЕНТ РАЗВИТИЯ ТОРГОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО СОТРУДНИЧЕСТВА МЕЖДУ ВЕНГРИЕЙ И РОССИЕЙ В ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ СФЕРЕ 9

Андреева А.А., Орлова О.Л., Захаров А.Н.

DIGITAL TECHNOLOGIES AS A TOOL FOR THE DEVELOPMENT OF TRADE AND ECONOMIC COOPERATION BETWEEN HUNGARY AND RUSSIA IN THE FUEL AND ENERGY INDUSTRY 10

Anna A. Andreeva, Olga L. Orlova, Alexander N. Zakharov

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА С ОПОРОЙ НА НАЦИОНАЛЬНЫЙ КАПИТАЛ: РОССИЯ И ИРАН 19

Бондаренко А.А., Нуштаева Е.М.

PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF THE STOCK MARKET BASED ON NATIONAL CAPITAL: RUSSIA AND IRAN 20

Andrey A. Bondarenko, Evgeniia M. Nushtaeva

СОВРЕМЕННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ БАНКА РОССИИ В УСЛОВИЯХ БЕСПРЕЦЕДЕНТНЫХ САНКЦИЙ..... 29

Бондаренко И.А., Щербакова А.В.

CURRENT INSTRUMENTS OF BANK OF RUSSIA UNDER THE PRESSURE OF UNPRECEDENTED SANCTIONS 30

Irina A. Bondarenko, Anna V. Shcherbakova

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ 40

Васильков Р.В., Седова Н.В.

MODERN TRENDS IN COMPANY VALUE MANAGEMENT 41

Roman V. Vasilkov, Nadezhda V. Sedova

МОБИЛИЗАЦИОННЫЕ МЕХАНИЗМЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ГЕРМАНИИ С РОССИЕЙ В ЭПОХУ ГЕОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОТИВОСТОЯНИЯ 49

Досова П.Ю., Захаров А.Н.

MOBILIZATION MECHANISMS OF INTERACTION BETWEEN GERMANY AND RUSSIA IN THE ERA OF GEO-ECONOMIC CONFRONTATION 49

Polina Y. Dosova, Alexander N. Zakharov

ПРОБЛЕМЫ ТРАНСФОРМАЦИИ РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ ГЕОПОЛИТИЧЕСКИХ И ЭКОНОМИЧЕСКИХ САНКЦИЙ (2022 — н.в.) 58

Кокешов А.Э., Слободяник В.В.

PROBLEMS OF RUSSIAN EQUITY CAPITAL MARKET TRANSFORMATION IN THE CONTEXT OF GEOPOLITICAL AND ECONOMIC SANCTIONS (2022 — PRESENT) 59

Alikhan E. Kokeshov., Victor V. Slobodianik

МЕЖДУНАРОДНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ НА ПРИМЕРЕ АЗИАТСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ И АЗИАТСКОГО БАНКА ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ 67

Комарова А.Д., Бондаренко И.А.

INTERNATIONAL ACTIVITIES OF CREDIT INSTITUTIONS ON THE EXAMPLE OF THE ASIAN DEVELOPMENT BANK AND THE ASIAN INFRASTRUCTURE INVESTMENT BANK.....68

Alexandra D. Komarova, Irina A. Bondarenko

СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА ФАКТОРИНГА В РОССИИ.....78

Лунева Е.Р., Бондаренко И.А.

CURRENT STATE OF FACTORING MARKET IN RUSSIA....79

Ekaterina R. Luneva, Irina A. Bondarenko

ИТАЛИЯ И РОССИЯ: ИНВЕСТИЦИОННОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ГЕОПОЛИТИЧЕСКИХ ВЫЗОВОВ.....88

Писулина М.В., Захаров А.Н.

ITALY AND RUSSIA: INVESTMENT COOPERATION IN CONDITIONS OF UNCERTAINTY AND GEOPOLITICAL CHALLENGES.....89

Maria V. Pisulina, Alexander N. Zakharov

РАСПРОСТРАНЕНИЕ ЦИФРОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ В РОССИИ: ВОЗМОЖНОСТИ И УГРОЗЫ.....97

Рахматуллина К.Г., Седова Н.В.

DIGITAL DIFFUSION IN RUSSIA: OPPORTUNITIES AND THREATS 97

Karina G. Rakhmatullina, Nadezhda V. Sedova

ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПОДГОТОВКИ К ВНЕДРЕНИЮ БЮДЖЕТИРОВАНИЯ С НУЛЕВОЙ БАЗОЙ.....106

Седова Н.В., Дядечко А.В.

PRACTICAL ASPECTS OF PREPARING FOR THE IMPLEMENTATION OF ZERO-BASED BUDGETING.....106

Nadezhda V. Sedova, Andrei V. Dyadechko

ГЛОБАЛЬНАЯ НАЛОГОВАЯ ПОВЕСТКА В ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОЭСР: СОВРЕМЕННЫЕ ВЫЗОВЫ И РЕШЕНИЯ 115

Серов А.В., Ярцева Н.М.

OECD GLOBAL TAX AGENDA: MODERN CHALLENGES AND SOLUTIONS 116

Andrei V. Serov, Nadezhda M. Yartseva

ОСОБЕННОСТИ ТРАНСФОРМАЦИИ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ 123

Слепокуров М.В., Слободяник В.В.

PECULIARITIES OF THE TRANSFORMATION OF THE RUSSIAN STOCK MARKET UNDER SANCTIONS.....123

Maxim V. Slepokurov, Victor V. Slobodianik

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА СИСТЕМ ПЛАТЕЖЕЙ SWIFT И СПФС 132

Сулеманова И.К.

COMPARATIVE ASSESSMENT OF SWIFT AND SPFS PAYMENT SYSTEMS.....132

Inga K. Sulemanova

ПОДХОДЫ К МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ БАНКОМ РОССИИ: ВЫБОР СТРАТЕГИИ.....139

Сухова А.Р., Мелкова А.А., Бондаренко А.А.

ECONOMIC METHODS OF MONETIZATION BY THE BANK OF RUSSIA: THE CHOICE OF STRATEGY.....139

Amina R. Sukhova, Alexandra A. Melkova, Andrey A. Bondarenko

ЦИФРОВЫЕ ТЕХНОЛОГИИ КАК ИНСТРУМЕНТ РАЗВИТИЯ ТОРГОВО-ЭКОНОМИЧЕСКОГО СОТРУДНИЧЕСТВА МЕЖДУ ВЕНГРИЕЙ И РОССИЕЙ В ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКОЙ СФЕРЕ

Андреева Анна Александровна
Орлова Ольга Леонидовна
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, кафедра мировой и национальной экономики

Захаров Александр Николаевич
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, профессор, д.э.н., профессор кафедры мировой и национальной экономики

В статье рассматривается роль цифровых технологий в развитии торгово-экономического сотрудничества между Венгрией и Россией в топливно-энергетической сфере. Статья показывает, как цифровизация может повысить эффективность. Обсуждаются потенциальные преимущества сотрудничества, включая удаленное управление и мониторинг энергоресурсов, совместную разработку и инновации. Также подчеркивается важность учета вызовов, связанных с применением цифровых технологий.

Ключевые слова: цифровизация, торговые отношения, топливно-энергетическая сфера, Россия, Венгрия, экономическое сотрудничество, инновации.

DIGITAL TECHNOLOGIES AS A TOOL FOR THE DEVELOPMENT OF TRADE AND ECONOMIC COOPERATION BETWEEN HUNGARY AND RUSSIA IN THE FUEL AND ENERGY INDUSTRY

Anna A. ANDREEVA
Olga L. ORLOVA
Alexander N. ZAKHAROV
Russian Foreign Trade Academy,
Department of World and National Economy

The article examines the role of digital technologies in the development of trade and economic cooperation between Hungary and Russia in the fuel and energy sector. The article shows how digitalization can improve efficiency. Potential benefits of cooperation are discussed, including remote management and monitoring of energy resources, joint development and innovation. The importance of considering the challenges associated with the use of digital technologies is also emphasized.

Key words: digital technologies, trade and economic cooperation, Hungary, Russia, fuel and energy sector, artificial intelligence, cybersecurity.

В современном мире цифровые инструменты становятся все более неотъемлемой частью нашей повседневной жизни, и их применение в сфере энергетики может привести к значительному улучшению взаимовыгодной торговли и сотрудничества [8]. Цифровые технологии — это использование современных информационных и коммуникационных технологий (ИКТ) для обработки, хранения, передачи и анализа данных. Они включают в себя такие элементы, как Интернет, электронная коммерция, облачные вычисления, большие данные, искусственный интеллект, блокчейн, интернет вещей и другие. Все это оказывает существенное влияние на финансовые аспекты глобальной структурной трансформации экономики и внешнеэкономических связей России.

На сегодняшний день выделяют несколько аргументов в пользу использования цифровых технологий в энергетической сфере:

1. Увеличение эффективности производства. Внедрение цифровых технологий в топливно-энергетическую сферу позволяет повысить эффективность производства и снизить затраты. Автоматизация процессов и использование современных систем управления помогают оптимизировать работу оборудования и улучшить процессы мониторинга и контроля. Это может привести к сокращению времени производства и улучшению качества продукции.
2. Улучшение транспортной логистики. Цифровые технологии также могут быть применены для оптимизации транспортной логистики в топливно-энергетической сфере. Использование систем глобального позиционирования (GPS) и телематики позволяет отслеживать перемещение грузов и оптимизировать маршруты доставки. Это способствует сокращению времени доставки и снижению затрат на логистику, что в итоге повышает конкурентоспособность товаров на рынке.
3. Развитие умных сетей энергопоставок. Умные сети являются одним из ключевых направлений развития в энергетической сфере. Они позволяют оптимизировать распределение и использование энергии, учитывая потребности потребителей и возможности производителей. Применение цифровых технологий, таких как счетчики умного потребления и системы автоматизации, позволяет улучшить управление и контроль за энергопотоками. В результате это способствует более эффективному использованию ресурсов, сокращению потерь энергии и повышению устойчивости энергетической системы.
4. Развитие цифровых рынков энергетических услуг. Цифровые технологии создают новые возможности для развития цифровых рынков энергетических услуг. Это может включать в себя платформы для торговли энергией, агрегаторов энергопотребителей и поставщиков, а также интеграцию различных сервисов и продуктов в одну цифровую экосистему. Развитие таких цифровых рынков способствует привлечению новых игроков, стимулирует инновации и создает условия для эффективного сотрудничества между Венгрией и Россией.
5. Повышение качества обслуживания клиентов. Цифровые технологии предоставляют новые возможности для улучшения обслуживания клиентов в топливно-энергетической сфере. Примером

может служить использование цифровых платформ для обработки заявок, онлайн-консультаций и мониторинга потребления энергии. Такие инструменты позволяют улучшить коммуникацию между поставщиками и потребителями, а также повысить прозрачность и доступность информации.

Цифровые технологии играют важную роль в развитии торгово-экономического сотрудничества между различными странами и отраслями, включая топливно-энергетическую сферу. Применение цифровых технологий между Венгрией и Россией может усилить сотрудничество в этой области [14]. Значимость данной кооперации довольно высока для обеих стран, так как, с одной стороны, именно Россия играет ведущую роль в обеспечении венгерской стороны энергоносителями, развитии таких отраслей, как химическая, фармацевтическая, пищевая, и, с другой стороны, Венгрия отрицательно относится к антироссийским санкциям [2, 12]. Несмотря на санкции ЕС, ТЭК РФ показал стабильную работу. Например, доходы бюджета от нефтегазовой отрасли в 2022 году, несмотря ни на что, выросли почти на треть [10, 13].

Что касается поставок газа, то здесь всегда наблюдалась стабильность. Долгосрочные контракты на поставку 225 млрд куб. м российского газа (на сумму свыше $24 млрд) в Венгрию действовали в период 1996–2015 годов. В 2017 году Россия и Венгрия продлили контракт до 2021 года [5].

Стоит отметить, что для надежного удовлетворения долгосрочных потребностей Венгрии в 1994 году было создано венгерско-российское акционерное общество газовой промышленности «Панрусгаз», чьей главной задачей является импорт природного газа [13].

До 2021 года транспортировка газа из России в Венгрию осуществляется по газопроводу «Союз» через газоизмерительную станцию в Берегово на украинско-венгерской границе и Центрально-европейский газовый хаб Баумгартен, находящийся на словацко-австрийской границе [17].

Затем контракт был продлен: в соответствии с 15-летним соглашением, подписанным венгерской энергетической компанией «MVM CEEnergy Ltd.» и «Газпром» в сентябре 2021 года, Венгрия в настоящее время получает 4,5 млрд куб. м. газа в год через Болгарию и Сербию в рамках долгосрочной сделки с Россией [6, 7]. Будапешт получает газ через «Турецкий поток». Стоит отметить, что Венгрия также получает газ

по цене в пять раз ниже рыночной в связи с тем, что она стала первой страной в ЕС и, можно сказать, первой в мире, кто перешел на оплату в рублях по экспортным контрактам [6].

Россия и Венгрия имеют тесные торговые отношения в сфере нефти и нефтепродуктов. Несмотря на стремление стран Евросоюза (ЕС) отказаться от российской нефти с 2014 года, Венгрия и Россия продолжают сотрудничество в этом секторе [1]. Даже несмотря на эмбарго ЕС на морские поставки нефти, которое вступило в силу 5 декабря 2022 года одновременно с введением потолка цен на российскую нефть в $60/барр. Стоит отметить, что поставки по «Дружбе» не попали под санкции ЕС: для Венгрии, Чехии и Словакии были сделаны исключения [4]. Таким образом, единственный участок, не попавший под ограничения, — южный участок нефтепровода «Дружба» (около 10 % общего объема экспорта российской нефти в ЕС) [7, 15].

Одновременно Венгрия предоставляет инвестиционные возможности для российских компаний в секторе энергетики.

Россия и Венгрия являются важными участниками топливно-энергетической сферы. Так, рост поставок произошел, несмотря на стремление стран ЕС отказаться от российской нефти [8]. Так, сильнее всего выросли поставки нефти по «Дружбе» в Венгрию — на 45 % до 4,9 млн т [3, 4].

Далее последовало эмбарго ЕС на морские поставки нефти, которое вступило в силу 5 декабря 2022 года одновременно с введением потолка цен на российскую нефть в $60/барр. Но поставки по «Дружбе» не попали под санкции ЕС: для Венгрии, Чехии и Словакии были сделаны исключения [4, 8].

Цифровые технологии могут играть значительную роль в усилении торгово-экономического сотрудничества между Венгрией и Россией в топливно-энергетической сфере [9]. Следующие некоторые области, где цифровые технологии, могут быть использованы:

1. **Интернет вещей (IoT) и интеллектуальные сети:** в энергетике IoT может использоваться для мониторинга и управления энергетическими установками и распределительными сетями в реальном времени. Интеллектуальные сети могут автоматически отслеживать потребление энергии и оптимизировать его использование, тем самым повышая эффективность и снижая затраты.
2. **Блокчейн:** эта технология может использоваться для обеспечения прозрачности и безопасности в сделках с энергией. Она

может позволить автоматизированное, быстрое и надежное выполнение контрактов и транзакций, уменьшая время и стоимость операций.

3. **Большие данные и аналитика:** эти технологии могут использоваться для предсказания трендов потребления энергии и оптимизации производства и распределения энергии. Это может привести к более эффективному использованию ресурсов и снижению затрат.
4. **Искусственный интеллект и машинное обучение:** они могут использоваться для автоматизации и оптимизации процессов в топливно-энергетической сфере, например, в управлении энергоэффективностью и предсказании отказов оборудования.
5. **Цифровые платформы для взаимодействия:** они могут облегчить взаимодействие между российскими и венгерскими компаниями, обеспечивая быстрое и эффективное взаимодействие и обмен информацией.
6. **Цифровая безопасность:** в контексте цифровизации и связанных с ней рисков сотрудничество в области цифровой безопасности и защиты информации становится все более важным. Венгерские и российские компании могут объединить усилия для разработки совместных стандартов и решений в области кибербезопасности.
7. **Управление поставками:** с помощью цифровых технологий можно оптимизировать процессы поставки и логистики, что позволит уменьшить время доставки, потери и увеличить эффективность общей цепочки поставок.
8. **Виртуальные и дополненные реальности:** они могут использоваться для обучения персонала, моделирования и визуализации сложных технических процессов и инфраструктур, что может повысить безопасность и эффективность работы.
9. **5G и мобильные технологии:** более быстрые и надежные мобильные соединения могут улучшить управление и контроль за энергетическими установками, а также обеспечить более эффективное взаимодействие между командами.
10. **Облачные технологии:** они могут предложить более эффективное, масштабируемое и надежное хранение и обработку данных,

что особенно важно для больших объемов данных, с которыми приходится работать в энергетической отрасли [16].

Однако, несмотря на все эти возможности, также необходимо учитывать проблемы и вызовы, связанные с применением цифровых технологий, такие как вопросы кибербезопасности, приватности данных и необходимости в соответствующих навыках и образовании [3]. Венгрия и Россия могут сотрудничать в этих областях, чтобы обеспечить успешное использование цифровых технологий в топливно-энергетической сфере. Цифровые технологии могут усилить это сотрудничество и создать новые возможности. Например:

1. **Дистанционное управление и мониторинг.** Российские поставщики энергии могут использовать цифровые технологии для удаленного управления и мониторинга своих ресурсов и инфраструктуры в Венгрии. Это может обеспечить более эффективное использование ресурсов и предотвратить непредвиденные сбои.
2. **Совместная разработка и инновации.** Венгерские и российские компании могут совместно разрабатывать новые цифровые технологии и решения в топливно-энергетической сфере. Это может привести к созданию новых продуктов и услуг, которые улучшат эффективность и устойчивость энергосистем.
3. **Обмен данными и информацией.** Цифровые платформы и технологии могут облегчить обмен данными и информацией между венгерскими и российскими компаниями. Это может улучшить координацию, планирование и принятие решений.
4. **Обучение и развитие навыков.** Цифровые технологии могут использоваться для обучения и развития навыков работников в топливно-энергетической сфере. Это может помочь в подготовке квалифицированных специалистов, которые могут эффективно работать с новыми технологиями [18].

В настоящее время наблюдается глубокое преобразование энергетического сектора под влиянием цифровизации. Это особенно актуально для стран, активно сотрудничающих в области энергетики, включая Россию и Венгрию.

Цифровые технологии предлагают многочисленные инструменты для оптимизации производства, распределения и использования энергии, включая интернет вещей, блокчейн, большие данные, искусственный интеллект и облачные технологии. Эти технологии способны повышать

эффективность, снижать затраты и улучшать безопасность энергетической инфраструктуры и операций.

Взаимодействие России и Венгрии в области цифровых технологий может принести ряд преимуществ. Удаленное управление и мониторинг энергоресурсов, совместная разработка и инновации, обмен данными и информацией, а также обучение и развитие навыков — все это может стимулировать экономическое сотрудничество и укрепить партнерство между странами.

В то же время сотрудничество в области цифровых технологий несет и ряд вызовов. Вопросы кибербезопасности, приватности данных, правового регулирования и соответствия стандартам требуют детального рассмотрения и согласованного подхода. Это подчеркивает важность установления доверительных отношений и глубокого сотрудничества между Россией и Венгрией [19].

В заключение: цифровые технологии представляют собой мощный инструмент для усиления торгово-экономического сотрудничества между Россией и Венгрией в топливно-энергетической сфере. Они открывают новые возможности для инноваций, улучшения эффективности и снижения финансовых затрат. Однако успешное внедрение и использование этих технологий требует активного и осознанного подхода со стороны обеих стран, включая совместную разработку стратегий, стандартов и решений, направленных на преодоление возможных проблем и вызовов.

Список литературы

1. Аналитический центр при Правительстве Российской Федерации. Мировой рынок нефти: новые правила игры для России// Деловой журнал Энергетические тренды. — 06.2022 — № 109. — С. — 3–4 [Электронный ресурс]. — URL: https://ac.gov.ru/uploads/2-Publications/energo/2022/Energo_№109.pdf
2. *Асаул В.В.* Оценка конкурентоспособности организаций в условиях цифровой экономики / В.В. Асаул // Вопросы инновационной экономики. — 2020. — Т. 10, № 1. — С. 533–548.
3. БКС Экспресс. Нефть по «Дружбе». Сколько нефти из РФ останется в Европе. — [Электронный ресурс]. — URL: https://bcs-express.ru/

novosti-i-analitika/neft-po-druzhbe-skol-ko-nefti-iz-rf-ostanetsia-v-evrope?ysclid=ld1trbdjk8942068704 (дата обращения: 10.03.2023)

4. Ведомости. Трубопроводный экспорт нефти в Европу вырос на 7% благодаря Венгрии и Чехии [Электронный ресурс]. URL: https://www.vedomosti.ru/business/articles/2023/01/16/959103-eksport-nefti-v-evropu-viros?ysclid=lfsrtawro2733007186 (дата обращения: 14.03.2023).
5. Газпром экспорт. Венгрия. [Электронный ресурс]. URL: http://www.gazpromexport.ru/partners/hungary/ (дата обращения: 17.03.2023).
6. Газпром. Заключены 15-летние контракты на поставку российского газа в Венгрию [Электронный ресурс]. URL: https://www.gazprom.ru/press/news/2021/september/article538438/?ysclid=lfss7ygdwd949234543 (дата обращения: 14.03.2023).
7. *Захаров А.Н.* Глобальная энергетическая проблема: новые вызовы и угрозы, возможности их преодоления // Вестник МГИМО-Университета — 2017. — № 1(52) — С. 187–200.
8. *Захаров А.Н.* Корпоративная безопасность в нефтегазовом секторе. Neftegaz.RU. 2019. — № 1–3. https://magazine.neftegaz.ru/
9. *Захаров А.Н.* ТЭК Китая и ведущих стран мира в условиях развития глобального энергетического кризиса. — М.: ВАВТ, 2023. — 315 с.
10. История конфликта между Венгрией и Евросоюзом [Электронный ресурс] — URL: https://tass.ru/info/5557751 (дата обращения: 02.03.2023)
11. Кому мешает сотрудничество России с Венгрией [Электронный ресурс]. URL: https://news-front.info/2018/12/22/komu-meshaet-sotrudnichestvo-rossii-s-vengriej/ (дата обращения: 11.03.2023)
12. О развитии топливно-энергетического комплекса России говорили в правительстве [Электронный ресурс]. URL: https://www.1tv.ru/news/2023–01–16/445376-o_razvitii_toplivno_energeticheskogo_kompleksa_rossii_govorili_v_pravitelstve?ysclid=ld4x9hl6e9384069690 (дата обращения: 14.01.2023)
13. Панрусгаз [Электронный ресурс]. URL: https://www.panrusgas.hu/ru/ceginf.htm (Дата обращения: 17.03.2023)
14. *Пахомов А.* Торговые партнеры России: 100 лет спустя// Журнал «Экономическое развитие России». — 2014. — №2. — С. 42–48 [Электронный ресурс]. URL:: https://www.iep.ru/files/RePEc/gai/ruserr/148Pakhomov.pdf

15. Прайм, агентство экономической информации. Россия и Венгрия достигли рекордного товарооборота [Электронный ресурс]. URL: https://1prime.ru/world/20220110/835731221.html?ysclid=lfsr3bgh4f510603944 (дата обращения: 14.01.2023).
16. Развитие внешнеторговой деятельности регионов в условиях цифровизации международной торговли // Высшая аттестационная комиссия при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации? сайт. — URL: https://vak.minobrnauki.gov.ru/az/server/php/filer_new.php?table=att_case&fld=autoref&key[]=100061913&version=100 (дата обращения: 04.03.2023).
17. Российский нефтегаз через год после начала «спецоперации»: что дальше» — [Электронный ресурс] — URL: https://www.forbes.ru/biznes/485246-rossijskij-neftegaz-cerez-god-posle-nacala-specoperacii-cto-dal-se?ysclid=lfspyy5so6957251894 (дата обращения: 10.03.2023).
18. Цифровизация мировой экономики как фактор перехода к новому технологическому укладу: вызовы и возможности для российских энергетических компаний на глобальном рынке // Губернский университет. [Электронный ресурс]. URL: https://gubkin.ru/diss2/files/d13-pshenichnyi-vm/Avtoreferat_Pshenichnyi_V_M.pdf (дата обращения: 08.04.2023).
19. Russia/Hungary [Электронный ресурс]. URL: https://oec.world/en/profile/bilateral-country/rus/partner/hun (дата обращения: 07.01.2023).

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА С ОПОРОЙ НА НАЦИОНАЛЬНЫЙ КАПИТАЛ: РОССИЯ И ИРАН

Бондаренко Андрей Александрович

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, кафедра финансов и валютно-кредитных отношений, доцент

Нуштаева Евгения Михайловна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России

Статья посвящена проблематике развития российского фондового рынка с опорой на национальный капитал в условиях экономического и политического давления через призму опыта фондового рынка Ирана, успешно развивающегося в похожих условиях длительное время. Проанализирован потенциал для стабилизации российского фондового рынка благодаря усилению позиций частных российских инвесторов, а также меры, способные привлечь долгосрочные инвестиции национального капитала.

Ключевые слова: Россия, Иран, российский фондовый рынок, Тегеранская фондовая биржа, национальный капитал, преодоление санкций, акции справедливости, стабилизация фондового рынка, долгосрочные инвестиции.

PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF THE STOCK MARKET BASED ON NATIONAL CAPITAL: RUSSIA AND IRAN

Andrey A. BONDARENKO
Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Russian Foreign Trade Academy Department of Finance and Monetary Relations
Evgeniia M. NUSHTAEVA
Student of the Faculty of International Economists, Russian Foreign Trade Academy

The article is devoted to the problems of the development of the Russian stock market based on national capital in the conditions of economic and political pressure through the prism of the experience of the Iranian stock market, which has been successfully developing in similar conditions for a long time. The potential for stabilization of the Russian stock market due to the strengthening of the positions of private Russian investors, as well as measures that can attract long-term investments of national capital, is analyzed.

Key words: Russia, Iran, Russian stock market, Tehran Stock Exchange, national capital, overcoming sanctions, equity shares, stock market stabilization, long-term investments.

В 2020 году российский фондовый рынок пережил серьезный турбулентный период. Индекс Мосбиржи 20 января обновил максимум на отметке 3226,89 пунктов, однако вернуться к этому значению смог лишь спустя год, в конце декабря, по причине экономического шока, вызванного пандемией коронавируса. 16 марта индекс Мосбиржи опустился на 35,7%: по темпам и глубине падение российского рынка стало рекордным с 2008 г. Весной 2020 г. Банк России перешел к смягчению монетарной политики, что позволило простимулировать экономику свежими деньгами, снизить инвестиционные риски, обеспечить приток иностранного капитала, а также повысить инвестиционную активность частных инвесторов на российском рынке. Как следствие, это повлекло за собой рост котировок фундаментально недооцененных активов и позволило развернуть рублевую рыночную доходность к положитель-

ным значениям. По данным Мосбиржи, число инвесторов на российском фондовом рынке на конец 2020 года превысило 8 миллионов, что главным образом объясняется снижением доходности депозитов в банках. Согласно «Обзору ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг» Банка России, по итогам 2020 года в собственности граждан были активы общей стоимостью 4,7 трлн руб., что на 45 % выше, чем в 2019 году. Тем не менее рост российского фондового рынка произошел главным образом не за счет увеличения прибыли российских компаний, а за счет экспансионистской монетарной политики, произошла инфляция финансовых активов. Все же главным итогом 2020 года стал переток триллионов рублей частных инвесторов с депозитов на фондовый рынок. В конце 2020 года аналитики «АТОН» считали, что «…начало нового экономического цикла стимулирует аппетит инвесторов к риску» и что свое «дно» российский фондовый рынок уже прошел[1], однако последующие годы показали, что российская экономика будет пребывать в фазе длительной рецессии более длительный срок. Число инвесторов все так же продолжило расти, составив на июнь 2021 года 12,722 млн человек. 24–25 февраля на рынке случилась рекордная волатильность, торги на Московской бирже были приостановлены почти на месяц, с 28 февраля по 21 марта, произошла блокировка большей части зарубежных ценных бумаг на Мосбирже. Выход нерезидентов с российского фондового рынка, включая крупные инвестиционные фонды, сказался крайне негативно. Обрушившиеся котировки, сокращение объема торгов на рынке акций, изменение в структуре торгов: доля частных инвесторов увеличилась с 40 до 80 %, в то же время доля нерезидентов в торговом обороте на рынке акций упала практически до нуля. На начало 2023 года просадка фондового рынка составила около 50 % от исторического максимума. Российские индексы облигаций полной доходности сумели выйти в плюс, однако не обыграли инфляцию. Тем не менее дивидендный поток за 2022 год стал рекордным для российского рынка (1,6 трлн руб.), несмотря на то что многие эмитенты перенесли или отменили выплату дивидендов. Даже в условиях кризиса на фондовом рынке дивидендная доходность российских компаний достигла двузначных значений на фоне снижения рыночных котировок.

На конец 2022 года против России было введено более 14 тысяч санкций, что в 3,5 раза больше, чем против Ирана. Страны столкнулись

[1] *Рост развивающихся рынков, слабый доллар и большой мировой долг: подводим итоги 2020 года, 2020.* [Электронный ресурс]. URL: https://www.aton.ru/ideas/online-discussion-2020–12–22_summary/

с похожими ограничениями: элементы эмбарго на экспорт энергоносителей, блокировка корреспондентских счетов, отключение от SWIFT, заморозка активов Центрального банка. Экономики стран имеют общие черты: значительные нефтегазовые запасы, экспорт углеводородов, сопоставимое по численности население. Тем не менее санкции против Ирана вводили постепенно, в то время как Россия оказалась в таких условиях практически одномоментно. За годы экономической блокады Иран постепенно адаптировался к ограничениям, государство и бизнес нашли способы нивелировать негативные последствия, фондовый рынок вопреки всему рос. Во многом это обусловлено инфляцией и отсутствием альтернатив для инвестиций для национальных инвесторов, ставших главным фактором развития иранского фондового рынка. Доля нерезидентов в Иране последние 10 лет не превышала 2 %. То есть весь объем сделок формируют местные граждане, компании, банки и фонды. И реакция фондового рынка Ирана на санкции не была связана с бегством иностранного капитала. Что удивительно, лучшая динамика наблюдалась через полгода-год после введения санкций. В отличие от крайне малой доли нерезидентов за последние 10 лет на фондовом рынке Ирана, доля нерезидентов на начало 2022 года на Мосбирже составляла 48 %, в то время как сейчас находится на исторически низком уровне. Соответственно, реакция на санкции на Московской фондовой бирже, в отличие от иранской, была во многом под влиянием бегства иностранного капитала. Следовательно, необходимо наращивать долю национального долгосрочного капитала, сокращая долю международного краткосрочного, чтобы защитить национальный фондовый рынок от резких падений в связи с оттоком международного капитала по причине санкционной политики зарубежных стран. Также сильной поддержкой российского фондового рынка выступит уверенность национальных инвесторов, которые будут выступать опорой российского фондового рынка, аккумулируя значительную часть финансовых активов в своих руках, в безусловной защите государством их интересов. Это позволит нивелировать негативные последствия в случае оттока иностранного капитала. Какие меры необходимо предпринять, чтобы повысить привлекательность российских активов в глазах национальных инвесторов?

Обратимся к примеру Ирана. В Иране основная фондовая биржа — Тегеранская фондовая биржа (TSE). Тегеранская фондовая биржа входит в мировой топ-20 по капитализации ($1,2 трлн). До известных

геополитических событий Московская биржа имела капитализацию $1,4 трлн, что сопоставимо с перечисленными биржами. На начало 2023 года Мосбиржа оценивалась в $0,5 трлн. В Тегеране размещено около 700 компаний, в Москве — около 200. Тем не менее Московская биржа кратно больше по показателю ликвидности до февраля 2022 года: среднедневной объем торгов составлял $54,5 млрд (4,2 трлн рублей), тогда как на Тегеранской фондовой бирже — $600 млн (25,4 трлн риалов). С 1989 года на Тегеранской фондовой бирже появилось более 300 эмитентов и около 20 ETF. В стране с населением чуть больше 80 млн человек порядка 50 млн граждан Ирана имеют брокерские счета. Инвесторам интересен индекс иранского рынка — TEDPIX (TEhran Price IndeX), который увеличился с 2012 года более чем в 20 раз на август 2020 года, на начало 2023 года — в 15 раз. В 2020 году фондовая биржа Тегерана стала самой быстроразвивающейся в мире. В Иране популяризировали фондовый рынок и мотивировали граждан инвестировать в него, раздавая «акции справедливости» — акции госкомпаний, которыми владеют малообеспеченные граждане. В 2006 году около 4,6 млн человек получили акции на сумму $500 каждый. Так, за первые 50 лет на фондовом рынке торговали 10 млн человек. А за период с 2018 года по настоящее время — более 11 млн людей занимаются инвестициями. Индекс TEDPIX, определяемый в риалах, в сумме с 2010 по 2014 год вырос в четыре раза. Снятие запрета на торговлю акциями справедливости в апреле 2020 года привело к росту объемов ежедневных торгов со 100 млн до 400 млн долларов. На 2022 год, по данным МВФ и Тегеранской биржи, рынок стоит около 85 % ВВП, тогда как исторически капитализация рынка не превышала 25 % от ВВП.

Один из возможных вариантов перенять положительный опыт Ирана — создать инвестиционные счета для каждого новорожденного россиянина. При этом финансироваться они должны прежде всего за счет дополнительных нефтегазовых доходов, аккумулируемых в настоящее время в Фонде национального благосостояния. ИИС должны ежегодно пополняться вплоть до достижения ребенком 18 лет, после чего средства станут его собственностью и он будет самостоятельно решать, как их использовать: на образование или на приобретение жилья.

Рассмотрим иную меру, направленную на сокращение доли нерезидентов в российском долге. В марте 2022 года нерезидентам разрешили выйти из облигаций федерального займа — до 1 апреля. По данным ЦБ, доля нерезидентов в ОФЗ — 19 % на 1 февраля. Это почти 3 трлн рублей.

Потенциал национального капитала достаточен, чтобы скомпенсировать отток иностранного капитала из ОФЗ, поскольку объем депозитов физических лиц составлял 34 трлн рублей на 1 февраля. Также объем оттока средств из России снизится за счет сокращения перемещения купонных выплат за границу.

В марте 2022 года Президент России Владимир Путин внес изменения в Бюджетный кодекс (БК) РФ для повышения устойчивости страны в условиях санкций. Принят законопроект, который позволяет размещать средства Фонда национального благосостояния (ФНБ) в государственных ценных бумагах и направлять на покупку акций российских эмитентов. Их приобретение будет доступно вплоть до превышения установленного для ликвидных активов ФНБ порога в 7%. По словам авторов законопроекта, покупка Минфином на вторичном рынке акций российских эмитентов по текущим заниженным ценам рассматривается в качестве долгосрочного перспективного вложения средств ФНБ. Данная операция также позволит стабилизировать ситуацию на российском фондовом рынке. В 2022 году на покупку ценных бумаг российских эмитентов Минфин направил около 1 трлн рублей. Потенциально стоит рассмотреть создание национального инвестиционного фонда, который будет инвестировать в российские компании с высоким потенциалом роста и развития.

Масштабирование программ государственной поддержки среди местного бизнеса, микро-, малых и средних предприятий обеспечит им более легкий доступ к финансированию через первичное размещение. Важным аспектом является устранение барьеров и упрощение процесса регистрации новых компаний на фондовой бирже. Стоит обратить внимание на расширение сети инвестиционных компаний и фондовых брокеров по всей стране для развития и поддержки инвестиционной культуры и популяризации инвестиционных возможностей. Развитие экономического образования и повышение финансовой грамотности населения также поддержат рост количества потенциальных инвесторов на фондовом рынке. Эффект низкой базы, дивидендная политика фундаментально недооцененных национальных компаний — также те преимущества российского рынка, которые позволят привлекать национальный капитал, особенно в условиях отсутствия альтернатив для инвестиций через иностранных брокеров.

Подводя итог проведенному исследованию опыта Ирана и потенциального сотрудничества стран в рамках инвестиций и фондовых рынков,

следует отметить, что российский рынок многое перенял, основываясь на иранском опыте: переориентация на другие регионы в связи с осложнением отношений с Западом, параллельный импорт, фокус на импортозамещение во всех сферах, начиная с ИТ, заканчивая системой передачи финансовых сообщений, что будет способствовать стабилизации и развитию фондовой биржи, за которой стоит реальный бизнес эмитентов. Тем не менее у российского фондового рынка должен быть свой собственный путь развития с учетом существующих реалий. Фондовая биржа Ирана в первую очередь служит защитой от инфляции в условиях отсутствия альтернатив для инвестиций не только на зарубежных биржах, но и на внутреннем рынке в связи с слаборазвитым долговым рынком. Это не способствует ни укреплению бизнеса, ни росту количества первичных размещений национальных эмитентов на Тегеранской фондовой бирже. Нет основы для экономического роста. Рост российского фондового рынка должен базироваться на повышении рублевой привлекательности национальных активов за счет стабильно крепкого курса рубля. Необходим развитый долговой рынок, в том числе облигационный, что позволит поддерживать малый и средний бизнес — потенциальных и действующих эмитентов на фондовой бирже. Иначе на фондовом рынке будут торговаться акции исключительно небольшого числа крупных эмитентов. В условиях слаборазвитого рынка капиталов у малого и среднего бизнеса не будет возможности для развития, соответственно не будет происходить первичного размещения акций данных эмитентов, что приведет к «стагнации» фондового рынка. Долговой рынок выступает базой для развития долевого. На данном этапе уже можно наблюдать положительную динамику в данном направлении: число частных инвесторов на Московской бирже превысило отметку в 25 млн, при этом объем вложений частных инвесторов на рынке акций в апреле составил 38,4 млрд рублей, а на рынке облигаций — 62,7 млрд рублей. В апреле рынок облигаций на Мосбирже показал лучшую динамику среди всех остальных — объем торгов корпоративными, региональными и государственными бумагами увеличился в 3,3 раза год к году и составил 1,4 трлн руб. против 429,8 млрд руб. в апреле 2022 года. По словам представителей ВТБ, «Тинькофф инвестиций», «Финама», розничные инвесторы стали активно интересоваться облигациями в 2023 году. Индекс корпоративных бондов RUCBITR вырос на 2 %, а его доходность достигла 9,55 % против 9,14 % в январе. Индекс госбумаг RGBITR за то же время вырос на 1,63 %, доходность составила 9,42 %.

Таким образом, в основе развития фондового рынка России лежит вера российских инвесторов. Необходимо привлекать долгосрочный национальный капитал, не зависящий от санкционной политики зарубежных стран. Что особенно важно, именно сильный долговой, облигационный, рынок выступит фундаментом для роста и развития долевого — рынка акций национальных эмитентов на Московской бирже.

Список литературы

1. Вестник Банка России № 10 (2406), 22 февраля 2023. Центральный банк Российской Федерации, 2023 [Электронный ресурс]. URL: Вестник Банка России № 10 (2406) от 22.02.2023 (cbr.ru) (дата обращения: 02.06.2023).
2. Доклад о денежно-кредитной политике, 2020–2023 гг. Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: Доклад о денежно-кредитной политике | Банк России (cbr.ru) (дата обращения: 01.06.2023).
3. Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 16 декабря 2022 года. Центральный банк Российской Федерации, 2022 [Электронный ресурс]. URL: Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров Банка России 16 декабря 2022 года | Банк России (cbr.ru) (дата обращения: 26.05.2023).
4. Объявление санкций и российский фондовый рынок: событийный анализ // Деньги и кредит. — 2020. — №1, т. 79. — С. 74–92.
5. Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы, ориентиры развития // Вопросы экономики. — 2021. — №11. — С. 5–32.
6. Россия и Иран строят новый SWIFT // Эксперт. — № 6. — 2023. — С. 42–43.
7. Чем нам важен Иран // Эксперт. — 2022. — №48. — С. 11.
8. Библиотека Инвестора: За счет чего живет экономика Ирана? Ольга Гогаладзе, 2022 [Электронный ресурс]. URL: Библиотека инвестора (profinansy.net) (дата обращения: 20.05.2023).
9. Вопросы экономики: Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы, ориентиры развития. А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин, М.И. Черно-

ва. 2021 [Электронный ресурс]. URL: https://eivis.ru/search/simple/doc?pager.offset=42&id=71309667&hl=фондовый+рынок (дата обращения: 19.05.2023).

10. Все кругом сравнивают Россию с Ираном. Чему нам стоит поучиться у персидской экономики. — Финам. — 2022 [Электронный ресурс]. URL: Все кругом сравнивают Россию с Ираном. Чему нам стоит поучиться у персидской экономики — Финам на vc.ru (дата обращения: 27.05.2023).
11. Иранский сценарий. Фондовый рынок в условиях санкций. Кауфман Сергей, аналитик ФГ «Финам», 2022 [Электронный ресурс]. URL: https://www.finam.ru/publications/item/fondovyiy-rynok-v-usloviyax-sankciiy-iranskiiy-scenariiy-20220519–173829/?news_to_finamb=prediction&utm_source=rss&utm_medium=prediction&news_to_finamb=prediction&utm_source=rss&utm_medium=prediction (дата обращения: 26.05.2023).
12. Итоги 2021 года и инвестиционные идеи на 2022, 2021 [Электронный ресурс]. URL: https://www.aton.ru/ideas/itogi_2021_goda_i_investitsionnye_idei_na_2022/ (дата обращения: 22.05.2023).
13. Итоги года на российском фондовом рынке — время потерь и новых возможностей, 2022 [Электронный ресурс]. URL: https://www.finam.ru/publications/item/itogi-goda-na-rossiiyskom-fondovom-rynke-vremya-poter-i-novyx-vozmozhnosteiy-20201230–203132/?news_to_finamb=new_compaigns&utm_source=rss&utm_medium=new_compaigns&news_to_finamb=new_compaigns&utm_source=rss&utm_medium=new_compaigns (дата обращения: 26.05.2023).
14. Как устроен иранский фондовый рынок, 2022 [Электронный ресурс]. URL: Фондовый рынок Ирана в 2022: как устроен, чем торгует, индексы иранской биржи, стоит ли инвестировать в компании рынка (tinkoff.ru) (дата обращения: 28.05.2023).
15. Опыт Ирана. Валюта и фондовый рынок под санкциями, 2022 [Электронный ресурс]. URL: https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/opyt-irana-valiuta-i-fondovyi-rynok-pod-sanktsiiami (дата обращения: 27.05.2023).
16. Ренкинг РБК 100: как изменились фондовый рынок и экономика России. — РБК. — 2022. — №11–12 [Электронный ресурс]. URL: https://eivis.ru/search/simple/doc?pager.offset=23&id=81431331&hl=фондовый+рынок (дата обращения: 25.05.2023).

17. Торги под санкциями: чем иранский фондовый рынок интересен для России, 2022 [Электронный ресурс]. URL: Торги под санкциями: чем иранский фондовый рынок интересен для России | Forbes.ru (дата обращения: 01.06.2023).
18. Этот рынок полностью замкнут на себе: Мосбиржа сообщила об обмене опытом с Ираном, 2022 [Электронный ресурс]. URL: «Этот рынок полностью замкнут на себе»: Мосбиржа сообщила об обмене опытом с Ираном | Forbes.ru (дата обращения: 28.05.2023).

СОВРЕМЕННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ БАНКА РОССИИ В УСЛОВИЯХ БЕСПРЕЦЕДЕНТНЫХ САНКЦИЙ

Бондаренко Ирина Андреевна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, кафедра финансов и ВКО, кандидат экономических наук, профессор

Щербакова Анна Владимировна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, факультет международных финансов

Беспрецедентное санкционное давление на Россию, осуществляемое странами Запада в настоящее время, одной из своих целей поставило разрушение банковской системы, блокирование работы Банка России и системы коммерческих банков. Опыта работы в подобных условиях нет ни у одной страны мира, принимая во внимание масштаб нашей экономики, ее экспортную ориентированность на страны Запада. Банку России приходится взвешивать каждый свой шаг, принимая те или иные регуляторные решения.

Ключевые слова: валютная переоценка, временные меры поддержки кредитных организаций, право на нераскрытие чувствительной к санкционному риску информации, реструктурирование банковских кредитов.

CURRENT INSTRUMENTS OF BANK OF RUSSIA UNDER THE PRESSURE OF UNPRECEDENTED SANCTIONS

Irina A. BONDARENKO
Anna V. SHCHERBAKOVA
Russian Foreign Trade Academy

The unprecedented sanctions on Russia currently being imposed by Western countries have as one of their objectives the destruction of the banking system, blocking the work of Bank of Russia and the system of commercial banks. There is no other country in the world that has experience of working under such conditions, taking into account the scale of our economy and its export orientation towards Western countries. Bank of Russia has to weigh every step it takes in making certain regulatory decisions.

Key words: currency revaluation, temporary support measures for credit institutions, right of non-disclosure of the information sensitive to sanctions risk, bank loan restructuring.

В условиях санкционных ограничений Банк России играет ключевую роль в стабилизации банковской системы и обеспечении ее надежности. Он выполняет функции главного регулятора и контролера банковского сектора, осуществляя мониторинг финансового рынка, принимая меры по обеспечению финансовой стабильности [3] и защите прав кредиторов и вкладчиков [1].

В последнее время банковский сектор и весь финансовый рынок подвергся существенным изменениям, связанным с геополитическими факторами, такими как санкционное давление Евросоюза и США после начала специальной военной операции России по денацификации и демилитаризации Украины.

Одной из основных задач Банка России в период санкций является укрепление банковской системы и ее защита от негативных воздействий внешних факторов. Для этого регулятор в последние месяцы осуществлял политику, направленную на снижение рисков, вызванных санкциями, которые угрожали финансовой стабильности банковского

сектора. В этой связи Банк России предпринимал меры для поддержки финансовых институтов, обеспечения стабильности проведения платежей, обеспечения необходимой ликвидности, предотвращения паники среди кредиторов и вкладчиков, предотвращения ажиотажных продаж российских активов и сокращения других рисков, ставящих под угрозу финансовую стабильность экономики России [5].

Стоит отметить, что принятые меры способствовали стабилизации ситуации на финансовых рынках. Для большей наглядности обратимся к анализу статистических данных по банковскому сектору.

Банковский сектор сохранял устойчивость благодаря достаточному запасу капитала. Хотя во втором квартале 2022 года банки понесли значительные убытки в связи с реализацией валютного, процентного рисков и формированием резервов на будущие потери по кредитам, уже в третьем квартале они снова начали получать прибыль на фоне снижения волатильности и восстановления процентной маржи. И если по итогам первых десяти месяцев 2022 года банковский сектор испытал убытки на сумму 0,4 трлн руб., то уже в декабре банки смогли заработать прибыль (342 млрд руб.), что в конечном итоге повлияло на итоговый результат, таким образом, за 2022 год банки заработали 203 млрд руб. [4]. Конечно, это примерно в 12 раз, или почти на 92 %, меньше, чем годом ранее, когда банки заработали рекордные 2,4 трлн рублей [9] (и является худшим годовым результатом с 2015 года [2]). Однако при этом стоит отметить, что в декабре 2022-го совокупная прибыль сектора составила 342 млрд руб. (рис. 1), что примерно в полтора раза больше, чем в тот же период годом ранее. В основном это было связано с валютной переоценкой на фоне ослабления рубля. И в том числе причиной такого результата стало постепенное восстановление основных доходов благодаря снижению ставок и увеличению объема бизнеса во втором полугодии.

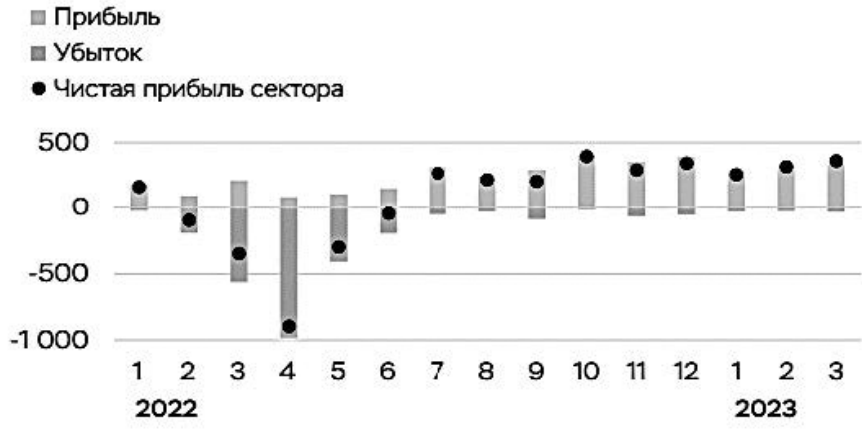

Рис. 1. Динамика ежемесячной чистой прибыли, млрд руб.

Источник: Данные Банка России. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43685/razv_bs_22_12.pdf

Но, несмотря на снижение волатильности и восстановление процентной маржи во втором полугодии, не все банки смогли полностью компенсировать убытки, понесенные в начале года, и некоторые из них все-таки завершили 2022 год со значительными убытками [4]. Операции с валютой и драгметаллами были одним из основных отрицательных факторов, влияющих на результативность банковского сектора. По результатам 2022 года убыток по валютным операциям составил 408 млрд рублей. Однако главный вклад в уменьшение прибыли сектора был внесен ростом резервов по кредитным портфелям. За год банки добавили резервов практически на 2 трлн рублей, в то время как только во втором квартале было дополнено почти 1 трлн рублей (это соответствует уровню, достигнутому за весь период пандемии COVID-19 в 2020 году) [2].

Но все же, по данным отчета Банка России, на конец года количество прибыльных банков превысило 270, что составляет 77 % от активов сектора (рис. 2) [4].

Рис. 2. Количество и доля прибыльных и убыточных банков

Источник: Данные Банка России. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43685/razv_bs_22_12.pdf

Интересным фактом является то, что ранее одной из основных тенденций было значительное сокращение количества кредитных организаций. Так, например, если взять статистику за последние 10–11 лет, то их количество сократилось более чем наполовину [10]. Однако в течение 2022 года только 9 банков покинули российский рынок (рис. 3), причем Банк России лишь дважды отозвал банковскую лицензию, остальные 7 банков покинули рынок по собственной воле, при этом 6 из них были ликвидированы в рамках процесса присоединения к другим кредитным организациям [6].

Важно отметить, что в последнее время Банк России редко упоминает причину «существенного снижения капитала» или «нарушение норматива достаточности капитала Н1 до уровня ниже 2 %» в своих пресс-релизах. В 2022 году эта проблема не была упомянута вовсе. В 2022 году из причин можно выделить [6]:

- нарушение требований законодательства в области ПОД/ФТ;
- проведение сомнительных операций, связанных с обслуживанием теневого игорного бизнеса и нелегальных участников финансового рынка.

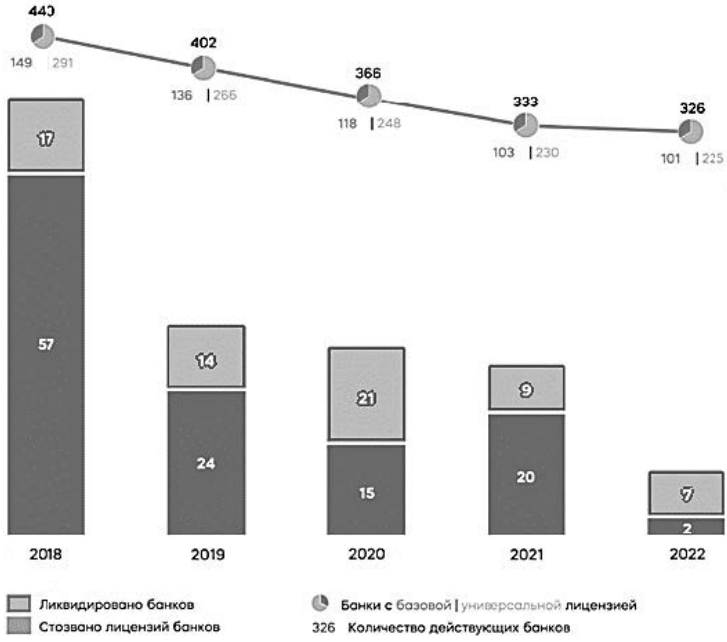

Рис. 3. Численность действующих и ликвидированных российских банков

Источник: Данные финансового портала Банки.ру. URL: https://www.banki.ru/news/research/?id=10979431»

Что касается достаточности совокупного капитала в 2022 году, то хотя рост регулятивного капитала значительно отставал от роста кредитного портфеля (корпоративного и ипотеки), Н1.0 даже увеличился за 11 месяцев 2022 года на 0,5 п.п. И причиной тому меры поддержки, в том числе бессрочные. Так, роспуск накопленного макропруденциального буфера позволил банкам высвободить около 0,9 трлн руб. капитала (0,9 п.п. в терминах Базельских стандартов) [4].

В 2022 году Банк России предоставил широкий набор временных мер поддержки кредитным организациям, чтобы помочь им пережить период высокой волатильности на финансовых рынках. Меры включают в себя возможность фиксации валютного курса и стоимости активов для расчета нормативов, а также адаптации к долгосрочным структур-

ным изменениям. Некоторые КО воспользовались послаблениями в разной степени, однако большинство из них смогут справиться с отменой послаблений с умеренным воздействием на капитал (учитывая ранее сформированный запас).

Опыт пандемии показал, что важным фактором является своевременная отмена регуляторных послаблений. Поэтому начиная с 2023 года Банк России планирует поэтапно отменять часть регуляторных послаблений.

Меры, которые были предприняты Банком России и которые не будут продлены после 2022 года и будут постепенно отменяться в 2023 году:

- Не будет возможности фиксировать валютные курсы, стоимость ценных бумаг и имущества для пруденциального регулирования и бухгалтерского учета соответственно. Это связано с постепенной стабилизацией финансового рынка и введением ряда новых мер поддержки, включая поэтапное формирование резервов по заблокированным активам и временное снижение требований по надбавкам к нормативам достаточности капитала [11].
- Не будет послаблений по несоблюдению лимитов открытых валютных позиций для снижения рисков и стимулирования снижения доли «токсичных» валют в балансах кредитных организаций.
- Не будет возможности применять пониженный риск-вес для нормативов концентрации по корпоративным заемщикам, если банк значительно увеличил объем кредитных требований (на сумму более 10 млрд руб.). Однако банки, выполнившие это условие и воспользовавшиеся льготой в 2022 году, могут применять льготный риск-вес по соответствующим заемщикам до 31.05.2025 [8].
- Не будет возможности применять пониженный риск-вес для нормативов достаточности капитала и концентрации по оборотным кредитам системообразующих организаций, выданных после 31.12.2022. Однако льготные риск-веса планируется применять для приоритетных проектов, направленных на обеспечение технологического суверенитета и структурной адаптации экономики, таксономию которых разрабатывает Правительство Российской Федерации.
- Не будет возможности устанавливать предельную ставку по рублевым субординированным инструментам 15 %, либо увеличен-

ного на 5 п.п. значения ключевой ставки. Это связано со снижением ставок.

- Во время классификации на 01.01.2023, кредитные организации и небанковские кредитные организации не подвергались ухудшению классификационной группы в соответствии с их экономическим положением. Начиная с 01.04.2023 классификационная группа будет определяться Банком России в соответствии с обычной процедурой.

Также планируется часть мер продлить либо модифицировать формат:

- Сформировать полный объем резервов на возможные потери по ссудам, прочим активам и условным обязательствам кредитного характера, возникшим до 18.02.2022 в соответствии с нормативными актами в разные сроки: до 30.06.2023 для юридических лиц, до 31.12.2023 для физических лиц и субъектов МСП и до 30.06.2023 для юридических лиц-нерезидентов (для банков, находящихся под блокирующими санкциями недружественных стран).
- Дать возможность банкам-кредиторам (на ПВР) принимать решение о непризнании дефолта заемщика в отдельных случаях, произошедших после 18.02.2022, до 30.06.2023 [8].
- Не применять меры за использование «старой» отчетности в отношении юридических лиц-эмитентов (включая банки-эмитенты) до 30.06.2023.
- Не применять меры за нарушение нормативов концентрации на НКЦ и НРД до 30.06.2023.
- Введение обязательного раскрытия финансовой отчетности в ограниченном формате с 1 января 2023 года вместо запрета ее раскрытия.
- Право на нераскрытие чувствительной к санкционному риску информации до 1 июля 2023 года.
- Послабление нормативов ликвидности системно значимых кредитных организаций (расширенный перечень ситуаций, при которых значение НКЛ ниже 100 % не рассматривается в качестве нарушения, а также неприменение мер за несоблюдение НЧСФ) до 31 декабря 2023 года.

- Увеличение возможности включения ссуд МСП до 50 млн рублей (ранее — до 10 млн рублей) в портфель однородных ссуд при оценке финансового положения заемщика как среднего до 31 декабря 2023 года.
- Возможность для банка при выкупе собственных еврооблигаций с дисконтом (при невозможности провести их аннуляцию) учитывать доход от переоценки обязательств при расчете собственных средств банка — по 31.12.2023.
- Неприменение вычета из капитала, повышенных коэффициентов риска и резервов для сделок по выкупу акций (долей) у нерезидентов — по 31.12.2023.
- Отмена использования при расчете нормативов страновых оценок Российской Федерации (в том числе в рамках расчета рыночного риска) и Республики Беларусь — по 31.12.2023.
- Кредиторам рекомендуется до 31 декабря 2023 года реструктурировать кредиты и займы согласно установленным программам, не начислять неустойки, приостановить процедуры выселения должников из жилых помещений, на которые было обращено взыскание. Реструктурирование кредитов не будет учитываться в качестве отрицательного фактора для кредитной истории заемщика [8].
- Также в 2023 году не будут применяться меры за непредоставление информации об организации ВПОДК за 2022 год на индивидуальной и консолидированной основе.
- Временно остается возможность использовать для целей нормативных актов Банка России рейтинги кредитоспособности международных рейтинговых агентств, зафиксированные на 1 февраля 2022 года, до их замещения кредитными рейтингами, присвоенными национальными рейтинговыми агентствами, где это необходимо [8].

Исходя из приведенных выше фактов, можно сделать вывод, что Банк России играет важную роль в условиях санкций, принимая меры для стабилизации экономики и обеспечения финансовой устойчивости страны. Он регулярно предпринимает действия и послабления к регуляторной нагрузке, которые помогают смягчить финансовые последствия санкций и адаптироваться банкам к современным реалиям.

Однако, каким образом кредитные организации будут справляться с нагрузкой после отмены послаблений, вопрос остается открытым. Готов ли все-таки банковский сектор к такому ослаблению поддержки Банка России? Несмотря на оптимистичные прогнозы экспертов и Центрального Банка, риски все же остаются. По прогнозам Банка России, российская экономика достигнет низшей точки в первом полугодии 2023 года, но возможны и новые потрясения, учитывая жесткие антироссийские санкции и напряженную геополитическую обстановку. Это может оказать давление на бизнес российских кредитных организаций, и некоторым кредиторам может потребоваться дополнительная капитализация в размере до 0,7 трлн рублей [7] до конца следующего года в рамках стрессового сценария.

Список литературы

1. Конституция Российской Федерации (принята всенародным голосованием 12.12.1993 с изменениями, одобренными в ходе общероссийского голосования 01.07.2020). URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28399/ (дата обращения: 28.04.2023).
2. Обзор финансовой стабильности. Май 2022 г. // Банк России [офиц. сайт.]. URL: https://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/4q_2021–1q_2022/ (дата обращения: 28.04.2023).
3. О развитии банковского сектора Российской Федерации в декабре 2022. Январь 2023 г. //Банк России [офиц. сайт.]. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43685/razv_bs_22_12.pdf (дата обращения: 02.05.2023).
4. Перспективные направления развития банковского регулирования и надзора. Декабрь 2022 г. // Банк России [офиц. сайт.]. — URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/143838/dbra_20221227.pdf (дата обращения: 03.05.2023).
5. Результаты банковского сектора за 2022. Январь 2023 г. // Банк России [офиц. сайт.]. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43687/presentation_20230127.pdf (дата обращения: 30.04.2023).
6. Финансовая стабильность // Банк России [офиц. сайт.]. URL: https://www.cbr.ru/finstab/ (дата обращения: 29.04.2023).

7. Частичная отмена послаблений, новые меры поддержки банков и отдельные изменения в банковском регулировании в 2023 году. Ноябрь 2022 г. // Банк России [офиц. сайт.]. URL: http://www.cbr.ru/press/PR/?file=63805425606181690 3SUP_MEAS.htm (дата обращения: 02.05.2023).
8. Банковский сектор избежал убытка в кризисный год: что ему помогло. Январь 2023 г. [сайт.]. URL: https://www.forbes.ru/finansy/484273-bankovskij-sektor-izbezal-ubytka-v-krizisnyj-god-cto-emu-pomoglo (дата обращения: 01.05.2023).
9. Дальше — сами. Как будут справляться банки после отмены послаблений ЦБ? Декабрь 2022 г. [сайт.]. URL: https://www.finam.ru/publications/item/dalshe---sami-kak-budut-spravlyatsya-banki-posle-otmeny-poslableniy-tsb-20221201–1805.
10. Исследование Банки.ру: сколько кредитных организаций покинет российский рынок в 2023 году. Февраль 2023 г. [сайт.]. URL: https://www.banki.ru/news/research/?id=10979431 (дата обращения: 01.05.2023).
11. Количество банков в России по годам. Февраль 2022 г. [сайт.]. URL: https://bankirsha.com/kolichestvo-bankov-v-rossii-na-2019-gody.html (дата обращения: 02.05.2023).

Список сокращений

ПОД/ФТ — противодействие легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма

ПВР — подход, основанный на использовании внутренних рейтингов

НКЦ — Национальный клиринговый центр

НРД — Национальный расчетный депозитарий

НЧСФ — норматив чистого стабильного фондирования

ВПОДК — внутренние процедуры оценки достаточности капитала

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

Васильков Роман Владимирович
Всероссийская академия внешней торговли,
аспирант 1-го курса кафедры финансов
Седова Надежда Васильевна
Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова,
доктор экономических наук, профессор

В статье проанализированы основные элементы эффективного управления стоимостью бизнеса, а также исследован процесс развития концепции стоимостного управления VBM (Value Based Management). В качестве основных факторов роста стоимости предлагается рассматривать рентабельность операционной деятельности, активное инвестирование и обеспечение долгосрочного роста доходов компаний. Использование концепции VBM позволяет компаниям привлекать капитал и обеспечивать экономический рост, а индикатором успеха становится рост уровня их капитализации.

Ключевые слова: стоимость компании, концепция стоимостного управления, инвесторы, капитализация компании, факторы роста стоимости, стратегическая карта.

MODERN TRENDS IN COMPANY VALUE MANAGEMENT

Roman V. VASILKOV
Russian Foreign Trade Academy
Nadezhda V. SEDOVA
Plekhanov Russian University of Economics

The article analyzes the main elements of effective business value management, and also explores the process of development of the concept of VBM (Value Based Management). As the main factors of value growth, it is proposed to consider the profitability of operating activities, active investment and ensuring long-term growth in company income. The use of the concept VBM allows companies to attract capital and ensure economic growth, and the growth of their capitalization becomes an indicator of success.

Key words: company value, value management concept, investors, company capitalization, value growth factors, strategy map.

Введение

Управление стоимостью компании является одним из ключевых аспектов успешного бизнеса и первостепенной задачей акционеров и менеджмента. Актуальность данной задачи обусловлена необходимостью привлечения инвесторов и повышением конкурентоспособности бизнеса. Сегодня в условиях беспрецедентного санкционного давления на российский бизнес (закрытие премиальных рынков США и Европы, нарушение цепочек поставок, сложности в проведении взаиморасчетов и т. д.) капитализация и инвестиционная привлекательность отечественных компаний существенно снизились. Помимо снижения доходности для акционеров это влечет за собой остановку роста компаний из-за отсутствия инвестиций и заморозки уже реализуемых проектов. Чтобы не проиграть конкуренцию на рынке доступного финансирования и обеспечить дальнейший рост компании, менеджменту крайне важно сохранить контроль над стоимостью компании. Для этого необходимо четко понимать влияющие на нее факторы и осознанно управлять ими. Уровень знаний об оценке стоимости компании, а главное — ее объек-

тивность и понимание влияющих на нее факторов дают возможность прогнозировать перспективы развития компании, масштабировать ее коммерческую деятельность, повышать эффективность использования материальных и финансовых ресурсов. Оценка бизнеса должна производиться не только в момент его продажи или передачи другому владельцу, но и периодически внутри самой компании, чтобы отслеживать тенденции отрицательного или положительного характера. Это позволяет в случае снижения стоимости компании своевременно выявлять причины и принимать соответствующие управленческие решения. Также следует отметить, что в текущих условиях, когда многие западные конкуренты покидают российский рынок и распродают активы, российские игроки получают отличные M&A возможности при условии их грамотного использования и корректной оценки стоимости и перспектив приобретаемых активов.

1. Основные элементы системы управления стоимостью компании

Выделяют пять основных компонентов процесса управления стоимостью компании:

1) стратегическое планирование инвестиционной стоимости;
2) оперативное планирование создания стоимости;
3) мониторинг и управление ведущими факторами стоимости;
4) система мотивации и вознаграждения, увязанная со стоимостью компании;
5) система коммуникаций с инвесторами.

1.1. Стратегическое планирование инвестиционной стоимости

Данный элемент управления стоимостью компании является одним из самых важных, поскольку очевидно, что управление бизнесом невозможно без наличия стратегических целей, привязанных к эффективности приращения стоимости для акционеров. Основным инструментом управления в данном случае выступает *стратегическая карта*, как основной элемент системы сбалансированных показателей компании (BSC). В основе концепции BSC лежит не просто установка стратегических целей компании, но и определение способов их достижения. Создание стратегической карты на основе метода BSC позволяет детально рассмотреть подсистемы, с помощью которых можно управлять дости-

жением стратегических целей компании, в т. ч. за счет создания новых возможностей и поступательной проработки всех критических условий достижения данных целей. Если у компании отсутствует четко сформулированная стратегия, то данная карта не может быть построена, и наоборот, если стратегическая карта составлена правильно, то с ее помощью легко определить стратегические инициативы, важные вопросы и основные ключевые показатели эффективности (КПЭ) компании. Основной ошибкой при создании стратегических карт является формальное отношение менеджмента к миссии, ценностям и целям компании, отсутствие их осмысленного видения.

1.2. Оперативное планирование создания стоимости

Вторым слагаемым управления стоимостью компании является создание системы показателей оценки оперативной деятельности внутренних подразделений компании. Данная система уникальна для каждой отрасли и компании, она должна учитывать уровень полномочий отдельных менеджеров-руководителей подразделений и быть увязана с общими стратегическими целями компании. Кроме этого, она должна позволять менеджменту оценивать степень влияния тех или иных управленческих решений на стоимость компании, что позволяет делать правильный выбор из имеющихся альтернатив и грамотно распределять имеющиеся ресурсы.

1.3. Мониторинг и управление ведущими факторами стоимости

Третьим компонентом системы управления стоимостью компании является постоянное наблюдение за различными факторами стоимости компании (выручка, EBITDA, чистый долг и т. д.). В случае фиксации негативных трендов необходимо принятие срочных мер для выявления на ранней стадии факторов разрушения стоимости и их устранения.

1.4. Система мотивации и вознаграждения, увязанная со стоимостью компании

Четвертым и наиболее критическим элементом системы управления стоимостью является организация правильной системы мотивации менеджмента и линейного персонала, подкрепляющей достижение стратегических целей компании и рост ее стоимости. Для этого вводятся специальные программы долгосрочной мотивации менеджмента LTIP (Long Term Incentive Program), в основе которых лежит мотивация на прирост стоимости компании в краткосрочной и среднесрочной пер-

спективе. Необходима увязка системы мотивации каждого сотрудника и подразделения с достижением общих целей компании и оценка их вклада в копилку стоимости предприятия. Чем выше уровень сотрудника и степень его влияния на результаты компании, тем в большей степени его бонус должен зависеть от показателей, влияющих на стоимость компании. Например, для уровня топ-менеджмента вес показателя должен составлять не менее 80 % (остальные 20 % бонуса за выполнение индивидуальных целей). И наоборот, вознаграждение линейных сотрудников должно в меньшей степени зависеть от общих показателей компании (не более 20 % бонуса) и большей степени от результатов их подразделения. Дополнительным инструментом мотивации менеджмента, ведущим к росту стоимости компании, является возможность стать акционером компании.

1.5. Система коммуникаций с инвесторами

Пятым слагаемым управления стоимостью компании является коммуникация с третьими сторонами, и в особенности с инвесторами. Данное направление требует достаточного внимания, вплоть до создания специальных IR (Investment Relations) подразделений в компании. Все заинтересованные стороны, особенно инвесторы, должны обладать всей полнотой информации о показателях, формирующих стоимость компании, о рисках, влияющих на эту стоимость, а также о мерах, предпринимаемых менеджментом для их нивелирования.

2. Основные этапы развития концепции Value Based Management (VBM)

В настоящее время стоимостное управление (VBM) занимает центральное место в практике компаний, предлагая концептуальную основу для разработки методологически обоснованных, ориентированных на широкое практическое применение подходов по максимизации стоимости бизнеса. Помимо самого ключевого показателя, отражающего эффективность приращения стоимости бизнеса, концепция VBM предлагает систему инструментов принятия решений, мониторинга и мотивационных схем менеджмента на базе алгоритмов выявления, оценки и учета различных драйверов стоимости.

Выделяют следующие четыре этапа развития концепции управления стоимостью компании:

I этап

1986 год — *создание «Теории управления организацией на основе стоимости»* (Value Based Management) как самостоятельной области экономических знаний. VBM — подход к управлению, который ставит создание акционерной стоимости в центр философии компании. Максимизация акционерной стоимости определяет стратегию, структуру и процессы компании, регулирует вознаграждение руководителей и определяет, какие меры используются для контроля эффективности.

II этап

Создание методологической основы для обеспечения стоимостного управления компаниями: модели измерения стоимости компаний, выделение факторов формирования стоимости, моделирование процессов роста стоимости на основе финансовых результатов компании и котировок акций и т. д. Практическое использование положений концепции VBM стало чрезвычайно популярным для оценки стоимости компаний и привлечения капитала с фондового рынка.

В качестве примера можно рассмотреть модель оценки уровня стоимости компании, основанную на доходном методе (DCF) как основном методе, применяемом в рамках VBM:

$$V = \frac{EBIT(1-T)(1-b)(1+g)}{WACC - g}$$

T — ставка налога на прибыль;

b — норма накопления чистой операционной прибыли (доля, направленная на инвестиции);

g — прогнозируемый ежегодный темп роста доходов;

$WACC$ — цена инвестиционного капитала (требуемая вкладчиками в компанию доходность).

Модель оценки стоимости позволяет рассчитывать справедливую стоимость акций компаний.

Вместе с моделями определения уровня стоимости в теории стоимостного управления нашел применение показатель *экономической добавленной стоимости* (Economic Value Added, EVA), отражающий временную динамику стоимости:

$$EVA = IC_0 * (ROIC - WACC),$$

где ICo — начальная сумма инвестиционного капитала.

Показатель EVA позволяет оценивать величину наращивания стоимости за определенный период времени (при превышении рентабельности капитала над его ценой, когда EVA>0) или ее падение при обратном соотношении рентабельности и цены капитала.

Помимо этого, компании активно используют показатели: *рыночной добавленной стоимости* (Market Value Added, MVA), *добавленной стоимости в денежном выражении* (Cash Value Added, CVA), *доходности инвестиций на основе потока денежных средств* (Cash Flow Return On Investment, HOLT CFROI), *добавленной стоимости с учетом ожиданий* (Expectation Based Management Measure, EBMM).

III этап

Создание теории заинтересованных сторон (Stakeholder Theory). Теория заинтересованных сторон рассматривает любую организацию как сеть взаимосвязанных элементов, каждый из которых вносит вклад в результаты деятельности этой организации и ожидает для себя той или иной выгоды. Такую модель компании впервые сформулировал Р.Е. Фриман, утверждавший, что успешность организации определяется степенью удовлетворения интересов заинтересованных лиц (стейкхолдеров), к которым относят акционеров, менеджмент, сотрудников, клиентов, поставщиков, кредиторов, инвесторов, органы власти, а также социальные и общественные группы, так или иначе взаимодействующие с организацией.

IV этап

Учет ESG (Environment, Social, Governance) факторов при оценке стоимости компаний. Рост значимости социальных факторов и экологических последствий функционирования бизнеса за последнее десятилетие не мог не отразиться на изменении подходов к оценке стоимости компаний. В частности, учет интересов общества для инвесторов нашел отражение в формировании независимым европейским рейтинговым агентством «RAEX-Europe» рейтинга компаний ESG. Он рекомендован для социально сознательных инвесторов при выборе объектов потенциальных инвестиций. Многие паевые инвестиционные фонды, брокерские фирмы и консультанты теперь предлагают продукты, основанные

на критериях ESG. Это позволяет помочь инвесторам избежать компаний, которые могут представлять больший финансовый риск из-за своей экологической или иной социальной практики.

3. Основные выводы

1) Последние разработки в области управления стоимостью компании:
   a) предлагают не просто ряд аналитических финансовых показателей, а внедрение определенной культуры управления стоимостью бизнеса;
   b) опираются на оригинальную ключевую финансовую метрику, которая, в свою очередь, дает возможность сформировать многоуровневую систему взаимосвязанных показателей на различных уровнях управления бизнесом (декомпозиция KPI);
   c) предлагают широкий спектр инструментов управления стоимостью, основным из которых является система мотивации менеджмента, опирающаяся на ряд взаимоувязанных и значимо коррелирующих операционных и финансовых метрик;
   d) математически позволяют перейти от краткосрочного периода анализа к прогнозированию на долгосрочный период.
2) Концепция VBM связана с качественным улучшением оперативных и стратегических решений, принимаемых на каждом иерархическом уровне организации. Подход VBM закладывает в основу управления идею, что повышению стоимости будут способствовать получение большего дохода на инвестированный капитал, снижение уровня стоимости капитала, дополнительное инвестирование на фоне положительного спреда между ROIC и WACC.
3) Передовые корпорации, ориентированные на эффективное развитие путем совершенствования модели корпоративного управления в меняющемся мире, на практике устремлены на развитие сетевого взаимодействия и учет социальных интересов, что становится важным фактором наращивания стоимости и обеспечивает существенный рост привлекаемого капитала и возможностей развития.

Список литературы

1. *Титовская В.Б., Шумилина В.Е.* Эффективное управление стоимостью компании // Наука и мир. — 2022. — № 3. — С. 70–75.
2. *Патрушева Е.Г.* Формирование стоимости компаний на рынке капитала: мировые тенденции и отечественные реалии // Теоретическая экономика. — 2021. — № 6. — С. 60–67.
3. *Козлова Н.И.* Преимущества и ограничения передовых подходов к управлению стоимостью бизнеса // Теория и практика сервиса: экономика, социальная сфера, технологии. — 2022. — № 1. — С.18–23.
4. *Гузовский Я.Е.* Актуальность применения концепции управления стоимостью компаний (VBM) для российских компаний // Вестник ММА. — 2022. — № 2. — С.93–95.

МОБИЛИЗАЦИОННЫЕ МЕХАНИЗМЫ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ГЕРМАНИИ С РОССИЕЙ В ЭПОХУ ГЕОЭКОНОМИЧЕСКОГО ПРОТИВОСТОЯНИЯ

Досова Полина Юрьевна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, факультет международных финансов, студентка

Захаров Александр Николаевич

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, кафедра мировой и национальной экономики, доктор экономических наук, профессор

В статье рассмотрено развитие торгово-экономических отношений Германии и России в условиях внешнеэкономического давления и изменяющейся конъюнктуры мирового рынка. Взаимная торговля способствует поддержанию экономических и финансовых связей в период становления нового миропорядка.

Ключевые слова: торгово-экономические отношения, Германия, товарооборот, экспорт, импорт, санкции, геополитические факторы.

MOBILIZATION MECHANISMS OF INTERACTION BETWEEN GERMANY AND RUSSIA IN THE ERA OF GEO-ECONOMIC CONFRONTATION

Polina Yu. DOSOVA
Alexander N. ZAKHAROV

Russian Foreign Trade Academy Ministry of economic development of the Russia Federation

The article examines the development of trade and economic relations between Germany and Russia in the conditions of foreign economic pressure and changing global market conditions. Mutual trade contributes

to the maintenance of economic and financial ties during the formation of a new world order.

Key words: trade and economic relations, Germany, trade turnover, exports, imports, sanctions, geopolitical factors.

Торгово-экономические отношения между Германией и Россией имеют долгую историю. Обе страны до СВО были крупными экономическими партнерами. Германия являлась одним из крупнейших экспортеров товаров и услуг в Россию, а Россия — одним из крупнейших поставщиков энергоресурсов для Германии. Для развития сотрудничества были созданы по инициативе обеих сторон следующие институциональные формы сотрудничества: Российско-Германский экономический совет (в 2020 г.); Российско-Германская hабочая группа по стратегическому сотрудничеству в области экономики и финансов (в 2000 г.); Российско-Баварская hабочая группа по содействию экономическому сотрудничеству (в 2017 г.); сотрудничество по линии деловых кругов (в 2007 г.)

Отметим некоторые факторы, которые играли ведущую роль в торговых отношениях между Германией и Россией: энергетические ресурсы — Россия являлась крупнейшим поставщиком газа и нефти для Германии; инвестиции — многие немецкие компании инвестировали в Россию, что способствовало развитию торговых отношений, и ряд других факторов.

Рассматривая промежуток с 2008 по 2019 год, можно заметить, как изменялась динамика товарооборота России и Германии под влиянием внешних факторов. Так, после введения санкций в связи с конфликтом на Украине в 2014 году торговля между странами сократилась. Однако затем наблюдалось некоторое улучшение торговых отношений.

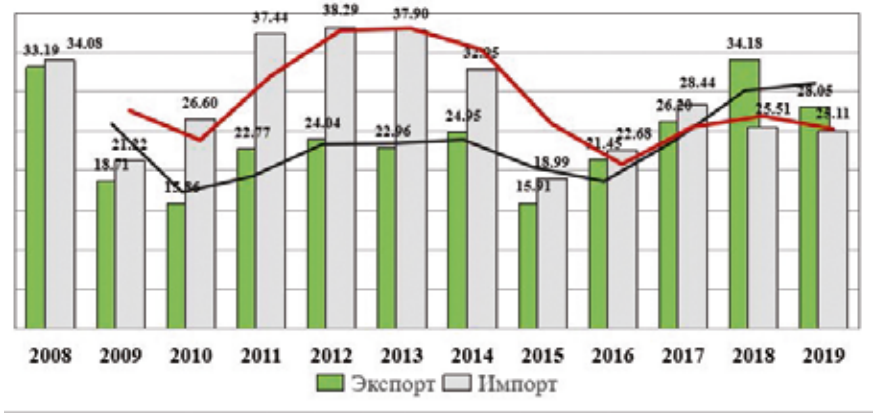

Рис. 1. Динамика товарооборота России и Германии в период 2008–2019 гг. в млрд. долл.

Источник: статистические данные ФТС РФ. URL: https://customs.gov.ru/statistic/ (дата обращения: 12.03.2023).

В 2020 году динамика российско-германского сотрудничества сместилась в сторону ухудшения. Внешнеторговый оборот между Россией и Германией сократился на 11,2 млрд долл., или 21 % в относительном выражении, и составил 42 млрд долл. Торговый баланс сместился в сторону российского импорта из Германии. Объемы российского экспорта за 2020 год снизились на 33,6 % и составили всего 18,6 млрд долл. против 28,1 млрд долл. в 2019 году. Импорт товаров из Германии в Россию сократился на 6,9 %, составив 23,4 млрд долл. по итогам 2020 года. Отрицательное сальдо Российской Федерации в торговле с ФРГ составило 4,8 млрд долл.

Такое сильное падение российского экспорта в Германию можно объяснить прежде всего неблагоприятной конъюнктурой спроса на энергоносители. Основными вызовами в то время стали пандемия COVID-19, общее торможение мирового экономического развития.

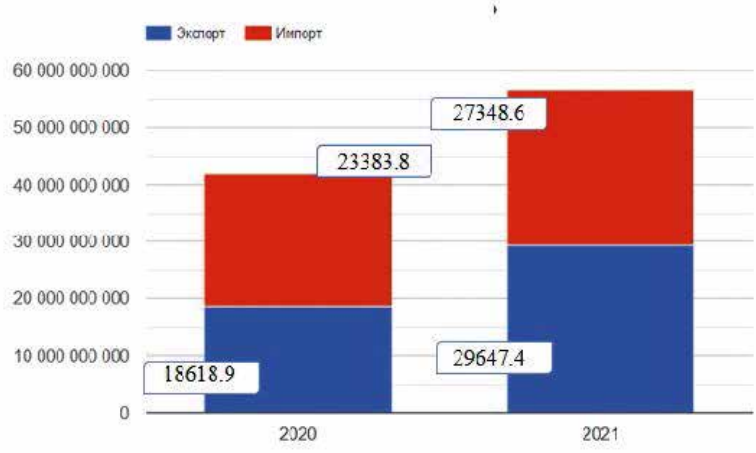

Рис. 2. Динамика товарооборота России и Германии в период 2020–2021 гг. в млрд. долл.

Источник: статистические данные РОССТАТ. URL: https://rustat.com/analytics/9241/ (дата обращения: 12.03.2023).

Рассмотрим более подробно товарооборот России с Германией за последние два года (2021 и 2022 года).

В 2021 году товарооборот России с Германией составил 56 млрд долл. США, увеличившись на 35,87 % (15 млрд долл. США) по сравнению с 2020 годом. *Экспорт России в Германию в 2021 году* составил 29 млрд долл. США, увеличившись на 59,98 % (11 млрд долл. США) по сравнению с 2020 годом. *Импорт России из Германии в 2021 году* составил 27 млрд долл. США, увеличившись на 16,79 % (3 млрд долл. США) по сравнению с 2020 годом. *Сальдо торгового баланса России с Германией в 2021 году* сложилось положительное в размере 2 млрд долл. США, в то время как по итогам 2020 года оно было отрицательным в размере 4 млрд долл. США. *Доля Германии во внешнеторговом обороте России в 2021 году* составила 7,2 % против 7,4 % в 2020 году. По доле в российском товарообороте в 2021 году Германия заняла 2-е место (в 2020 году — также 2-е место). *Доля Германии в экспорте России в 2021 году* составила 6,0 % против 5,5 % в 2020 году. По доле в российском экспорте в 2021 году Германия заняла 3-е место (в 2020 году — 4-е место). *Доля Германии в импорте*

России в 2021 году составила 9,3 % против 10,1 % в 2020 году. По доле в российском импорте в 2021 году Германия заняла 2-е место (в 2020 году — также 2-е место)[1].

Экспорт России в Германию. В структуре экспорта России в Германию в 2021 году (и в 2020 году) основная доля поставок пришлась на следующие виды товаров: минеральные продукты (коды ТН ВЭД 25–27); металлы и изделия из них (коды ТН ВЭД 72–83); драгоценные металлы и камни (код ТН ВЭД 71) и др. [2].

Рис. 3. Основные экспортируемые товары

Источник: статистические данные РОССТАТ. URL: https://ru-stat.com/analytics/9241/ (дата обращения: 12.03.2023).

[1] Источник: данные Внешняя Торговля России [офиц. сайт]. URL: https://russian-trade.com/reports-and-reviews/2022–02/torgovlya-mezhdu-rossiey-i-germaniey-v-2021-g/ (дата обращения: 12.03.2023).

[2] Источник: данные Внешняя Торговля России [офиц. сайт]. URL: https://russian-trade.com/reports-and-reviews/2022–02/torgovlya-mezhdu-rossiey-i-germaniey-v-2021-g/ (дата обращения: 12.03.2023).

Наибольший прирост экспорта России в Германию в 2021 году по сравнению с 2020 годом зафиксирован по следующим товарным группам: топливо минеральное, нефть и продукты их перегонки; битуминозные вещества; воски минеральные (код ТН ВЭД 27); жемчуг природный или культивированный, драгоценные или полудрагоценные камни, драгоценные металлы, металлы, плакированные драгоценными металлами (код ТН ВЭД 71), и др.[1].

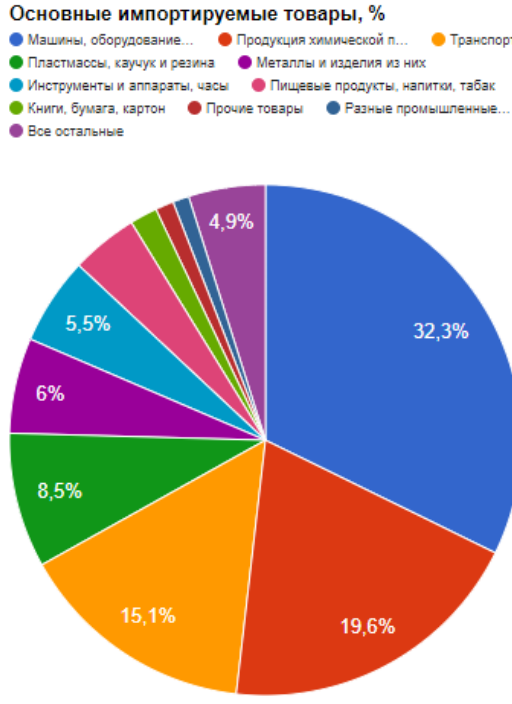

Рис. 4. Основные импортируемые товары

Источник: статистические данные РОССТАТ. URL: https://rustat.com/analytics/9241/ (дата обращения: 12.03.2023).

[1] Источник: данные Внешняя Торговля России [офиц. сайт]. URL: https://russian-trade.com/reports-and-reviews/2022–02/torgovlya-mezhdu-rossiey-i-germaniey-v-2021-g/ (дата обращения: 12.03.2023).

Импорт России из Германии. В структуре импорта России из Германии в 2021 году (и в 2020 году) основная доля поставок пришлась на следующие виды товаров: машины, оборудование и транспортные средства (коды ТН ВЭД 84–90); продукция химической промышленности (коды ТН ВЭД 28–40); металлы и изделия из них (коды ТН ВЭД 72–83) и др.[1].

Наибольший прирост импорта России из Германии в 2021 году по сравнению с 2020 годом зафиксирован по следующим товарным группам: средства наземного транспорта, кроме железнодорожного или трамвайного подвижного состава, и их части и принадлежности (код ТН ВЭД 87); реакторы ядерные, котлы, оборудование и механические устройства; их части (код ТН ВЭД 84); фармацевтическая продукция (код ТН ВЭД 30); пластмассы и изделия из них (код ТН ВЭД 39) и др. [2]

В 2022 году сильное негативное влияние антироссийские санкции оказали на взаимную торговлю России с Германией и другими европейскими странами. Отношения между Германией и Россией напряжены из-за политических и экономических разногласий, в том числе из-за санкций и экономических ограничений. Существенная часть товарооборота с Россией оказалась под различными запретами. Введенные ограничения в сфере страхования, проведения платежей и расчетов, транспорта и логистики, запреты на операции с российскими компаниями крайне осложнили взаимную торговлю. По итогам 10 месяцев 2022 года, по данным Евростата, экспорт России в Германию («зеркальный импорт» ЕС-27) все еще находился в плюсовой зоне за счет значительного увеличения цен на энергоносители на протяжении большей части рассматриваемого периода и составил 7,9 %. В абсолютных значениях экспорт РФ составил 25,3 млрд долл., в то время как за 10 месяцев 2021 года экспорт РФ в Германию составил 23,5 млрд долл[3].

В импорте России и Германии («зеркальный экспорт» ЕС-27) падение было глубоким — –49,1 %, но к концу 2022 г. замедлилось в связи

---

[1] Источник: данные Внешняя Торговля России [офиц. сайт]. URL: https://russian-trade.com/reports-and-reviews/2022–02/torgovlya-mezhdu-rossiey-i-germaniey-v-2021-g/ (дата обращения: 12.03.2023).

[2] Источник: данные Внешняя Торговля России [офиц. сайт]. URL: https://russian-trade.com/reports-and-reviews/2022–02/torgovlya-mezhdu-rossiey-i-germaniey-v-2021-g/ (дата обращения: 12.03.2023).

[3] *Спартак А.Н., Чеклина Т.Н.* Торгово-экономическое сотрудничество России со странами Европы до и после начала специальной военной операции // Российский внешнеэкономический вестник. — 2023. — №2. — С. 8–42.

с освоением механизмов и каналов продаж в изменившихся условиях[1]. По итогам 10 месяцев 2022 года импорт РФ составил 11,3 млрд долл., в то время как за 10 месяцев 2021 года импорт РФ в Германию составил 22,2 млрд долл., т. е. уменьшился почти в два раза.

Сравнивая платежный баланс стран, можно отметить, что за 2021 год он составил 2298,8 млрд долл., а за 2022 год — 24307,0 млрд долл. Несмотря на принятые Евросоюзом жесткие антироссийские санкции, торговля между двумя странами адаптировалась к новым условиям и показала положительную динамику как в абсолютных, так и в относительных значениях. Итак, в последнее два года наблюдалось улучшение отношений, хотя законодательные изменения и геополитические факторы влияют на развитие торгово-экономических отношений между Германией и Россией в будущем.

Несмотря на западные санкции, гражданское сообщество Германии регулярно в форме добровольных инициатив собирает и отправляет гуманитарную помощь (продовольствие, медицинское оборудование и другие необходимые принадлежности) для жителей ДНР, ЛНР, Запорожской и Херсонской областей[2].

Таким образом, торгово-экономические отношения Германии и России претерпевают не лучшие времена своего развития. Геополитическое влияние, принятие десятого пакета антироссийских санкций тормозят внешнеэкономическое сотрудничество двух стран, но работа по основным направлениям развития экономики не прекращается. Финансовые и инвестиционные потоки продолжают обеспечивать перетекание капитала из одной страны в другую[3]. Сохраняются возможности поставок российских услуг — финансовых, страховых, строительных, инженерно-технических, ИКТ-услуг, рекламно-маркетинговых, юридических, бухгалтерских и других — на территории РФ европейским компаниям, продолжающим работать в России. Многие компании сохранили свою деятельность в стране, например, Liebherr или Hochland SE. Некоторые компании наращивают деловую активность — Globus. Немецкие предприниматели продолжают рассматривать российский рынок как привле-

---

[1] *Спартак А.Н., Чеклина Т.Н.* Торгово-экономическое сотрудничество России со странами Европы до и после начала специальной военной операции // Российский внешнеэкономический вестник. — 2023. — №2. — С. 8–42

[2] Первый канал: [сайт]. URL: https://www.1tv.ru/news/2023–05–26/453818-zhiteli_germanii_otpravlyayut_gumanitarnuyu_pomosch_v_donbass/ (дата обращения: 26.03.2023).

[3] *Соколов А.* 2022: поворотный год для российско-германских отношений // Россия в глобальной политике. — 2023. — 11 янв. URL: https://globalaffairs.ru/articles/povorotnyj-god/

кательный даже в условиях беспрецедентного санкционного давления, часто используя непрямые схемы поставок, такие как параллельный импорт, а также посреднические схемы и непрямые каналы торговли с привлечением третьих стран и их компаний.

Список литературы

1. *Спартак А.Н., Чеклина Т.Н.* Торгово-экономическое сотрудничество России со странами Европы до и после начала специальной военной операции // Российский внешнеэкономический вестник. — 2023. — №2. — С. 8–42
2. *Соколов А.* 2022: поворотный год для российско-германских отношений // Россия в глобальной политике — 2023. — 11 янв. URL: https://globalaffairs.ru/articles/povorotnyj-god/
3. *Захаров А.Н.* Глобальная энергетическая проблема: новые вызовы и угрозы, возможности их преодоления // Вестник МГИМО-Университета — 2017. — № 1(52) — С. 187–200.
4. https://russian-trade.com/reports-and-reviews/2022–02/torgovlya-mezhdu-rossiey-i-germaniey-v-2021-g/
5. https://customs.gov.ru/statistic/
6. https://ru-stat.com/analytics/9241/
7. https://www.1tv.ru/news/2023–05–26/453818zhiteli_germanii_otpravlyayut_gumanitarnuyu_pomosch_v_donbass/

ПРОБЛЕМЫ ТРАНСФОРМАЦИИ РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ ГЕОПОЛИТИЧЕСКИХ И ЭКОНОМИЧЕСКИХ САНКЦИЙ (2022 — н. в.)

Кокешов Алихан Эдуардович

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, аспирант

Слободяник Виктор Владимирович

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, доцент кафедры финансов и валютно-кредитных отношений, к.э.н.

В данной статье рассматривается влияние геополитических и экономических санкций на российский рынок акционерного капитала, введенных с 2022 года, а также экономические меры по регулированию и поддержке акционерного рынка со стороны органов государственной власти России. Благодаря введению ограничительных мер по торговле на Московской бирже Центральным банком РФ и финансовой поддержке со стороны Министерства финансов РФ рынок акционерного капитала продемонстрировал восстановление во второй половине 2022 года.

Ключевые слова: экономические санкции, рынок акционерного капитала, биржа, публичные компании, акции, ликвидность.

PROBLEMS OF RUSSIAN EQUITY CAPITAL MARKET TRANSFORMATION IN THE CONTEXT OF GEOPOLITICAL AND ECONOMIC SANCTIONS (2022 — PRESENT)

Alikhan E. KOKESHOV
Victor V. SLOBODIANIK
Russian Foreign Trade Academy, Ministry of Economic Development and Trade of Russian Federation

This article discusses the impact of geopolitical and economic sanctions on the Russian equity capital market introduced since 2022, as well as economic measures to regulate and support the equity market by the Russian government. Thanks to the introduction of restrictive measures on trading on the Moscow Exchange by the Central Bank of the Russian Federation and financial support from the Ministry of Finance of the Russian Federation, the equity capital market showed a recovery in the second half of 2022.

Key words: tconomic sanctions, equity capital market, exchange, public companies, stocks, liquidity.

Рынок акционерного капитала является значимой составляющей государственной экономики, поскольку его эффективное функционирование приводит к переориентации инвестиционных средств в отрасли и компании с максимальными перспективами роста выручки и прибыли, с одновременным извлечением средств из наименее перспективных[1].

Основной показатель экономической состоятельности любого государства — это состояние биржи. Развитие российского акционерного рынка было существенным образом замедлено вследствие крайнего обострения геополитической ситуации в 2022 году и реализации ряда глобальных угроз[2]. Совокупность данных угроз и рисков делает актуальным поиск стратегических решений по выходу из текущей ситуации

---

[1] *Сайбель Н.Ю., Ковальчук А.В.* Фондовый рынок России: проблемы и перспективы развития // Финансы и кредит. — 2018. — № 3(771). — С. 613–626.

[2] *Бодрунов С.Д.* Современный технологический переход и его социально-экономические последствия // Экономическое возрождение России. — 2022. — № 2 (72). — С. 35–42.

с акционерным рынком России. Стратегические решения должны состоять из нескольких ключевых составляющих: это и своевременная реакция на текущие события, и долговременный курс развития, который способен решить задачу не только выхода из стагнации, но и перехода к совершенно новому этапу эволюции экономики России.

Рынок акционерного капитала выступает одним из основных инструментов по привлечению внешних и внутренних инвестиций для ускорения научно-технического прогресса, экономического роста. Экономика с успешно растущим рынком акционерного капитала определяется как развивающаяся[1].

Эффективный акционерный рынок обеспечивает реализацию следующих целей:

- создание рыночной инфраструктуры в соответствии мировым стандартам;
- мобилизация доступных финансовых средств и их перераспределение на развитие наиболее эффективных экономических отраслей;
- Оптимальное использование государственного капитала;
- Повышение требуемого капитала участников рынка акционерного капитала в самые сжатые сроки;
- обеспечение устойчивых темпов роста национальной экономики.

Акционерный рынок способствует решению проблем внутригосударственного перераспределения финансовых средств и привлечения инвестиций от иностранных участников, подкрепляя стабильность роста экономики. Также акционерный рынок является показательным индикатором зрелости общества, так как на его динамику, как и в случае любой рыночной системы, оказывают влияние различные факторы, от геополитических до социальных[2]. Особую чувствительность к геополитическим условиям имеет российский рынок акционерного капитала, являющийся подсистемой экономики России, интегрированной в мировую экономику.

---

[1] *Есакова Д.А., Тропынина Н.Е.* Проблемы и направления развития российского фондового рынка на современном этапе его функционирования // Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. — 2021. — № 3(53). — С. 33–38.

[2] *Козлов В.М.* Влияние развития фондового рынка на экономический рост в России // Инновации и инвестиции. — 2022. — № 4. — С. 106–108.

На протяжении 2021 года отмечался всплеск спроса на российском рынке акционерного капитала[1]. Количество физических лиц на рынке акционерного капитала возросло в 2020 году почти вполовину по сравнению с предыдущим годом, а также было зафиксировано увеличение количества активных участников примерно на 90 %.

Цена на нефть марки Brent в 2021 году возросла 51,5 % вследствие того, что ускорилось восстановление мировой экономики: цена газа по контракту TTF увеличилась почти в 4 раза. В отчете Росстата, за январь-декабрь 2021 году прибыль нефинансовых организаций увеличилась по сравнению с аналогичным периодом предыдущего финансового года почти в 3 раза. Вливания новых средств от физических лиц в акционерный рынок суммой более 530 млрд руб. компенсировали дивестиции иностранных портфельных вкладчиков.

На фоне 40 основных фондовых рынков мира индекс РТС поднялся в 2021 году на 15 %, уступив только индексам 11 стран. Наибольший прирост продемонстрировали индексы фондовых бирж в Аргентине, Тайване и Канаде, а также индекс S&P500.

Новый уровень ужесточения денежно-кредитной политики со стороны ФРС США был ожидаем, и поэтому глобальный фондовый рынок в январе 2022 году переживал серьезные изменения. В марте 2022 году в соответствии с решениями от 14–15 декабря 2021 года ФРС США намеревалась прекратить покупку казначейских и ипотечных ценных бумаг на постоянной основе, что открыло бы возможности для повышения процентных ставок. Мировой рынок акционерного капитала подвергся коррекции, в особенности акции высокотехнологичных компаний, на фоне обновленной информации о решениях ФРС.

[1] *Чаленко Д.Д., Мбалла Н.Ж.Ф.* Воздействие макроэкономических факторов на структуру и динамику фондового рынка России: институциональные аспекты // Финансовые рынки и банки. — 2022. — № 3. — С. 82–85.

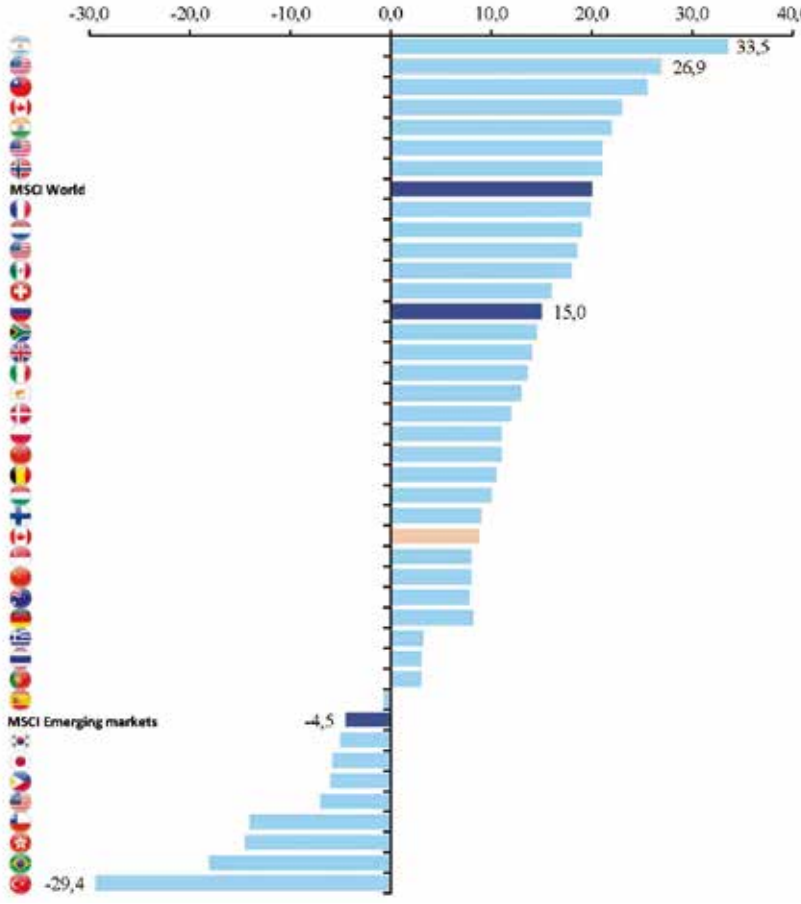

Рис. 1. Динамика индексов национальных бирж в долл. США в 2021 г., %

В 2022 году российский рынок акционерного капитала вновь подвергся дестабилизации из-за обострения мировой геополитической ситуации после пандемии коронавируса 2020 года. После того как была начата специальная военная операция (СВО), США совместно с европейскими странами и Японией начали вводить санкции против России, сде-

лав ее лидирующей по санкционной нагрузке. В итоге российский рынок акционерного капитала начал стремительно падать. В течение первой недели после начала СВО индекс Московской биржи упал на 35 %, а индекс РТС — почти на 30 % (21.02 — 25.02)[1].

Несмотря на ограничения, компании все равно смогли нормально оперировать после введения новых рекордных по количеству санкций в отношении российского бизнеса. Бизнес в России стал более гибким и быстро переориентировал экспортные потоки, выстраивая новые отношения с Востоком (в первую очередь с Китаем, Индией, Ближним Востоком). При сложившейся конъюнктуре ряд российских компаний имели возможность получать рекордные доходы за счет высоких цен на нефть и газ, а также удобрения. Это оказало большую поддержку в восстановлении рынка акционерного капитала во второй половине 2022 года.

Для поддержания стабильной работы рынка акционерного капитала Банк России принял ряд мер, а именно[2]:

- Ограничение short-продаж на рынке с 24 февраля 2022 г. (отменено 1 июня 2022 г.), а также размер «кредитного плеча» уменьшен до 31 декабря 2022 г.
- Приостановление торгов на Мосбирже с акциями с 28 февраля 2022 г. Начиная с 9 марта 2022 г. были открыты торги только в режиме «Выкуп. Адресные заявки» с расчетами в рублях, а с 21 марта 2022 г. — ОФЗ, а полное возобновление работы рынка на определенное время пришлось на 23 марта 2022 г.
- Ограничение брокерских сделок с акциями нерезидентов с 28 февраля 2022 г. (отменено 1 марта 2022 г.)
- Снижение требований по раскрытию информации для публичных российских компаний.
- Повышение ключевой ставки до 20 % 28 февраля 2022 г. В дальнейшем ставка постепенно снижалась, и 16 декабря 2022 г. составила 7,5 %.

Эти и прочие предпринятые меры были прежде всего сфокусированы на обеспечении рынка акционерного капитала дополнительным объемом ликвидности, смягчении волатильности и снижении курса руб-

---

[1] Обзор рисков финансовых рынков: информационно-аналитический материал // Банк России. — 2022. — № 2–3. — 13 с.

[2] Меры Банка России по стабилизации ситуации на финансовом рынке в условиях реализации санкционных рисков (ред. от 12.08.2022) // Банк России. — 2022. — 111 с.

ля[1]. Поэтому на фоне напряженной геополитической ситуации и соответствующей экономической неопределенности состояние российского акционерного рынка начало улучшаться. Так, уже в марте 2022 г. индекс Мосбиржи вырос на 9 %[2].

Ввиду того, что цены на акции российских компаний снизились в период кризиса, они в то же время стали выгодными для покупок[3]. Тем не менее инвесторов останавливают геополитические риски, так как для долгосрочных вложений капитала необходима уверенность, что наращивание санкционной нагрузки достигло своего максимума, после чего последует трудный, но прогнозируемый процесс коррекции и стабилизации.

Российский акционерный рынок по-прежнему остается недооцененным, что демонстрирует рыночный мультипликатор P/E за 2022 год, равный 4, при этом среднее историческое значение находилось на уровне 8[4]. При этом акции компаний по добыче золота, а также химического и сельскохозяйственных отраслей в 2022 году характеризовались умеренным ростом.

Основополагающими факторами, влияющими на инвестиции в российский рынок акционерного капитала, являются сокращение free-float без возможности проведения торгов нерезидентами и снижение ключевой ставки. Снижение последней ведет к сокращению доходности депозитов и ухудшению защитной функции вкладов.

В целях создания условий для долгосрочного инвестирования средств в российские акции целесообразной представляется разработка механизмов защиты вложений граждан по принципу системы страхования банковских вкладов или предоставления вычета НДФЛ при вложении своих денежных накоплений на российский акционерный рынок[5]. Данный комплекс мер, состоящий из ряда мероприятий по увеличению тор-

---

[1] *Ершов М.В.* О некоторых аспектах мирового развития: конфликт целей и возможностей по их решению // Научные труды Вольного экономического общества России. — 2022. — № 1. — С. 189–198.

[2] Обзор рисков финансовых рынков: информационно-аналитический материал // Банк России. — 2022. — № 7. — 11 с.

[3] *Артемов С.* Много шуму, мало толку // Национальный банковский журнал. — 2022. — №3(208). — С. 6–10.

[4] *Дивaева Э.А.* Некоторые особенности текущей фазы фондового рынка, прогнозы и инвестиционные возможности // Инновации и инвестиции. — 2022. — № 5. — С. 101–106.

[5] *Безсмертная Е.Р.* Поведение частных инвесторов на фондовом и срочном рынках в 2022–2023 годах: возможная реакция на изменения денежно-кредитной политики // Экономика. Налоги. Право. — 2022. — С. 63–71.

говой активности граждан России на внутреннем рынке акционерного капитала, обеспечит его устойчивое развитие.

На сегодняшний день высокая санкционная нагрузка оказывает большое влияние на экономику России в целом и рынок акционерного капитала. Но стоит ожидать того, что способность акционеров-резидентов адаптироваться к геополитическим настроениям будет со временем улучшаться. Такие факторы, как ускорившиеся темпы роста инфляции и отсутствие выгодных альтернатив для инвестирования ресурсов в результате снижения доходности по депозитным вкладам, могут стать стимулом восприятия вложений в рынок акционерного капитала как одного из ключевых способов инвестирования капитала для российских граждан.

У российского акционерного рынка по-прежнему имеется существенный потенциал как с точки зрения восстановления до уровня начала 2022 года, так и с точки зрения долгосрочного развития, ключевыми драйверами которого станут:

- стабилизация и улучшение операционных и финансовых метрик публичных компаний;
- потенциальное аккумулирование ликвидности с депозитов, ставки по которым существенно снизились;
- возобновление публикаций финансовых отчетностей весной 2023 года;
- восстановление уровня дивидендных выплат.

Список литературы

1. *Артемов С.* Много шуму, мало толку // Национальный банковский журнал. — 2022. — № 3(208). — С. 6–10.
2. *Безсмертная Е.Р.* Поведение частных инвесторов на фондовом и срочном рынках в 2022–2023 годах: возможная реакция на изменения денежно-кредитной политики // Экономика. Налоги. Право. — 2022. — С. 63–71.
3. *Бодрунов С.Д.* Современный технологический переход и его социально-экономические последствия // Экономическое возрождение России. — 2022. — № 2(72). — С. 35–42.

4. *Диваева Э.А.* Некоторые особенности текущей фазы фондового рынка, прогнозы и инвестиционные возможности // Инновации и инвестиции. — 2022. — № 5. — С. 101–106.
5. *Ершов М.В.* О некоторых аспектах мирового развития: конфликт целей и возможностей по их решению // Научные труды Вольного экономического общества России. — 2022. — № 1. — С. 189–198.
6. *Есакова Д.А., Тропынина Н.Е.* Проблемы и направления развития российского фондового рынка на современном этапе его функционирования // Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. — 2021. — № 3(53). — С. 33–38.
7. *Звягинцева Н.А., Марков Д.Е.* Исследование конъюнктуры рынка акций Российской Федерации в современных условиях беспрецедентной санкционной нагрузки // Известия БГУ. — 2022. — № 1. — С. 78–88.
8. *Козлов В.М.* Влияние развития фондового рынка на экономический рост в России // Инновации и инвестиции. — 2022. — № 4. — С. 106–108.
9. Макроэкономический опрос Банка России за июль 2022 года // Банк России. — 2022. — 7 с.
10. Меры Банка России по стабилизации ситуации на финансовом рынке в условиях реализации санкционных рисков (ред. от 12.08.2022) // Банк России. — 2022. — 111 с.
11. Обзор рисков финансовых рынков: информационно-аналитический материал // Банк России. — 2022. — № 2–3. — 13 с.
12. Обзор рисков финансовых рынков: информационно-аналитический материал // Банк России. — 2022. — № 7. — 11 с.
13. *Сайбель Н.Ю., Ковальчук А.В.* Фондовый рынок России: проблемы и перспективы развития // Финансы и кредит. — 2018. — № 3(771). — С. 613–626.
14. *Чаленко Д.Д., Мбалла Н.Ж.Ф.* Воздействие макроэкономических факторов на структуру и динамику фондового рынка России: институциональные аспекты // Финансовые рынки и банки. — 2022. — № 3. — С. 82–85.

МЕЖДУНАРОДНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ НА ПРИМЕРЕ АЗИАТСКОГО БАНКА РАЗВИТИЯ И АЗИАТСКОГО БАНКА ИНФРАСТРУКТУРНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Комарова Александра Дмитриевна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, факультет международных финансов

Бондаренко Ирина Андреевна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, профессор кафедры финансов и ВКО, к.э.н.

Современный мир характеризуется высоким уровнем глобализации и интеграции экономик различных стран. Наиболее значимыми кредитными организациями считаются Международный валютный фонд (МВФ) и группа Всемирного банка (ВБ). Кроме того, все большую силу приобретают Азиатский банк развития (АБР) и Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ), которые финансируют проекты в различных сферах экономики.

России, столкнувшейся с ограничениями заимствований из американских и европейских кредитных организаций, нужны новые источники привлечения финансирования, которыми могут стать Азиатские банки.

Ключевые слова: Азиатский банк развития, азиатский банк инфраструктурных инвестиций, санкции, источники финансирования.

INTERNATIONAL ACTIVITIES OF CREDIT INSTITUTIONS ON THE EXAMPLE OF THE ASIAN DEVELOPMENT BANK AND THE ASIAN INFRASTRUCTURE INVESTMENT BANK

Alexandra D. KOMAROVA
Irina A. BONDARENKO
Russian Foreign Trade Academy
Ministry of economic development of the Russian Federation

The modern world is characterized by a high level of globalization and integration of the economies of various countries. The most significant credit institutions are the International Monetary Fund (IMF) and the World Bank Group (WB). In addition, the Asian Development Bank (ADB) and the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB), which finance projects in various sectors of the economy, are becoming increasingly powerful.

Faced with restrictions on borrowing from American and European credit institutions, Russia needs new sources of financing, which can be Asian banks.

Key words: Asian Development Bank, Asian Infrastructure Investment Bank, sanctions, funding sources.

В системе международных валютно-финансовых и кредитных отношений банки развития рассматриваются как специализированные субъекты — инвестиционно-кредитные институты.

Азиатский банк развития ориентирован на достижение устойчивости стран Азиатско-Тихоокеанского региона путем проведения политики по искоренению крайней нищеты населения региона, а также различной финансовой поддержки стран-участниц и партнеров.

Азиатский банк развития основан в 1966 году. Его акционерами являются 49 развивающихся и развитых стран региона и 19 стран за его пределами. На 31.12.2022 АБР имел пять крупнейших акционеров: Япония и США — по 15,6 % общего объема акций, Китай — 6,4 %, Индия — 6,3 % и Австралия — 5,8 % (рис. 1).

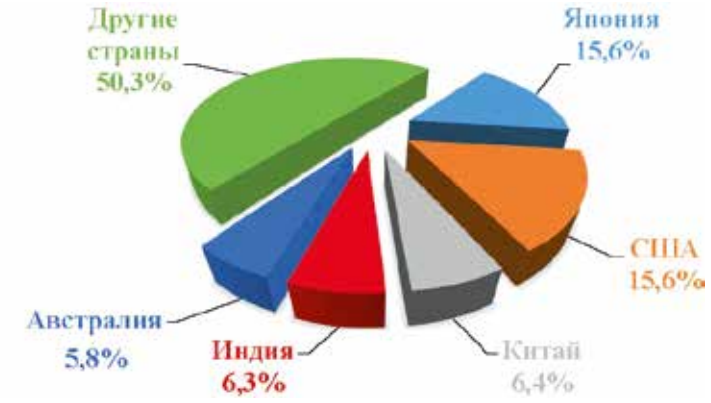

Рис 1. Доли крупнейших акционеров в капитале АБР

Источник: официальный сайт Азиатского банка развития. — URL: https://www.adb.org/ (дата обращения: 08.03.2023).

АБР в настоящий момент осуществляет свою деятельность в различных направлениях. В процентом соотношении упор делается на сектор энергетики и развития транспорта. Основные сферы деятельности АБР отображены на рис. 2.

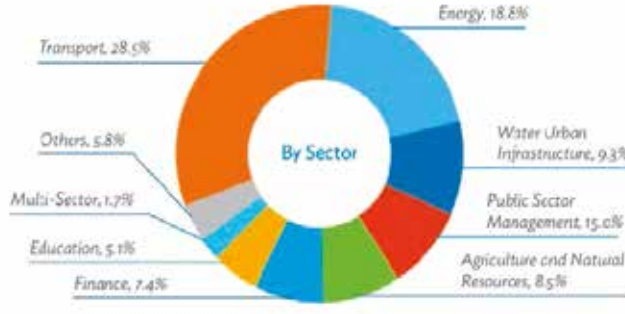

Рис 2. Направления проектной деятельности Азиатского банка развития

Источник: годовой отчет о деятельности Азиатского банка развития. URL: https://www.adb.org/ (дата обращения: 01.03.2023).

В период с 2020 по 2030 год АБР охарактеризовал свою стратегию деятельности как «десятилетие действий», поставив задачи по ликвидации нищеты и голода, сохранению природных ресурсов и борьбе с изменением климата, созданию устойчивой городской инфраструктуры, уменьшению социального и гендерного неравенства, внедрению инноваций, устойчивому экономическому росту, использованию возобновляемых источников энергии, обеспечению качественного образования и расширению здравоохранения.

Так, осуществляя деятельность в области борьбы с климатическими изменениями и управления рисками природных катастроф, АБР внедряет технологии, которые снижают выбросы парниковых газов, а также реализует проекты в области производства возобновляемой энергии, передачи и распределения электроэнергии, создании экологически чистой энергии.

В сфере развития информационных технологий АБР финансирует создание телекоммуникационных сетей, центров обработки данных, исследования и разработки, внедрение цифровых технологий в образование, финансы, государственное управление и здравоохранение.

Банк поддерживает развитие регулируемого, стабильного и конкурентоспособного финансового сектора в регионе с целью мобилизации финансов для устойчивого развития, повышения стабильности и расширения доступа к финансовым услугам.

Проекты АБР вносят важный вклад в строительство дорог, линий электропередачи, мостов, портов и пограничных переходов, которые связывают страны-члены и стимулируют рост и развитие во всем регионе. Банк также уделяет приоритетное внимание созданию торговых соглашений, подзаконных актов и региональных институтов, способствующих сотрудничеству и более тесной интеграции.

Стоит отметить, что деятельность АБР тесно взаимосвязана во всех секторах. Полученные позитивные результаты должны оказывать положительное влияние на развитие других секторов. В совокупности реализация целей в каждом отдельном направлении должна способствовать достижению целей развития всего АБР.

Азиатский банк инфраструктурных инвестиций — международная финансовая организация, идея создания которой предложена Китаем. АБИИ является многосторонним банком развития, деятельность кото-

рого сконцентрирована на кредитовании инфраструктурных проектов для содействия глобальному экономическому росту.

АБИИ начал свою деятельность в 2016 году с 57 членами-учредителями (37 региональных и 20 нерегиональных). К концу 2020 года количество участников возросло до 103 утвержденных членов, представляющих примерно 79 % мирового населения и 65 % мирового ВВП.

Акционерами АБИИ выступают более 100 стран. На 1-м месте по доле участия Китай (29,8 % акций), на 2-м — Индия (7,6 %), на 3-м — Россия (5,98 %), Австралия — 5,81 %, Корея — 5,67 % и т. д.

Рис 3. Доли стран в акционерном капитале АБИИ

Источник: официальный сайт Азиатского банка инфраструктурных инвестиций. URL: https://www.aiib.org/en/index.html (дата обращения: 15.02.2023).

В основе концепции деятельности АБИИ лежит принцип i4t — инфраструктура завтрашнего дня, основанная на принципах устойчивости, использовании инновационных технологий и Интернета. АБИИ осуществляет инвестиции в инфраструктуру и производственные секторы с целью содействия устойчивому экономическому развитию, создания благоприятных условий для жизни и усовершенствования инфраструктурных связей.

АБИИ ориентирован на финансирование проектов в странах, где не хватает финансовых ресурсов для развития инфраструктуры. Банк имеет специальные программы для наиболее бедных и наименее развитых

стран Азии, включая страны, находящиеся на стадии восстановления после конфликтов и бедствий.

При этом АБИИ активно участвует в международных программах и проектах, реализуемых в рамках ООН, Всемирного банка и других международных организаций. В частности, АБИИ сотрудничает с Всемирным банком и Азиатским банком развития.

Согласно данным, представленным на официальном сайте АБИИ, за весь период деятельности банка реализовано 209 проектов. 47 проектов на данный момент находятся на рассмотрении, а 15 проектов требуют рассмотрения специального фонда.

АБИИ осуществляет свою деятельность в различных секторах, представленных на рис. 4.

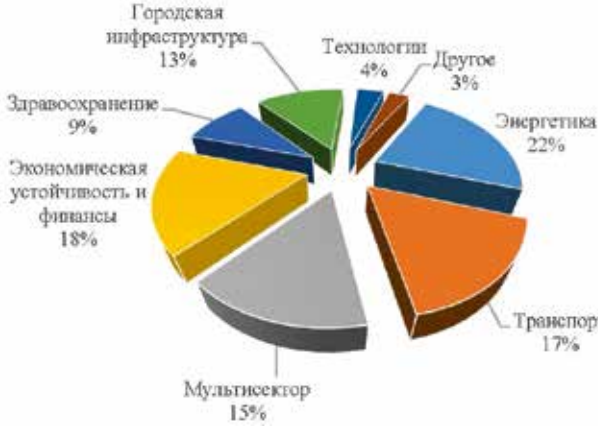

Рис 4. Проектная деятельность АБИИ по секторам

Источник: официальный сайт Азиатского банка инфраструктурных инвестиций. URL: https://www.aiib.org/en/index.html (дата обращения: 01.03.2023).

Так, деятельность АБИИ способствует экономическому развитию стран Азиатско-Тихоокеанского региона, улучшению уровня жизни населения и является важным этапом на пути к достижению целей экономического развития.

Российская Федерация не является членом Азиатского банка развития. Однако, как отмечал североамериканский представитель АБР Барт

Эдс, от стабильности экономики России зависит стабильность экономик стран Центральной Азии и Кавказа, являющихся членами банка.

По состоянию на май 2023 года совместные проекты между АБР и Россией не реализованы и даже не подлежали обсуждению. Тем не менее банк заинтересован в стабильном развитии российской экономики, поскольку АБР предоставляет помощь в виде займов, грантов и технической поддержки Узбекистану, Казахстану, Таджикистану, Афганистану, которые, в свою очередь, имеют тесные экономические связи с Россией.

Санкции, уход иностранных компаний и возникшие в связи с этим кризисные тенденции в российской экономике не привели к оттоку трудовых мигрантов из России. Обратный процесс, в свою очередь, вызвал бы проблемы в странах — источниках мигрантов. Большинство стран, обеспечивающих Россию в течение десятилетий мигрантами, нуждаются в дополнительной финансовой поддержке и не могут самостоятельно исполнять обязательства перед своими гражданами, оставшимися в стране, что не только приводит к проблемам финансового сектора, но и влечет увеличение социальной напряженности, повышение уровня преступности, что дополнительно сокращает темпы развития этих стран.

Таким образом, несмотря на отсутствие прямой связи России и Азиатского банка развития, АБР выгодна стабильность экономики России ввиду ее сотрудничества с его странами-участницами.

Что касается Азиатского банка инфраструктурных инвестиций, Россия стала его членом в 2015 году, вложив в капитал $6,5 млрд, однако его оплачиваемая часть составит лишь $1,3 млрд (остальное предоставила в виде гарантий). Так как взнос РФ превысил $6 млрд, российский представитель вошел в совет директоров банка, а наша страна стала третьим по значимости акционером АБИИ после Китая и Индии.

В декабре 2019 года АБИИ выделил Российской Федерации кредит, сумма которого составила 500 млн долларов США. Этот проект стал первым проектом, профинансированным банком в стране. Проект реализован в основном в ключевых экономических узлах и приграничных регионах, что способствовало улучшению взаимосвязанности магистральных линий и трансграничного транспортного сообщения, а также улучшению транспортного сообщения и безопасности на дорогах.

В январе 2022 года Министерство экономического развития Российской Федерации предложило АБИИ стать соинвестором проектов на сумму 12 млрд долларов США. Среди потенциальных совместных

проектов были указаны проекты, направленные на строительство дорог, логистических центров и развитие использования возобновляемых источников энергии. Министерство экономического развития РФ отмечало, что данные проекты находились в стадии разработки, однако конкретных решений по ним не принято.

В марте 2022 года АБИИ объявил о прекращении работы с Россией на фоне специальной военной операции. Действующих проектов, связанных с Россией, в портфеле банка на тот момент не имелось.

АБИИ «следит за ситуацией» и оценивает ее влияние на работу банка, а его руководство делает все, чтобы защитить его финансовую целостность «на фоне меняющейся экономической и финансовой ситуации», отметили там. «В этих обстоятельствах и в интересах банка руководство решило, что все операции, связанные с Россией и Белоруссией, будут приостановлены и пересмотрены», — сообщил представитель АБИИ[1].

Россия заинтересована в развитии экономических отношений с азиатскими банками. Для взаимодействия с ними России необходим надежный партер в Азиатском регионе, которым, вероятнее всего, должен стать Китай. В свою очередь, углубление экономических отношений между Россией и Китаем будет иметь ряд преимуществ для обеих сторон.

После введения санкций со стороны США и Европы России необходимы новые источники импорта (например, высокотехнологичные товары и промышленное оборудование), а также новые рынки сбыта нефти, угля, черной металлургии. Кроме того, существует потребность в поиске эффективного механизма финансовых транзакций с зарубежными партнерами. Задача-минимум — выстраивание надежных финансовых механизмов для двусторонней торговли. Более комплексная задача — использование юаня для транзакций с третьими странами. Обе задачи сложны в исполнении, но жизненно важны для партнерства с КНР в новых условиях.

Китай может занять некоторые ниши российского рынка, освободившиеся после ухода западных компаний, получить возможность приобретать продукты российского экспорта по сниженным ценам, что позволит ему диверсифицировать источники сырья для китайской экономики. Кроме того, в случае превращения юаня в ключевую валюту России

[1] Основанный Китаем банк объявил о прекращении работы с Россией. URL: https://www.forbes.ru/finansy/457989-osnovannyj-kitaem-bank-ob-avil-o-prekrasenii-raboty-s-rossiej (дата обращения: 04.03.2023).

в международных сделках, роль Китая как финансового центра возрастет.

Вероятность успешного развития российско-китайских экономических отношений обусловлена следующими факторами:

- Россия и Китай уже являются крупными партнерами с достаточно солидным объемом торгово-экономических сделок, что свидетельствует о потенциале для дальнейшего роста;
- благоприятный политический климат. В то время как экономические отношения России со странами Запада сошли на нет во многом из-за политических разногласий, сотрудничество с Китаем в этой области постепенно улучшалось.
- наличие политических и экономических противоречий между Китаем и США, которые являются стратегическими соперниками. Сотрудничество Китая с Россией потенциально может помочь Китаю укрепить свои позиции на мировой арене, а значит, развитие российской экономики будет играть важную роль для Китая.

Как уже отмечалось ранее, основной акционер АБИИ — Китай, и его доля в капитале банка составляет 29,8 %. Кроме того, Россия является третьим по величине акционером АБИИ. Современные российско-китайские отношения официально определяются сторонами как «отношения всеобъемлющего партнерства и стратегического взаимодействия».

По сообщениям от 15.10.2022, Владимир Путин снял экономические санкции с Азиатского банка инфраструктурных инвестиций, что является позитивным фактором в потенциальном развитии взаимодействия.

Исходя из отмеченных факторов, можно сделать вывод, что будущее сотрудничество России и Азиатского банка инфраструктурных инвестиций имеет большое значение для экономического и социального развития не только России, но и региона в целом. Благодаря инвестициям и технологическому обмену страны имеют возможность улучшить свои инфраструктурные проекты и повысить качество жизни граждан.

Однако необходимо учитывать и проблемы, связанные с сотрудничеством, такие как геополитические риски, нестабильность рынков, экономические и политические противоречия. Кроме того, Россия должна продолжать работу по улучшению инвестиционного климата и расширению экономических связей в регионе.

В целом сотрудничество между Россией и АБР, а также с АБИИ является важным элементом стратегии России в Азиатско-Тихоокеанском регионе. Будущее сотрудничество зависит от усилий сторон по устранению препятствий и преодолению проблем. Тем не менее, несмотря на все трудности, сотрудничество может принести значительные выгоды для всех участников и продолжит оставаться приоритетным направлением внешней политики России.

Список литературы

1. Азиатский банк развития: опыт стратегического управления // Государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности».
2. *Алиев Б.Х., Бамматов Б.А*. Перспективы расширения российского участия в деятельности региональных банков развития // Финансы и кредит. — С. 38—41.
3. *Андронова И.В., Кучерявый П.В*. Азиатский банк развития: инвестиции в развитие // Вестник международных организаций. — 2018. — № 4(35). — С. 61—66.
4. АБИИ выделил России первый кредит — $500 млн на модернизацию дорог. URL: https://1prime.ru/finance/20191212/830678336.html (дата обращения: 07.03.2023).
5. Владимир Путин снял экономические санкции с азиатского банка инфраструктурных инвестиций. — URL: https://runews24.ru/economy/15/10/2022/f7bf6ds76f0524f7874cdf57ea637107 (дата обращения: 14.03.2023).
6. Минэк предложил китайскому конкуренту МВФ стать соинвестором проектов на $12 млрд. — URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2022/01/24/906216-minek-kitaiskomu (дата обращения: 05.01.2023).
7. Основанный Китаем банк объявил о прекращении работы с Россией. URL: https://www.forbes.ru/finansy/457989-osnovannyj-kitaem-bank-ob-avil-o-prekrasenii-raboty-s-rossiej (дата обращения: 18.02.2023).
8. Официальный сайт Азиатского банка развития URL: https://www.adb.org/ (дата обращения: 20.01.2023).

9. Официальный сайт Азиатского банка инфраструктурных инвестиций. URL: https://www.aiib.org/en/index.html (дата обращения: 21.01.2023).
10. *Сазонов С.Л.* Азиатский банк инфраструктурных инвестиций как основа сотрудничества большой Евразии-2030 // Большая Евразия: развитие, безопасность, сотрудничество. Ежегодник. Т. 1, ч. 1. — ИНИОН РАН, 2018. — С. 355—358.

СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА ФАКТОРИНГА В РОССИИ

Лунева Екатерина Романовна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, факультет международных финансов, студентка магистратуры

Бондаренко Ирина Андреевна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, кафедра финансов и валютно-кредитных отношений, профессор, кандидат экономических наук

Факторинг предоставляет компаниям возможность получать финансирование на основе дебиторской задолженности, что существенно улучшает ликвидность и позволяет повышать производственный потенциал.

Факторинг в условиях санкционных ограничений становится еще более необходимым инструментом для бизнеса. При проведении ужесточенной финансовой политики со стороны иностранных государств и введения ограничений на финансирование бизнес-процессов факторинг может стать оптимальным решением проблемы нехватки оборотных средств для развития компании. С использованием факторинговых услуг компании-продавцы получают доступ к дополнительным ресурсам, которые помогут поддержать производство, путем более ранней оплаты работ, способствующей развитию бизнеса и привлечению новых клиентов в условиях сильной конкуренции.

Ключевые слова: факторинг, поддержка внешнеторговой деятельности, защита дебиторской задолженности, кредитные риски, прямые кредиты, экспортное кредитование.

CURRENT STATE OF FACTORING MARKET IN RUSSIA

Ekaterina R. LUNEVA
Irina A. BONDARENKO
Russian Foreign Trade Academy

Factoring provides companies with an opportunity to obtain financing based on receivables, which significantly improves liquidity and enhances production capacity.

Factoring in the context of sanctions restrictions appears to be increasingly indispensable for business. In the face of tightening financial policies by foreign governments and restrictions on financing business processes, factoring may become the optimal solution to the problem of a shortage of working capital for a company's development. With the use of factoring services, trading companies get access to additional resources that will help support production by providing earlier payment for work that helps them develop their business and attract new customers in a highly competitive environment.

Key words: Factoring, foreign trade support, receivables protection, credit risks, direct loans, export crediting.

Рассмотрим экономическую сущность факторинга. Факторинг — это вид финансирования поставщиков, при котором фирмы продают свою кредитоспособную (кредитоспособность — это индикатор того, насколько эффективно заемщик выполняет свои кредитные и долговые обязательства) дебиторскую задолженность со скидкой (равной процентам плюс плата за обслуживание) и сразу же получают денежные средства[1]. Факторинг не является кредитом, и на балансе фирмы не возникает дополнительных обязательств, хотя он обеспечивает финансирование оборотного капитала[2]. Факторинг включает в себя такие услуги, как кредитные гарантии, бухгалтерский учет дебиторской задолженности, инкассовые и финансовые услуги[3].

---

[1] Учебное пособие по дисциплине финансовое обеспечение внешнеэкономической деятельности предприятия / Ю.А. Савинов, Е.В. Тарановская— Москва, 2018. — 230 с. — С. 171.

[2] *Покаместов И.Е.* Факторинг / И.Е. Покаместов, М.В. Леднев. — 2-е изд., испр. и доп. — Москва? ИНФРА-М, 2022. — 133 с. + Доп. материалы — С. 11–12.

[3] *Леднев М.В.* Факторинг / М.В. Леднев. — 2013. — 89 с. URL: https://znanium.com/catalog/document?id=152672 (дата обращения: 02.05.2023).

Факторинг, как правило, предоставляется на безрегрессной основе, то есть фактор, купивший дебиторскую задолженность, не передает кредитный риск платежеспособности[1].

Процесс факторинговой сделки можно упрощенно разделить на шесть этапов[2]:

1. Дебиторская задолженность возникает у клиента в результате предоставления предприятию товара или услуги. Ключевым моментом для факторинга является достоверность: дебиторская задолженность должна существовать и быть переуступлена фактору, чтобы продажа дебиторской задолженности была юридически правомерной.
2. Фактор проверяет кредитоспособность дебитора: помимо достоверности дебиторской задолженности, которая является основой для факторинга, для фактора важна кредитоспособность дебитора (покупателя), поскольку покупатель несет полный риск неплатежа после покупки дебиторской задолженности.
3. После проверки кредитоспособности покупателя компания продает свою дебиторскую задолженность фактору. После реализации дебиторской задолженности ее управление передается фактору. Фактор становится владельцем непогашенной дебиторской задолженности и отвечает за ее взыскание.
4. Не позднее чем через 48 часов после передачи дебиторской задолженности компания получает от фактора 70–90 % от общей суммы дебиторской задолженности и тем самым повышает свою ликвидность. За счет продажи дебиторской задолженности в рамках факторинга увеличение доли собственного капитала может быть достигнуто независимо от кредитоспособности клиента.
5. Фактор или факторинговая компания обращается к дебитору и передает ему непогашенную дебиторскую задолженность, которую компания ранее продала поставщику.

---

[1] *Кубарь М.А.* «Сущность понятия «факторинг» и его виды» URL: https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-ponyatiya-faktoring-i-ego-vidy/viewer (дата обращения: 02.05.2023)

[2] ФАКТОРинг ПРО — «Как успешно развивать экспорт и импорт с помощью факторинга?» URL: http://www.factoringpro.ru/index.php/factoring-review/3439-export-and-import-with-factoring (дата обращения: 02.05.2023)

6. После успешного поступления дебиторской задолженности фактор на заключительном этапе перечисляет компании оставшуюся сумму дебиторской задолженности. Обычно это 10–30 % от общей суммы за вычетом комиссии фактора[1].

Прибегая к факторингу, компании могут воспользоваться различными краткосрочными и долгосрочными преимуществами[2]:

1. Повышение ликвидности

Как правило, факторы передают 70–90 % от общей суммы приобретенной дебиторской задолженности компании-клиенту сразу после проверки кредитоспособности. Эти финансовые ресурсы становятся доступными сразу же и повышают соотношение собственных средств без необходимости выполнения каких-либо дополнительных условий. Это означает, что компании могут осуществлять дальнейшие торговые операции или запускать производственные циклы без задержек.

2. Рост кредитоспособности

Факторинг предоставляет компаниям дополнительную ликвидность и в то же время позволяет им сократить дебиторскую задолженность. Это происходит потому, что проданная дебиторская задолженность больше не учитывается в балансе компании, но финансовые ресурсы при этом остаются полностью доступными. Кроме того, компании могут улучшить свою кредитоспособность, что позволяет им потенциально получить более выгодные условия при получении кредитов и финансирования.

3. Возможное снижение рисков неплатежей

Один из видов факторинга — факторинг без регресса — дает компаниям возможность снизить до минимума финансовые риски, связанные с неплатежами[3]. Когда дебиторская задолженность продается фактору, весь риск неплатежа (обычно) переходит к фактору. Благодаря стра-

[1] ЦБ — Факторинг. Краткий путеводитель для российских компаний. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/96402/factoring.pdf#:~:text=Факторинг%20%20это%20финансовый%20инструмент%2C,их%20окончания%2C%20учет%20дебиторской%20задолженности (дата обращения: 02.05.2023).

[2] *Волкова О.В.* Факторинг как вид финансирования предприятий. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/faktoring-kak-vid-finansirovaniya-predpriyatiy (дата обращения: 02.05.2023).

[3] Factorings.ru. Описание факторинга. URL: http://www.factorings.ru/static/description/ (дата обращения: 02.05.2023)

хованию del credere (оглашение, в котором агент или фактор — лицо, которое принимает на себя владение и соглашается продать товар за другого — соглашается за дополнительную плату гарантировать, что покупатель, на имя которого предоставлен кредит, является финансово состоятельным и выполнит условия контракта[1]) эта защита от неплатежей существует и в случае неплатежеспособности дебитора.

4. Аутсорсинг управления дебиторской задолженностью

Продавая свои счета-фактуры и поручая сбор этой дебиторской задолженности фактору, компании могут использовать свои человеческие и финансовые ресурсы для управления дебиторской задолженностью в других областях. Фактор, как правило, может предоставлять эти услуги гораздо более эффективным образом, а также имеет больший опыт в этой области.

В 2022 году, в год высокой турбулентности, факторинг показал себя как эффективный инструмент финансового рынка. Несмотря на новые вызовы, факторинг оказался достаточно гибким инструментом. Оперативное реагирование на ожидания и запросы клиентов было обусловлено разработкой и внедрением новых продуктов, таких как Supply Chain Finance — «Финансирование цепочек поставок» (SCF), — это комплекс решений для оптимизации существующей или будущей кредиторской задолженности, позволяющий компаниям удлинить отсрочку платежа поставщикам и/или оплатить их поставки до ее истечения. В состав SCF входят сделки, предполагающие наличие возмездного договора (соглашения) между фактором и покупателем (заказчиком, дебитором). Продуктами SCF являются активно используемые на рынке агентский, реверсивный, закупочный факторинг, программы финансирования поставщиков и др. — определение Комитета АФК по SCF[2].

Не вызывает сомнений, что факторинг продолжит эволюцию финансовых инструментов, предоставляя лучшие решения для финансирования и расчетов, нацеленные на удовлетворение потребностей клиентов. В 2022 году появилась возможность выпускать цифровые финансовые

---

[1] Сайт Немецкой ассоциации факторинга (Deutscher Factoring Verband e.V.) URL: https://www.factoring.de/factoring /factoring-von-a-bis-z (дата обращения: 02.05.2022)

[2] Информационный обзор рынка факторинга от АФК URL: https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).

активы (ЦФА) в России, и факторинг стал одним из главных инициаторов исследования новых возможностей для структурирования продуктов с использованием ЦФА. Хотя это еще не отражено в статистике, первые сделки с использованием ЦФА были проведены 26 июня 2022 года именно факторинговыми компаниями.[1]

На 1 января 2023 года портфель российского факторингового рынка составил 1 трлн 434 млрд рублей (рис. 1). В сравнении с 1 января 2022 года портфель рынка снизился на 5 %. Это первый случай снижения портфеля после года по итогам 1 января 2015 года. Однако за четвертый квартал 2022 года портфель рынка увеличился на 238 млрд рублей (+20 %). Средняя оборачиваемость портфеля составила 62 дня, что по сравнению с предыдущим годом осталось без изменений. Количество дней для минимальной и максимальной оборачиваемости портфеля составляет 23 и 108 дней соответственно. Относительно структуры портфеля доля активов без права регресса за год не изменилась (81,7 %) доля активов с правом регресса увеличилась на 0,5 процентных пункта (16,5 %), а доля активов по международным сделкам снизилась на 0,5 пп. (1,8 %)[2].

В 2022 году клиенты получили финансирование объемом 5 трлн 807 млрд рублей, что на 2,4 млрд рублей или 0,04 %, больше, чем в предыдущем году (рис. 2). Среди всех выплаченных сумм доля сделок без регресса составила 81,6 % (+3,0 пп. год к году), с регрессом — 17,6 % (-2,4 пп. год к году), а доля международных сделок — 0,8 % (-0,4 пп. год-к-году). Только в 4-м квартале 2022 года объем выплаченного финансирования клиентам достиг 1 трлн 929 млрд рублей[3].

---

[1] Banki.ru. В России проведена первая сделка с цифровыми финансовыми активами. URL: https://www.banki.ru/news/lenta/?id=10968661 (дата обращения: 04.05.2023).

[2] Информационный обзор рынка факторинга от АФК. URL: https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).

[3] Информационный обзор рынка факторинга от АФК. URL: https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).

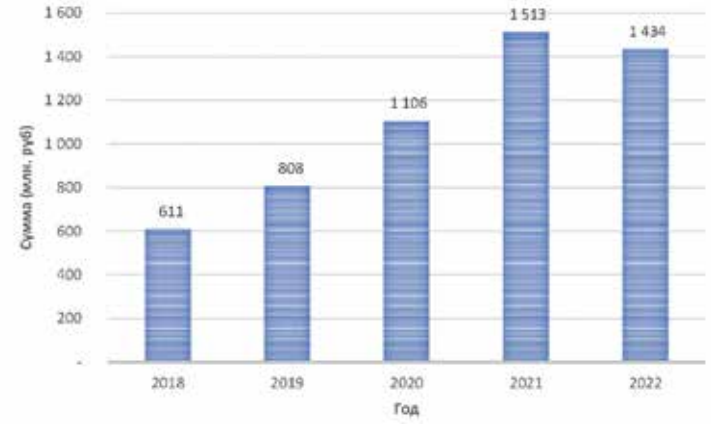

Рис. 1. Динамика портфеля факторинга в России за последние 4 года

Источник: составлено авторами на основе информационного обзора рынка факторинга от АФК. https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).

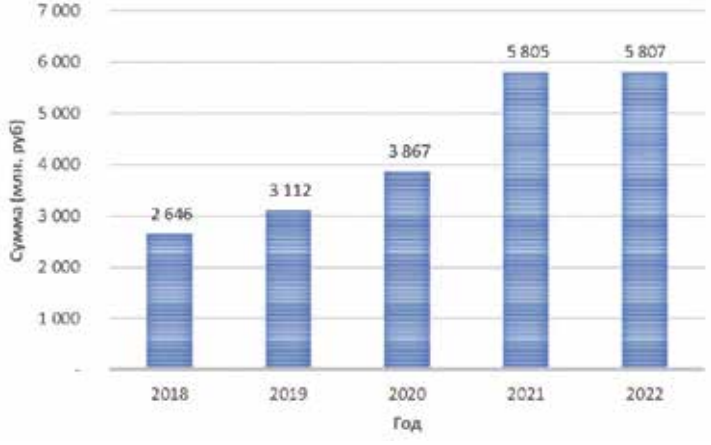

Рис. 2. Динамика финансирования факторинга

Источник: составлено автором на основе информационного обзора рынка факторинга от АФК. https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).

В 2022 году 12 462 клиента воспользовались факторингом, это на 14 % больше, чем в предыдущем году (рис. 3). Стоит отметить, что клиентская база рынка увеличилась на 3,6 тысячи новых клиентов, которые были привлечены с января по декабрь[1].

В 2022 году на факторинг было передано 12,4 млн поставок для 12 тысяч дебиторов. Количество поставок сократилось на 5 % по сравнению с прошлым годом, но в последнем квартале 2022 года оно достигло рекордных 4 млн единиц. При этом количество дебиторов увеличилось на 15 %. Средняя сумма профинансированной поставки составила около 467 тысяч рублей, увеличившись на 5 %[2].

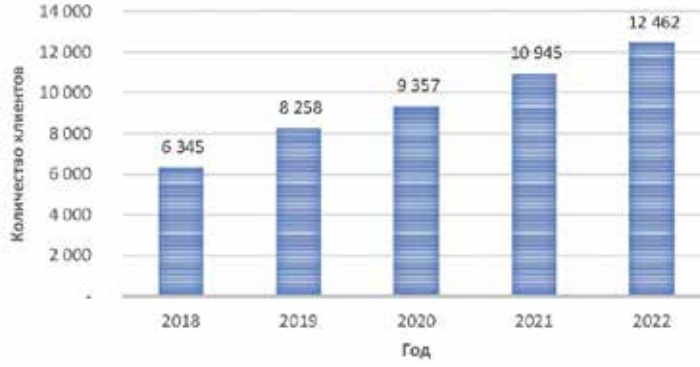

Рис. 3. Фактическая численность российских клиентов факторинговых компаний

Источник: составлено автором на основе информационного обзора рынка факторинга от АФК https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).

За последнее время все больше компаний используют услуги факторинга, который помогает не только обеспечить ликвидность дебиторской задолженности, но также предоставляет другие услуги, например, управление дебиторской задолженностью или хеджирование рисков платежей.

---

[1] Информационный обзор рынка факторинга от АФК. URL: https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).

[2] Информационный обзор рынка факторинга от АФК. URL: https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).

Однако факторинг наиболее подходит для компаний, у которых есть стабильный поток клиентов и которые хотят сохранить контроль над своими финансами и не увеличивать уровень задолженности. Тем не менее использование этой услуги может привести к более высоким расходам, особенно если применяется безрегрессный тип факторинга.

Благодаря санкциям факторинг набирает популярность среди компаний, стремящихся повысить свою ликвидность и получить дополнительное финансирование без увеличения уровня задолженности. Согласно статистике, количество компаний, использующих услуги факторов, продолжает расти, что подтверждает актуальность и эффективность данного инструмента в современном бизнесе.

Уровень международных сделок на рынке факторинга показал в 2022 году снижение, но это не имело существенного влияния на российский рынок в целом. Факторы по-прежнему оказывают широкий спектр услуг, а компании ищут новые рынки для развития своего бизнеса. Например, некоторые компании меняют ориентацию с западного рынка на азиатский и африканский рынки. Более того, факторы продолжают разрабатывать новые продукты и услуги, чтобы привлечь и удержать клиентов. В целом рынок факторинга показывает устойчивый рост и продолжает быть одним из важнейших инструментов финансирования для компаний.

Список литературы

1. *Волкова О.В.* Факторинг как вид финансирования предприятий» URL: https://cyberleninka.ru/article/n/faktoring-kak-vid-finansirovaniya-predpriyatiy (дата обращения: 02.05.2023).
2. Информационный обзор рынка факторинга от АФК https://asfact.ru/wp-content/uploads/2023/02/AFC-Y2022_open.pdf (дата обращения: 02.05.2023).
3. *Кубарь М.А.* Сущность понятия «факторинг» и его виды. URL: https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-ponyatiya-faktoring-i-ego-vidy/viewer (дата обращения: 02.05.2023).
4. *Леднев М.В.* Факторинг / М.В. Леднев. — 2013. — 89 с. https://znanium.com/catalog/document?id=152672 (дата обращения: 02.05.2023).

5. *Покаместов И.Е.* Факторинг / И.Е. Покаместов, М.В. Леднев. — 2-е изд., испр. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2022. — 133 с. + Доп. материалы https://znanium.com/read?id=390085 (дата обращения: 02.05.2023).
6. Сайт Немецкой ассоциации факторинга (Deutscher Factoring Verband e.V.) URL: https://www.factoring.de/factoring /factoring-von-a-bis-z (дата обращения: 02.05.2022).
7. Учебное пособие по дисциплине финансовое обеспечение внешнеэкономической деятельности предприятия / Савинов Ю.А., Тарановская Е.В. — Москва, 2018. — 230 с.
8. ФАКТОРинг ПРО — «Как успешно развивать экспорт и импорт с помощью факторинга?» URL: http://www.factoringpro.ru/index.php/factoring-review/3439-export-and-import-with-factoring (дата обращения: 02.05.2023).
9. ЦБ — «Факторинг. Краткий путеводитель для российских компаний» URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/96402/factoring.pdf (дата обращения: 02.05.2023).
10. Banki.ru. В России проведена первая сделка с цифровыми финансовыми активами. URL: https://www.banki.ru/news/lenta/?id=10968661 (дата обращения: 04.05.2023).
11. Factorings.ru. Описание факторинга URL: http://www.factorings.ru/static/description/ (дата обращения: 02.05.2023).

ИТАЛИЯ И РОССИЯ: ИНВЕСТИЦИОННОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ГЕОПОЛИТИЧЕСКИХ ВЫЗОВОВ

Писулина Мария Владимировна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, факультет международных финансов, студентка

Захаров Александр Николаевич

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, кафедра мировой и национальной экономики, доктор экономических наук, профессор

В статье рассматривается сотрудничество России и Италии в сфере инвестиций в современных реалиях. Анализируются особенности инвестиционного сотрудничества между двумя странами и отмечается, что Россия продолжает оставаться привлекательным объектом для инвестиций со стороны Италии, выявлены основные направления развития инвестиционного сотрудничества между двумя странами.

Ключевые слова: инвестиционное сотрудничество, инвестиции, Россия, Италия, сотрудничество, прямые иностранные инвестиции, внешнеэкономическое сотрудничество.

ITALY AND RUSSIA: INVESTMENT COOPERATION IN CONDITIONS OF UNCERTAINTY AND GEOPOLITICAL CHALLENGES

Maria V. PISULINA
Alexander N. ZAKHAROV
Russian Foreign Trade Academy
Ministry of economic development of the Russia Federation

The article discusses cooperation between Russia and Italy in the field of investment in modern realities. The features of investment cooperation between the two countries are analyzed and it is noted that Russia continues to be an attractive object for investment from Italy, the main directions of development of investment cooperation between the two countries are identified.

Keywords: investment cooperation, investments, Russia, Italy, cooperation, foreign direct investment, foreign economic cooperation.

Инвестиционное сотрудничество России и Италии, официально установленное в 1991 году, является результатом исторического партнерства стран, уходящего далеко в историю. До определенного времени сотрудничество России и Италии в целом было насыщено договорами, декларациями и другими символами плодотворного и развивающегося партнерства[1]. Так, одним из основных договоров в отношении инвестиционного сотрудничества является «Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Итальянской Республики о поощрении и взаимной защите капиталовложений», первичной целью которого является создание благоприятных условий для взаимовыгодного взаимодействия и стимулирования деловой инициативы. Инвестиционное сотрудничество главным образом определяет внедрение современных технологий и достижений науки в производство России и в определенной степени развитие итальянских компаний. В начале 2022 года в России функционировало около 500 предприятий с участием ита-

[1] *Зонова Т. В.* Россия и Италия: история дипломатических отношений / Т. В. Зонова. — Учебное пособие. Часть 1. — Москва, 1998. — 64 с. — EDN QIUQZT.

льянского капитала, Италия на тот момент рассматривала Россию как давнего и перспективного партнера[1].

Тем не менее 2022 год отмечен снижением объемов инвестирования в российскую экономику, в большей степени причиной этого спада является рост геополитической напряженности в мире, а также введение санкций и контрсанкций с Европейским союзом. Есть ли перспектива развития отношений в такой ситуации — вопрос непростой.

Для того чтобы попытаться ответить на этот вопрос, обратимся к данным по прямым инвестициям в Италию из Российской Федерации (Табл. 1). Италия имеет характерную особенность по сравнению с другими развитыми странами, которая выражается в наличии российских прямых инвестиций в средние по размеру компании, в том числе для получения доступа к передовым технологиям[2]. Примерами российских компаний, успешно осваивавших итальянский рынок, являются: «Лукойл», «Евраз», «Русал», «Роснефть» и др.

Таблица 1

Прямые инвестиции из Российской Федерации в Италию

Год	Участие в капитале (млн долл. США)	Реинвестирование доходов (млн долл. США)	Долговые инструменты (млн долл. США)	ВСЕГО (млн долл. США)
2013	517,67	0,00	20,51	538,18
2014	547,64	0,00	39,18	586,83
2015	112,47	0,00	4,52	116,99
2016	77,63	0,00	87,44	165,08
2017	32,94	0,00	264,37	297,31
2018	58,44	0,00	−26,94	31,50

[1] Италия в полном объеме. [Электронный ресурс]. URL: https://expo.innoprom.com/media/press-about-us/italiya-v-polnom-obeme/ (дата обращения: 22.04.2023).

[2] *Овакимян М.С.* Экономические отношения России и Италии / М. С. Овакимян, М. Н. Ионов // Горизонты экономики. — 2017. — № 6(39). — С. 95–102. — EDN YPGUBE.

Год	Участие в капитале (млн долл. США)	Реинвестирование доходов (млн долл. США)	Долговые инструменты (млн долл. США)	ВСЕГО (млн долл. США)
2019	83,79	0,00	52,38	136,17
2020	141,58	0,00	−2,26	139,32
2021	139,56	0,00	−92,54	47,02
2022 (прогноз)	–	–	–	102,10

Источник: по данным Банка России (https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/).

Говоря о структуре ПИИ в Россию из Италии, можно выделить следующие направления: обрабатывающие производства, добыча полезных ископаемых, строительство, оптовая и розничная торговля и т. д. Информация об объемах инвестиций в некоторые области помечена как конфиденциальная на 01.01.2022, однако, если учитывать доступные данные, доли основных областей для ПИИ можно проиллюстрировать так (рис. 1). Такое распределение характерно для прямых инвестиций из Италии и каждый год почти не меняется.

Изменение объемов прямых инвестиций из Италии можно наблюдать в табл. 2. Отчетливо видно, что приток прямых инвестиций из Италии также очень чувствителен к кризисным периодам (2015, 2020 годы). Кроме того, 2022 год по прогнозам продемонстрировал тенденцию к снижению и объем ПИИ в страну в 2022 году достиг отрицательного значения, однако не такого сильного, как в 2020 году. Стоит отметить, что еще в первом полугодии 2022 года. Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений в общем прогнозировал стабилизацию или продолжение снижения объемов прямых иностранных инвестиций и сохранение этих тенденций в 2023 году в России, что, очевидно, происходит и в конкретном случае с инвестициями из Италии[1].

[1] Россия и мир: 2022. Экономика и внешняя политика? Ежегодный прогноз / Ю.Л. Адно, С.А. Афонцев, О.В. Богаевская [и др.]: Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова РАН, Фонд перспективных исследований и инициатив. — Москва? Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова Российской академии наук, 2021. — 136 с. — ISBN 978-5-9535-0600-7. — DOI: 10.20542/978-5-9535-0600-7. — EDN YINXJL.

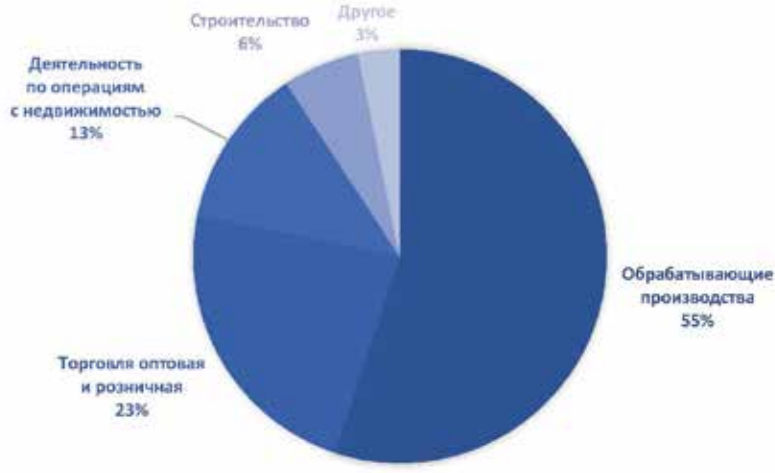

Рис. 1. ПИИ в Россию из Италии по видам экономической деятельности, %

Источник: по данным Банка России (https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/).

Таблица 2

Прямые инвестиции из Италии в Российскую Федерацию

Год	Участие в капитале (млн долл. США)	Реинвестирование доходов (млн долл. США)	Долговые инструменты (млн долл. США)	ВСЕГО (млн долл. США)
2013	52,29	14,96	50,74	117,99
2014	199,49	12,57	−53,57	158,49
2015	75,61	16,02	−35,34	56,29
2016	66,06	54,68	12,71	133,46
2017	23,35	−57,87	64,97	30,44
2018	124,11	463,32	−8,60	578,83

Год	Участие в капитале (млн долл. США)	Реинвестирование доходов (млн долл. США)	Долговые инструменты (млн долл. США)	ВСЕГО (млн долл. США)
2019	121,44	68,89	69,99	260,31
2020	69,22	–346,39	–38,20	–315,38
2021	119,07	–53,83	–19,14	46,10
2022 (прогноз)	–	–	–	–254,11

Источник: по данным Банка России (https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/).

Санкции и настрой коллективного запада пока что ставят под вопрос значимые прямые инвестиции Италии в Россию. Покупка итальянской металлургической Marcegaglia дочерней структурой «Северстали» в Латвии через эскроу-счет подтверждает это. На данный момент Европа не желает каким-либо способом финансировать российскую экономику, использует эскроу-счета, снятие денег с которых возможно лишь со снятием санкций[1]. Инвестиционную активность между Италией и Россией поддерживают лишь компании, решившие продолжить работу в стране, они служат неким мостом между сторонами.

Главным катализатором отношений как раз и считаются компании, решившие продолжить работу в стране. Этот бизнес может оживить экономику России. Про такие перспективы выразился президент Ассоциации итальянских предпринимателей в России Витторио Торрембини. Уточняется, что только две итальянские фирмы продали бизнес — Enel и другая компания, которая давно собиралась это сделать. К слову, Enel — энергетический гигант Италии, в компетенции которого производство, распределение, продажа электроэнергии[2]. Остальные компании находят российский рынок достаточно привлекательным и ведут свою деятельность, несмотря на сильное давление от властей в Европе. Более того, говорится даже о дальнейших планах инвестирования в российские от-

[1] Итальянская Marcegaglia закрыла сделку по покупке латвийской «дочки» «Северстали» [Электронный ресурс]. URL: https://www.interfax.ru/business/897130 (дата обращения: 22.04.2023).

[2] *Захаров А.Н.* ТЭК Китая и ведущих стран мира в условиях развития глобального энергетического кризиса. Раздел 2.7. Топливно-энергетический комплекс Италии. — М.: ВАВТ, 2023. — С. 210–228.

расли строительства и продуктов питания[1]. Таким образом, такой бизнес на данный момент не дает обрушиться отношениям Италии и России и помогает нашей экономике развиваться. В связи с этим создание благоприятного инвестиционного климата России на данный момент можно считать главной целью на пути восстановления сотрудничества с Италией. Сейчас климат России можно охарактеризовать следующим образом (табл. 3).

Таблица 3

Показатели, отражающие состояние инвестиционного климата в экономике страны

Показатели	Италия	Россия	США
Защита инвесторов	66	60	71,6
Индекс защиты инвесторов (0–50)	33	30	36
Индекс прозрачности транзакций (0–10)	7	6	7
Индекс ответственности менеджмента (0–10)	4	2	9
Индекс легкости привлечения акционеров (0–10)	6	7	9
Индекс степени защиты прав акционера (0–6)	5	5	2
Индекс степени владения и контроля (0–7)	4	4	3
Индекс степени корпоративной прозрачности (0–7)	7	6	5

Источник: https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors.

Проанализировав таблицу, можно понять, что Россия обладает недостаточной инвестиционной привлекательностью для многих итальянских компаний, что подобно санкциям тормозит развитие двусторонних отношений.

Подводя итог, можно констатировать, что нынешнее двустороннее торгово-экономическое сотрудничество между Италией и Россией пре-

[1] Глава итальянской ассоциации заявил об отсутствии планов компаний уходить [Электронный ресурс]. URL: https://rbc-ru.turbopages.org/rbc.ru/s/politics/25/04/2023/64477dac9a79474eba1353d9 (дата обращения: 07.05.2023).

терпело такие изменения, которые неминуемо приводят к деградации этих отношений. Инвестиционная политика вырабатывается не на основе эффективности и прибыльности для стран, а по политическим соображениям, которые зачастую не соответствуют ни интересам граждан, ни настоящим интересам правительств. Продолжающаяся против России политика ужесточения со стороны коллективного Запада не дает оснований прогнозировать в краткосрочном периоде развитие взаимовыгодных инвестиционных связей с Италией. Однако существует надежда на итальянский бизнес, оставшийся на российском рынке — от его устойчивости зависит дальнейшее развитие ситуации. Поэтому, на наш взгляд, важно создавать благоприятный инвестиционный климат и всячески помогать итальянским компаниям, которые, несмотря на сильное давление, продолжают вести бизнес в России, что было подчеркнуто на прошедшем в июне 2023 года Петербургском международном экономическом форуме (ПМЭФ-2023).

Список литературы

1. *Адно Ю.Л., Афонцев С.А., Богаевская О.В. и др.* Россия и мир: 2022. Экономика и внешняя политика: Ежегодный прогноз / Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова РАН, Фонд перспективных исследований и инициатив. — Москва: Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова Российской академии наук, 2021. — 136 с. — ISBN 978–5-9535–0600–7. — DOI: 10.20542/978–5-9535–0600–7. — EDN YINXJL.
2. Глава итальянской ассоциации заявил об отсутствии планов компаний уходить [Электронный ресурс]. URL: https://rbc-ru.turbopages.org/rbc.ru/s/politics/25/04/2023/64477dac9a79474eba1353d9 (дата обращения: 07.05.2023).
3. *Захаров А.Н.* ТЭК Китая и ведущих стран мира в условиях развития глобального энергетического кризиса. Раздел 2.7. Топливно-энергетический комплекс Италии. — М.: ВАВТ, 2023. — С. 210–228.
4. *Захаров А.Н.* Глобальная энергетическая проблема: новые вызовы и угрозы, возможности их преодоления — Вестник МГИМО-Университета — 2017. — № 1(52) — С. 187–200.

5. *Зонова Т.В.* Россия и Италия: история дипломатических отношений / Т.В. Зонова. — Учебное пособие. Часть 1. — Москва, 1998. — 64 с. — EDN QIUQZT.
6. Италия в полном объеме. [Электронный ресурс] URL: https://expo.innoprom.com/media/press-about-us/italiya-v-polnom-obeme/ (дата обращения: 22.04.2023).
7. Итальянская Marcegaglia закрыла сделку по покупке латвийской «дочки» «Северстали» [Электронный ресурс]. URL: https://www.interfax.ru/business/897130 (дата обращения: 22.04.2023).
8. *Овакимян М.С.* Экономические отношения России и Италии / М.С. Овакимян, М.Н. Ионов // Горизонты экономики. — 2017. — № 6(39). — С. 95–102. — EDN YPGUBE.
9. Банк России [Электронный ресурс]. URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 22.04.2023).
10. The World Bank [Электронный ресурс]. URL: https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors (дата обращения: 07.05.2023).

РАСПРОСТРАНЕНИЕ ЦИФРОВЫХ ТЕХНОЛОГИЙ В РОССИИ: ВОЗМОЖНОСТИ И УГРОЗЫ

Рахматуллина Карина Галиевна
Всероссийская академия внешней торговли,
факультет международных финансов
Седова Надежда Васильевна
Всероссийская академия внешней торговли, кафедра финансов
и валютно-кредитных отношений, профессор

Быстрое распространение цифровых технологий меняет производство и торговлю, создавая как возможности, так и проблемы для устойчивого развития РФ. Объединение усилий государства и компаний позволит извлечь выгоду от данного процесса и предотвратить возможные угрозы.

Ключевые слова: цифровизация, цифровая экономика, цифровая трансформация, программное обеспечение, цифровые технологии, национальная программа, кибербезопасность, кибератака.

DIGITAL DIFFUSION IN RUSSIA: OPPORTUNITIES AND THREATS

Karina G. RAKHMATULLINA
NADEZHDA V. SEDOVA
Russian Foreign Trade Academy Ministry
of economic development of the Russian Federation

The rapid spread of digital technologies is changing production and trade, creating both opportunities and challenges for sustainable development in the Russian Federation. Joining efforts of the state and companies will allow to benefit from this process and to prevent possible threats.

Key words: digitalization, digital economy, digital transformation, software, digital technology, national programme, cybersecurity, cyberattack.

Цифровизация представляет собой всестороннее объединение в единую систему всех областей экономики и общества, а также способность собирать необходимую информацию, анализировать ее и воплощать в жизнь. Эти изменения, с одной стороны, приносят преимущества и возможности, однако также они создают вызовы и угрозы.

Однако, несмотря на все сложности данного процесса, развитые страны активно осуществляют цифровизацию в социально-экономической сфере. Успешным примером может стать Китай, который благодаря данному внедрению смог повысить конкурентоспособность на мировых рынках товаров и услуг. С помощью государственных программ и планов Китай создал цифровую экосистему, получил доступ к иностранным капиталам, развил высокотехнологичные, передовые отрасли и повысил уровень образования специалистов. Другие страны, которые также активно внедряют цифровизацию в свою экономику, должны служить примером для нашей страны, которая еще не может похвастать значительными результатами в этой сфере [4].

В 2017 г. Правительством РФ была утверждена программа «Цифровая экономика Российской Федерации», которая стала основой для внедрения цифровых технологий в экономику страны. В этой программе сформулированы следующие глобальные цели:

1. Увеличение финансирования цифровой экономики, используя все источники, не менее чем в 3 раза по сравнению с 2017 г.
2. Формирование устойчивости и безопасности хранения, обработки и передачи данных между всеми организациями и домашними хозяйствами.
3. Использование государственными органами и организациями отечественного программного обеспечения [2].

В программе «Цифровая экономика Российской Федерации» расписан бюджет с 2018 по 2024 г. для каждого из 6 масштабных проектов. Большие потоки финансирования направлены на проекты «Информационная инфраструктура» и «Цифровые технологии», а финансирование «Нормативного регулирования цифровой среды» и «Информационной безопасности» занимают меньшие доли в итоговой сумме. Финансовое обеспечение всех проектов в сравнении с 2018 г. предположительно увеличится на 213,491 млн руб. в 2024 г. Всего с 2018 по 2024 г. планируется финансировать 1,844 трлн руб. [1] (табл. 1).

Таблица 1

Объем финансового обеспечения национальных программ по годам реализации (млн рублей)

№ п/п	Наименование федерального проекта	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	Всего 2018–2024 гг. (млн руб.)
1	«Нормативное регулирование цифровой среды»	220	297	297	307	265	265	266	1 917
2	«Информационная инфраструктура»	2391	94 696	322 270	89 799	105 859	89 531	70 246	774 792
3	«Кадры для цифровой экономики»	–	10 864	14 886	24 956	30 420	31 853	30 109	143 088
4	«Информационная безопасность»	387	7647	9674	10 080	1051	979	773	30 591
5	«Цифровые технологии»	505	41 663	77 162	139 313	67 342	65 991	60 338	452 314
6	«Цифровое государственное управление»	3723	29 284	30 916	40 814	53 078	44 775	36 838	239 428
Всего по национальной программе		7226	212 964	498 235	365 574	284 784	255 422	220 717	1 844 922

Источник: «Паспорт национальной программы «Цифровая экономика Российской Федерации». URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_319432/ebcedc80008cd142dd215c4077ca3bc5c22fa71e/# (дата обращения: 10.05.2023).

Россия имеет возможности извлечь выгоду из цифровой трансформации, если эти изменения будут восприняты всеми участниками (гражданами, работниками, предпринимателями, учеными и политиками), особенно если компании будут активно решать проблемы цифровой трансформации. Создание эффективной цифровой экономики позволит расширить возможности для создания и развития бизнеса, будет способствовать увеличению инвестиционных потоков, аккумулированию человеческих и финансовых ресурсов мира.

Для достижения результатов от цифровизации экономики необходимы усилия всех участников рынка. Несомненно, что наибольшее влияние

на этот процесс может оказать только государство. Однако активное вовлечение компаний необходимо, ведь именно они составляют большую долю в ВВП.

В 2021 г. организации финансировали 2,9 трлн руб., или 2,2 % ВВП, в распространение и использование цифровых технологий и связанных с ними продуктов и услуг.

В структуре затрат организаций на цифровизацию и в 2020 г., и в 2021 г. наибольшую долю занимают расходы на приобретение машин и оборудования. Из-за пандемии расходы на приобретение программного обеспечения в 2020 г. были высоки и составляли 20,9 % от общих затрат. В 2021 году почти в 3 раза увеличились прочие внутренние затраты, большую долю из которых занимает оплата труда IT-специалистов, и снизились расходы на оплату услуг электросвязи, приобретение цифрового контента и обучения сотрудников [6].

Таблица 2

Структура внутренних затрат организаций на создание, распространение и использование цифровых технологий и связанных с ними продуктов и услуг по видам (в процентах к итогу)

Направления	2020 г., %	2021 г., %
Приобретение машин и оборудования, связанных с цифровыми технологиями	46	37,3
Приобретение программного обеспечения, его адаптация и доработка	18,1	17,7
Оплата услуг электросвязи	20,9	12,3
Исследования и разработки	1,5	1,2
Приобретение цифрового контента	1,9	1,1
Обучение сотрудников, связанное с внедрением и использованием цифровых технологий	1	0,6
Прочие внутренние затраты на внедрение и использование цифровых технологий	10,6	29,8

Источник: Выпуск из серии бюллетеней «Цифровая экономика» НИУ ВШЭ от 11.10.2022. URL: https://issek.hse.ru/news/782374555.html (дата обращения: 20.05.2023).

Какие существуют преимущества в цифровизации экономики?

1. Цифровые технологии позволяют развивать электронную коммерцию, что создает новые возможности для бизнеса. Благодаря цифровым платформам российские компании могут достигать более широкой аудитории и конкурировать на международном рынке. Это приводит к снижению потребительских цен, расширению доступа на рынки, усилению конкуренции и более эффективному использованию ресурсов. Эксперты оценивают темпы роста российского рынка электронной торговли в 23 % годовых. Однако, несмотря на высокий рост, Россия пока не входит список мировых лидеров по объемам онлайн-продаж.

Например, российский маркетплейс Wildberries активно увеличивал свое присутствие на международных рынках, внедряя цифровые технологии. С 2021 г. компания была представлена на 11 рынках зарубежных стран (США, Великобритания, Германия, Франция, Италия, Испания, Молдавия, Литва, Латвия, Турция и Эстония). Однако с 2022 года данный сервис работает только в России, Республике Беларусь, Польше, Армении, Киргизии и Казахстане [5].

2. Производство, сфера услуг, транспорт и даже сельское хозяйство используют все большее разнообразие цифровых технологий. Компании, которые участвуют в цифровизации, могут сделать свои организации более эффективными, легче находить и обслуживать клиентов, ускорить разработку продукции, а также изобретать продукты и услуги с меньшими затратами, не требуя при этом обширных знаний на уровне систем или собственных информационных технологий. Однако требуется время для распространения технологий и для того, чтобы их преимущества стали заметны и измеримы.

К примеру, российская компания Cognitive Technologies совместно с компаниями «Ростсельмаш» и «КамАЗ» разработали программное обеспечение Agro Pilot для беспилотного вождения комбайнов. Возможность круглосуточной эксплуатации данной техники снизила расходы на трудовые ресурсы, а также повысила производительность и качество уборки зерновых культур на 30 %.

Российская компания «Северсталь» внедрила систему на основе интернета вещей и аналитики больших данных для контроля потребления электроэнергии. Данная технология повышает качество прогноза энергопотребления и позволяет ежегодно экономить от 10 млн долл. [7].

3. Цифровизация позволяет государственным органам повысить эффективность предоставления государственных услуг и улучшить взаимодействие с гражданами и бизнесом. Это может способствовать улучшению делового климата в стране и привлечению инвестиций.

В 2023 году глава Комитета Государственной Думы по информационной политике сообщил о разработке в России цифрового кодекса — специального свода законов, который обеспечит работу цифровой отрасли и защиту интересов граждан.

Цифровизация экономики создает преимущества для всех участников рынка, однако стоит учитывать, что этот процесс также вызывает угрозы. Некоторые из них:

1. Рост цифровых технологий повышает риски в области кибербезопасности. Российские компании и государственные органы должны быть готовы к защите своей информации от кибератак и кражи данных. Недостаточная кибербезопасность может привести к серьезным экономическим потерям и снижению доверия со стороны инвесторов и потребителей.

По данным Group-IB, в России с 2021 по 2023 г. выросло количество утечек персональных данных в 40 раз, что составляет 970,5 млн строк записей. Только за 2-й квартал 2022 года у россиян было украдено 2,8 млрд руб. путем телефонного мошенничества. За 9 месяцев 2022 г. из российских клиник были украдены свыше 31 млн персональные данных о пациентах, рост краж возрос в 775 раз по сравнению с 2021 г.

Кибератаки настигают даже развитые страны с хорошей IT-инфраструктурой. Например, в 2021 году в США была совершена хакерская атака на крупнейший американский трубопровод Colonial Pipeline, что привело к остановке подачи топлива на несколько дней и введению режима чрезвычайной ситуации [3].

2. Технологический разрыв. Если в России не удастся эффективно использовать и развивать цифровые технологии, то это может привести к технологическому разрыву с развитыми странами, что означает потерю конкурентоспособности наших товаров.

Внешнеторговый оборот технологий с 2001 по 2019 г. вырос и составил 8,4 млрд долл. Объем экспорта отечественных технологий в 2019 г. достиг 3,5 млрд долл., а импорта — 4,8 млрд долл. Однако на протяжении 20 лет наблюдается ярко выраженная тенденция превышения выплат по импорту технологий над их экспортом из России [9] (см. рис. 1).

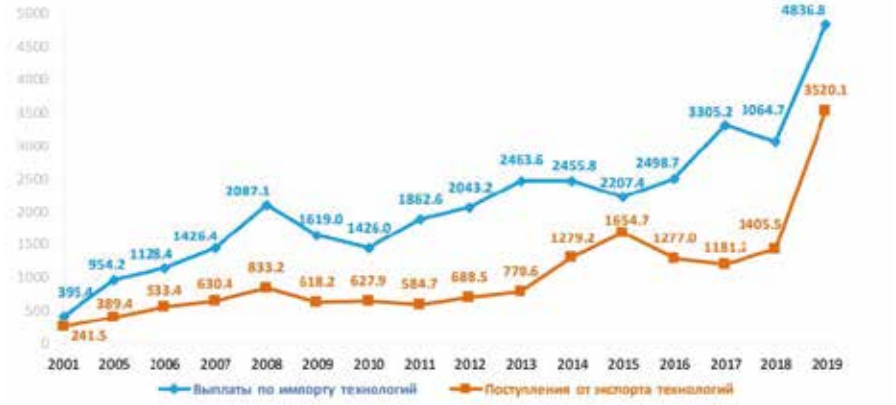

Рис. 1. Динамика экспорта и импорта технологий в России (млн долл. США)

Источник: Выпуск из серии бюллетеней «Наука, технологии, инновации» НИУ ВШЭ от 17.09.2020. URL: https://issek.hse.ru/news/399520404.html (дата обращения: 28.05.2023).

3. Одной из главных угроз цифровизации экономики является рост структурной безработицы. Автоматизация и внедрение цифровых технологий могут привести к сокращению рабочих мест в некоторых отраслях. Необходимо готовить рабочую силу к новым требованиям цифровой экономики и создавать новые возможности занятости.

По оценкам аналитиков Ассоциации предприятий компьютерных и информационных технологий (АПКИТ), потребность в высококвалифицированных кадрах в сфере информационных и коммуникационных технологий (ИКТ) к 2024 г. достигнет 290–300 тыс. человек в год. При этом, согласно нацпроектам, к этому же году доля населения, обладающего цифровыми навыками, должна достигнуть 40 % [8].

Таким образом, цифровые технологии в экономике предоставляют перспективы выхода на международные рынки и повышения производительности труда для компаний. Формирование эффективной цифровой экономики откроет значительные возможности для создания и развития бизнеса, будет способствовать увеличению инвестиционных потоков, аккумулированию человеческих и финансовых ресурсов. Одна-

ко Правительству РФ следует применять целостный подход, предусматривающий диалог с участием многих заинтересованных сторон. В то же время требуется соответствующая подготовка и меры по обеспечению кибербезопасности, а также для решения проблем структурной безработицы и технологического разрыва. Кроме того, национальная политика и стратегия должны быть направлены на использование цифровых данных путем развития соответствующей инфраструктуры, навыков и нормативно-правового регулирования.

Список литературы

1. Программа «Цифровая экономика Российской Федерации» // Распоряжение Правительства Российской Федерации от 28 июля 2017 г. URL: http://static.government.ru/media/files/9gFM4FHj4PsB79I5v7yLVuPgu4bvR7M0.pdf (дата обращения: 10.05.2023).
2. Паспорт национальной программы «Цифровая экономика Российской Федерации» (утв. президиумом Совета при Президенте РФ по стратегическому развитию и национальным проектам, протокол от 24.12.2018 № 16). URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_319432/ebcedc80008cd142dd215c4077ca3bc5c22fa71e/# (дата обращения: 10.05.2023).
3. Нужен ли России цифровой кодекс и от чего он защитит // Эксперт. URL: https://expert.ru/expert/2023/14/nuzhen-li-rossii-tsifrovoy-kodeks-i-ot-chego-on-zaschitit/ (дата обращения: 20.05.2023).
4. Понимание цифровой экономики Китая: политика, возможности и вызовы. URL: https://www.china-briefing.com/news/understanding-chinas-digital-economy-policies-opportunities-and-challenges/ (дата обращения: 10.05.2023).
5. Российский рынок e-commerce: в ногу со временем // Открытый журнал. URL: https://journal.open-broker.ru/analitika/analiz-rossijskogo-rynka-e-commerce/ (дата обращения: 28.05.2023).
6. Рост затрат на развитие цифровой экономики. — URL: https://issek.hse.ru/news/782374555.html (дата обращения: 20.05.2023).
7. «Умные» комбайны и дроны-геологи: как цифровизация меняет экономику // РБК. URL: https://trends.rbc.ru/trends/industry/cmrm/5efb5b0a9a79473caae9518c#metals (дата обращения: 28.05.2023).

8. Факультет нужных вещей: какие кадры требуются цифровой экономике // РБК. URL: https://trends.rbc.ru/trends/education/5edf4af49a79477dc7ebd5a2 (дата обращения: 20.05.2023).
9. Экспорт и импорт технологий. URL: https://issek.hse.ru/news/399520404.html (дата обращения: 28.05.2023).

ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПОДГОТОВКИ К ВНЕДРЕНИЮ БЮДЖЕТИРОВАНИЯ С НУЛЕВОЙ БАЗОЙ

Седова Надежда Васильевна
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России
Дядечко Андрей Васильевич
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, студент

В статье раскрывается общее описание подхода бюджетирования с нулевой базой (zero-based, budgeting, или ZBB) и его отличия от традиционных методов. Также в статье раскрывается тема практических аспектов внедрения ZBB. Рассмотрены основные этапы и ожидаемые результаты. Также анализируются преимущества метода, а также недостатки и сопряженные с внедрением риски.

Ключевые слова: бюджетирование, бюджетирование с нулевой базой (ZBB).

PRACTICAL ASPECTS OF PREPARING FOR THE IMPLEMENTATION OF ZERO-BASED BUDGETING

Nadezhda V. SEDOVA
Andrei V. DYADECHKO
Russian Foreign Trade Academy Ministry of economic development of the Russian Federation

The article reveals a general description of the zero-based budgeting (or ZBB) approach and its differences from traditional methods. The article also reveals the topic of practical aspects of ZBB implementation. The main stages and expected results are considered. The article provides the analysis of the advantages of the method, as well as the disadvantages and risks associated with the implementation.

Key words: budgeting, zero-base budgeting (ZBB).

Бюджетирование с нулевой базой (ZBB) — это процесс составления бюджета, при котором средства распределяются на основе эффективности и необходимости, а не исторических данных. В отличие от традиционного бюджетирования ни одна статья не включается автоматически в следующий бюджет. В ZBB специалисты, ответственные за бюджет, анализируют каждую программу и расходы в начале каждого бюджетного цикла и должны обосновывать каждую статью для получения финансирования. Составители бюджета могут применять ZBB к любому типу затрат: капитальные затраты; операционные расходы; коммерческие, общие и административные расходы; затраты на маркетинг или стоимость проданных товаров. В случае успеха ZBB может обеспечить радикальную экономию и помочь компании избавиться от устаревших методологий и неэффективных подразделений. Но в случае неудачи компания может понести большие затраты на внедрение при небольших достижениях в эффективности. Именно поэтому большое значение имеет выбор правильного и сбалансированного подхода к внедрению подходов ZBB в компании.

Хотя на практике подходы могут отличаться, для понимания принципов работы ZBB полезно рассмотреть один из теоретических подходов ZBB, описанный далее. В рамках этого подхода определяются единицы принятия бюджетных решений (желательно самые низкие). Менеджеры в каждой единице подразделения готовят подробное описание и оценку всей деятельности, которую оно выполняет, включая альтернативы текущим методам предоставления услуг и необходимые планы расходов для достижения целей подразделения. Эта информация используется для создания «пакетов решений», которые показывают различия в уровне предельных расходов, соответствующих различным уровням усилий и затрат. При этом должно быть не менее трех пакетов решений:

- Базовый пакет. Этот тип пакета отвечает только самым основным потребностям, представляет собой минимальный уровень необходимого финансирования, чтобы услуги подразделения оставались жизнеспособными. Это представляет собой важное отличие от традиционных подходов к бюджетированию (например, приростной/incremental), т. к. они не учитывают абсолютный минимальный уровень финансирования, при котором подразделение может функционировать и оказывать минимальный набор услуг. Скорее, текущий уровень расходов обычно считается своего рода минимумом де-факто.

- Текущий пакет. Этот тип пакета описывает, что требуется для поддержания текущего уровня услуги, предоставляемой в настоящее время клиентам подразделения. Разница между базовым и текущим пакетом обслуживания может быть выражена несколькими пакетами решений, где каждый пакет представляет один аспект того, что требуется, чтобы получить дополнительное финансирование для достижения текущего уровня обслуживания.
- Расширенный пакет. Эта категория относится к ресурсам, необходимым для расширения уровня услуг выше текущих уровней. Может быть любое количество расширенных пакетов.

Подготовка пакетов решений требует вовлечения среднего менеджмента и иногда даже линейного персонала, что тоже является отличительной особенностью ZBB. После этого пакеты собираются и ранжируются сверху вниз внутри подразделений, в которых находятся единицы принятия решений. После этого ранжирование используется централизованными органами, ответственными за бюджетирование, как базы для принятия решений о выделении финансирования. Таким образом, ZBB позволяет применять более взвешенный подход к сокращению расходов с учетом ценности предоставляемых каждым подразделением услуг. Также важным преимуществом является то, что это дает высшему руководству лучшее понимание работы подразделений. Часть недостатков, которые также будут рассмотрены далее, заключается в трудоемкости подготовки и анализа пакетов решений, нежелании менеджмента готовить базовые пакеты с расходами ниже текущих, т. к. в соответствии с ZBB на карту будет поставлен весь их бюджет. Также возможны манипуляции с ранжированием.

Подходы к внедрению ZBB, как и сам понятийный аппарат, получили развитие и декомпозицию. В частности, некоторые консультанты дополнительно выделяют процессы ZBC (zero-based commercial), в рамках которого определяется правильный клиентский опыт и ценовые категории для каждого клиента, оценивается потенциал изменения инвестиций и роста выручки; ZBS (zero-based spend), в рамках которого фокусом являются операционные расходы, их детальный анализ и идентификация потенциалов к снижению; ZBO (zero-based organization), который, в свою очередь, сосредоточен на расходах на персонал и организационной структуре компании; ZBSC (Zero-based supply chain) и пр. Весь процесс называют ZBT (zero-based transformation), также появился термин ZBx (zero-based mindset — мышление с нулевой базой).

В привычном процессе бюджетирования и планирования, как правило, первоначально устанавливаются цели сверху вниз (top down). Далее ответственные подразделения проводят базовые расчеты планов снизу вверх (bottom up), результатов и потребностей на основе вышеупомянутых целей, исторических данных, договоров, нормативов, бенчмарков и т. п.

При этом для различных статей расходов могут применяться различные методы — основанные на драйверах (driver-based), активностях (activity-based), оценке приростов (incremental-based) и прочих.

Эти методы и подходы служат отправными точками для поиска оптимизаций, в том числе с помощью метода планирования с нулевой базой (zero-based). Необходимо критически переосмыслить ресурсы, а именно внедрить регулярный анализ планов и расчетов по выбранным статьям для поиска скрытых резервов. Этот процесс условно можно разделить на 3 основные составляющие:

- поиск резервов в эффективности через идентификацию способов достичь таких же результатов при меньших затратах ресурсов;
- повышение результативности при тех же затратах ресурсов;
- поиск инновационных способов решения тех же привычных задач.

При первичном внедрении можно выделить следующие шаги (на примере ZBS):

1) обеспечивается прозрачность и сопоставимость операционных расходов, определяются группы и категории расходов для анализа, формулируются гипотезы по сокращению затрат. Это могут быть инициативы по энергосбережению, поиску альтернативных поставщиков, изменению корпоративных политик, централизации функций, автоматизации определенных процессов. В рамках первого этапа анализируются статьи категории и статьи затрат, идентифицируются их инициаторы, объемы, цели (кто, сколько и на что тратит), проводится бенчмаркинг. Это позволяет выявить основные области оптимизации и сокращения расходов;
2) проводится детальный анализ и разработка инициатив и рекомендаций по сокращению затрат в разрезе групп и категорий (статей). На этом этапе происходит отсеивание неработающих

гипотез. Формируются бизнес-кейсы и «дорожные карты» по каждой инициативе;

3) определение владельцев категорий затрат (формирование «пакетов»), создание системы ответственности за категории/пакет затрат и бюджетов;
4) формирование бюджета с нуля. Внедрение и реализация инициатив. Начало изменения в поведении людей, внедрение zbb культуры;
5) выстраивается процесс контроля и мониторинга расходов в рамках категорий затрат. Разрабатываются КПЭ и дашборды.

Также важной составляющей процесса является формирование деревьев драйверов затрат, которые позволят детализировать рычаги управления затратами до уровня практических решений. На примере затрат на электроэнергию это может выглядеть следующим образом:

1) разделение расходов на электроэнергию на физический объем потребления и цену за единицу потребления;
2) разделение объемов потребления по ключевым потребителям и оснащенности их предметами учета;
3) разделение анализа каждого потребителя энергии (например, освещение торгового зала, вентиляция и кондиционеры, холодильное оборудование);
4) декомпозиция анализируемых драйверов внутри каждого потребителя (например, в ходе анализа освещения торгового зала рассматривается количество светильников, потребляемая мощность, время работы);
5) декомпозиция каждого из показателей, идентифицированных на предыдущем шаге, на факторы, по которым возможно принятие конкретных практических решений. Например, анализ необходимого количества светильников декомпозируется на анализ площади освещения, светового потока единицы, расположения светильников. В результате могут быть приняты решения по оптимизации расположения светильников, использованию естественного освещения, где возможно, замене светильников на те, что имеют больший световой поток, экономии по освещению неторговых и подсобных помещений и т. п.

Этапы внедрения ZBO схожи, где в рамках первого этапа проводится анализ затрат на персонал и распределения трудозатрат. Задачей второго этапа является формирование организационно-функциональных инициатив для сокращения затрат и повышения эффективности. В итоге должен быть создан дизайн целевой организационно-функциональной структуры (так называемый организационный дизайн с нуля).

Как описано выше, должна сформироваться методика оценки статей по ZBB в рамках бюджетирования. Должен появиться процесс и культура регулярного подхода к расходам с использованием ZBB подхода. Вкратце подход к статьям может выглядеть так (stage-gate, или так называемая воронка): формирование гипотез (банка идей) — решение по выбору, оценка — внедрение — результат, расчет эффектов и поддержка.

Также в результате ожидается создание центра компетенции по ZBB и внедрение ZBB культуры по всей компании, в результате чего появится регулярный процесс, позволяющий извлекать максимальные эффекты по статьям расходов и доходов.

Встраивание ZBB в культуру компании несет крайне немаловажную роль и критично необходимо для успешной реализации внедрения. Выделяются следующие аспекты этого процесса:

- все в организации должны понимать концепт ZBB и его роль в конкурентном преимуществе компании;
- лидеры дают четкое представление о целях и поощряют свои команды работать по приоритетам;
- владельцы бюджетов всегда обладают прозрачным пониманием распределения ресурсов;
- ZBB становится стилем жизни подразделений и позволяет через генерацию идей и внедрение мероприятий достигать амбициозных целей;
- владельцы категорий помогают лучше управлять затратами на уровне всей компании;
- автоматизированный и налаженный процесс упрощает работу и сокращает круги согласований.

Стоит отметить, что в то время, как ZBB подход несет в себе очевидные преимущества, он также обладает и недостатками и несет в себе дополнительные риски, которые необходимо оценить применитель-

но к конкретной компании и ее состоянию перед принятием решения о внедрении. К преимуществам стоит отнести следующее:

- итоговый бюджет хорошо обоснован и соответствует стратегии;
- катализирует более широкое сотрудничество в организации;
- поддерживает снижение затрат, избегая автоматического увеличения бюджета, что часто приводит к экономии;
- повышает операционную эффективность за счет тщательной проверки предположений.

К недостаткам и рискам относится следующее:

- процесс ZBB может оказаться дорогостоящим, сложным и трудоемким, поскольку бюджет ежегодно перестраивается с нуля, в то время как более простое и быстрое традиционное бюджетирование обычно требует обоснования только для дополнительных изменений;
- процесс ZBB может оказаться непомерно дорогим для организаций с ограниченным финансированием;
- рискованно, когда потенциальная экономия не определена;
- исполнение затруднено временными ограничениями бюджетного цикла;
- обычно для выполнения требуется специальное обучение или персонал, и в целом потребуется больше ресурсов;
- может быть нарушена работа организации;
- может быть нанесен ущерб организационной культуре или бренду компании.

Одним из ответов на эти риски выступает отказ от сплошного внедрения ZBB в пользу выборочного подхода внедрения ZBB в избранных функциях.

Управление расходами на принципах ZBB требует изменения корпоративной культуры. Подход предполагает назначение ответственных за каждый «пакет» (набор расходных статей, сгруппированных по функциональному признаку). Ответственный необязательно является функциональным руководителем, отвечающим за данные расходы. При этом он должен иметь мотивацию и рычаги для оптимизации затрат внутри своего «пакета». Оптимизация затрат становится ежедневным KPI для каждого сотрудника.

Бюджетирование на основе принципов ZBB — сложный и длительный процесс. Процесс разработки бюджета может занимать до 6 месяцев.

Может потребоваться внедрение подхода сквозных процессов (end-to end processes). «Пакет» обычно представляет собой сквозной процесс, архитектуру которого предстоит сформировать в рамках реализации проекта. Это потребует существенных организационных изменений в компании, которые могут занять длительный период времени на разработку и согласование.

Полноценное внедрение может потребовать прохождение нескольких бюджетных циклов.

Подводя итог, стоит выделить преимущества использования ZBB, которые заключаются в том, что этот подход обеспечивает владельца, прозрачность и эффективность для каждой статьи затрат, входящих в периметр внедрения подхода.

ZBB — это больше, чем просто составление бюджета, основные отличия между ними заключаются в следующем:

- охват — полный учет всех факторов, влияющих на расходы;
- процесс — тщательное бюджетное планирование и сквозная аналитика отклонений;
- прозрачность — отражение факторов, влияющих на расходы во всех категориях;
- возможность сравнения данных — возможность более объективного сравнения данных, четкое разделение ценовых и количественных показателей;
- управление — текущий контроль исполнения бюджета в центрах прибыли и убытков — повседневная обязанность ответственных за категории затрат;
- цифровые технологии — процесс отслеживания (отклонений) непосредственно интегрирован в основную систему бюджетного планирования.

При внедрении стоит уделить большое внимание этапу диагностики, определению потенциального эффекта от внедрения ZBB подхода по всем категориям затрат.

Список литературы

1. Бюджетирование «с нуля» — как это делается [Электронный ресурс]. URL: https://gaap.ru/articles/Byudzhetirovanie_s_nulya_kak_eto_delaetsya/ (дата обращения: 25.03.2023).
2. Бюджетирование «с нуля»: уже больше чем просто антикризисный инструмент [Электронный ресурс]. URL: https://gaap.ru/articles/Byudzhetirovanie_s_nulya_uzhe_bolshe_chem_prosto_antikrizisnyy_instrument/ (дата обращения: 25.03.2023).
3. Kris Timmermans, Chris Roark, Rodrigo Abdall. The Big Zero: The Transformation of ZBB into a Force for Growth, Innovation and Competitive Advantage. — Portfolio Penguin, 2019. — 208 p. — ISBN 978–0241401590.
4. Peter A. Pyhrr. Zero-Base Budgeting: A Practical Management Tool for Evaluating Expenses. — John Wiley & Sons Inc, 1977. — 250 p. — ISBN 978–0471037217.
5. Zero-based budgeting (Deloitte) [электронный ресурс]. URL: https://www2.deloitte.com/bd/en/pages/operations/articles/gx-zero-based-budgeting.html (дата обращения: 25.03.2023).
6. Zero-based budgeting (KPMG) [Электронный ресурс]. URL: https://advisory.kpmg.us/articles/2019/zero-based-budgeting.html (дата обращения: 25.03.2023).
7. Sam Schreim. Zero-Based Budgeting (ZBB) To Zero-Based Everything: A Business Guide to Augmenting Zero-Based Budgeting to Achieve a Step-Change in Performance (Management Guides and Tools). — Business Model Hackers, 2019. — 59 p. — ISBN 978–1674618005.
8. The Zero-Based Mindset [Электронный ресурс]. URL: https:// www.cfo.com/accounting-tax/2019/09/the-zero-based-mindset/ (дата обращения: 25.03.2023).
9. Zero-Based Transformation (Accenture) [Электронный ресурс]. URL: https://www.accenture.com/us-en/services/zero-based-budgeting-index (дата обращения: 25.03.2023).

ГЛОБАЛЬНАЯ НАЛОГОВАЯ ПОВЕСТКА В ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОЭСР: СОВРЕМЕННЫЕ ВЫЗОВЫ И РЕШЕНИЯ

Серов Андрей Владимирович

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, аспирант кафедры финансов и валютно-кредитных отношений

Ярцева Надежда Михайловна

Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, зав. кафедрой финансов и валютно-кредитных отношений, к.э.н., доцент

В статье позитивно оценивается вклад ОЭСР в синхронизацию интересов стран в области налогообложения доходов от оказания электронных услуг и электронной коммерции, а также в борьбу с массовыми налоговыми злоупотреблениями со стороны ТНК. В то же время автор отмечает исторически высокий уровень налогового суверенитета стран-участниц ОЭСР, не позволяющий ОЭСР своевременно реагировать на изменения в глобальной конъюнктуре, и предлагает переосмыслить полномочия и функции ОЭСР в сфере глобальной налоговой политики.

Ключевые слова: большая двадцатка (G20), глобальная налоговая политика, межстрановая отчетность, налогообложение, Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), План BEPS, транснациональные корпорации (ТНК), трансфертное ценообразование (ТЦО).

OECD GLOBAL TAX AGENDA: MODERN CHALLENGES AND SOLUTIONS

Andrei V. SEROV
Nadezhda M. YARTSEVA
Russian Foreign Trade Academy

The article positively assesses the OECD's contribution to alignment of national interests in taxation of income from electronic services and e-commerce as well as to protection against massive tax abuses by MNCs. At the same time, the author notes the historically high level of tax sovereignty of the OECD's member states preventing the OECD from timely responses to changes in the global environment and proposes to reconsider the OECD's powers and functions in the field of global tax policy.

Keywords: BEPS, country-by-country reporting, G20, global tax policy, multinational corporations (MNCs), Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD), taxation, transfer pricing (TP).

За последние несколько лет существенно возросла роль Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в определении основных направлений глобальной налоговой политики, поскольку принципы и правила международного налогообложения требуют постоянной доработки в ответ на глобальные вызовы. К таким вызовам можно отнести конкуренцию стран за налогообложение доходов от оказания электронных услуг и электронной коммерции, массовые злоупотребления со стороны международных групп компаний действующими соглашениями об избежании двойного налогообложения, создание и использование транснациональными корпорациями компаний в юрисдикциях с нулевым или минимальным налогообложением прибыли и доходов у источника выплаты для снижения эффективной налоговой ставки. Пандемия COVID-19 также поставила перед ОЭСР задачу по восстановлению темпов роста мировой экономики за счет мер налоговой поддержки и стимулирования наиболее пострадавших отраслей.

В контексте глобальной налоговой повестки особый интерес вызывают усилия ОЭСР по синхронизации интересов стран в области нало-

гообложения доходов от оказания электронных услуг и электронной коммерции, а также по борьбе с массовыми налоговыми злоупотреблениями со стороны транснациональных корпораций (ТНК).

Вклад ОЭСР в синхронизацию интересов стран в области налогообложения доходов от оказания электронных услуг и электронной коммерции

Налоговая политика в цифровых сегментах глобальной экономики постепенно выходит на первый план в налоговой повестке ОЭСР.

Реагируя на растущую цифровизацию и растущие потребности в доходах все большее число стран внедряет налоги в отношении онлайн-продаж товаров, услуг и цифровых продуктов. На сегодняшний день более 70 стран, в том числе подавляющее большинство стран ОЭСР и G20, внесли соответствующие изменения в свое налоговое законодательство [7].

С учетом того, что ввод односторонних мер государствами приводит к неконтролируемому росту международной налоговой конкуренции, ОЭСР предлагает перейти к формированию многосторонних соглашений, заключение которых позволит странам претендовать на налогообложение локальной прибыли иностранных компаний [1].

В 2021 году ОЭСР обнародовала Положение по двум ключевым разделам в ответ на вызовы в сфере глобального налогообложения вследствие цифровизации экономики [2].

Первый базовый раздел (Pillar 1) положения включает ТНК с оборотом более 20 млрд евро (с постепенным понижением до 10 млрд евро) и рентабельностью более 10 %.

Если ТНК соответствует указанным критериям, то она должна уплачивать определенный налог в странах, где расположены ее клиенты, даже если ТНК не имеет там налогооблагаемого присутствия. Pillar 1 представляет собой три новых механизма для достижения названной цели: новый набор правил «привязки», фиксированный доход от определенных базовых маркетинговых и дистрибьюторских функций, осуществляемых физически в рыночной юрисдикции, а также инструменты повышения налоговой определенности с помощью эффективных механизмов предотвращения и разрешения споров [9].

ОЭСР планирует завершить разработку новой многосторонней конвенции для внедрения Pillar 1 в ближайшее время, чтобы она вступила в силу в 2024 году.

Второй раздел (Pillar 2) определяет правила налогообложения для ТНК с оборотом более 750 млн евро. Pillar 2 предполагает установление минимальной ставки налога на уровне 15 % и ее использование как для «правила включения дохода» (Income Inclusion Rule), так и для «правила недостаточного налогообложения доходов» (The Undertaxed Payments Rule) [2].

Идею об установлении минимальной ставки налога на прибыль корпораций в размере 15 % поддерживают более 130 государств, включая США, страны Европейского союза, Китай и Индию [11].

Техническое руководство ОЭСР по Pillar 2 опубликовано в феврале 2023 года и призвано помочь правительствам стран в реализации реформы международной налоговой системы, в результате которой ТНК будут облагаться минимальной эффективной ставкой налога в размере 15 % уже с 2024 года [12].

В ближайшее время ОЭСР рассчитывает завершить разработку соответствующего многостороннего инструмента. При этом следует отметить, что Pillar 2, в отличие от Pillar 1, будет применяться к организациям всех отраслей экономики, а не только к цифровым компаниям [4].

Вклад ОЭСР в борьбу с массовыми налоговыми злоупотреблениями со стороны ТНК

Налоговый суверенитет государств неизбежно приводит к их недобросовестной налоговой конкуренции. Государства соперничают друг с другом за право привлечь максимальный объем налоговых ресурсов под влияние своего национального налогового законодательства. Результатом такой конкуренции становится перемещение ТНК части своей налоговой базы из одной юрисдикции в другую или, иными словами, «размывание налоговой базы» [6].

ОЭСР многосторонне и комплексно подходит к задаче эффективной борьбы с подобными налоговыми практиками и злоупотреблениями, регулярно модернизируя предлагаемые разработки и механизмы [5]: с 2009 года ОЭСР ведет списки офшорных юрисдикций (с 2010 года список почти не изменился), в 2011 году принята Конвенция ОЭСР по обме-

ну налоговой информацией, в 2014 году ОЭСР опубликовала Стандарт автоматического обмена финансовой и налоговой информацией (CRS) по образцу FATCA [5, 10].

В 2013 году ОЭСР совместно с Группой Двадцати (G20) подготовила и опубликовала план BEPS (Action Plan on Base Erosion and Profit Shifting) по противодействию налоговым злоупотреблениям. План BEPS включает 15 направлений работ:

1) по предотвращению перемещения прибыли — контролируемые иностранные компании (КИК), постоянные представительства, трансфертное ценообразование (ТЦО);
2) по предотвращению занижения налоговой базы — гибридные механизмы, финансовые транзакции, деловая цель, соглашения об избежании двойного налогообложения;
3) по совершенствованию налоговых механизмов — цифровая экономика, информационный обмен, разрешение споров, многосторонняя конвенция [5].

В 2015 году ОЭСР опубликовала промежуточную серию отчетов в рамках BEPS, в том числе по трехуровневой документации по ТЦО, включая межстрановые отчеты (CbCR), а в 2020 году ОЭСР подготовила Руководство по ТЦО в отношении финансовых сделок. На данный момент 98 стран присоединились к автоматическому обмену CbCR [13].

Сам по себе план BEPS, как и любые другие рекомендации ОЭСР, не является обязательным даже для членов ОЭСР — его применение требует от государств внедрения соответствующих положений в свое налоговое законодательство [5]. Так, например, в Европейском союзе практическое применение план BEPS нашел в принятии Пакета налоговых инициатив в 2016 году и последующем ужесточении правил КИК [8].

В 2017 году была подписана Многосторонняя конвенция, вступающая в силу после завершения странами ратификационных процедур. В России Многосторонняя конвенция начала действовать с 2021 года.

В 2018 году лидеры стран G20 взяли на себя ответственность за реализацию всех остальных пунктов плана BEPS и выразили готовность бороться против государств, которые уклоняются от внедрения прозрачных стандартов налогообложения [5]. В свою очередь, ОЭСР ведет реестр стран, применяющих стандарты BEPS, и список стран, использующих недобросовестную налоговую конкуренцию.

Несмотря на очевидные достижения ОЭСР в сфере глобальной налоговой политики, ОЭСР пока не удается своевременно реагировать на изменения в глобальной конъюнктуре и оперативно внедрять соответствующие решения. Прежде всего это связано с тем, что страны-участницы ОЭСР исторически сохраняют высокий уровень суверенитета в сфере налогообложения. Соответственно в своей работе ОЭСР вынуждена опираться на горизонтальное взаимодействие стран-участниц, всех заинтересованных государств, представителей бизнеса и гражданского общества [3]. Выработка рекомендаций, обязательства по применению которых страны берут на себя в добровольном порядке, остается основным инструментом деятельности ОЭСР в налоговой сфере [10].

В реализованной части план BEPS показал, что даже в условиях лояльности государств к предлагаемым изменениям, в том числе при поддержке G20, их практическое внедрение занимает не один-два года, а скорее пять-шесть лет.

По итогам внедрения Pillar 1 и Pillar 2 могут появиться как выигравшие, так и проигравшие участники процесса (более 140 стран), что может существенно усложнить внедрение правил.

Сложности в гармонизации интересов большинства государств и разработке универсального правового пространства не только могут препятствовать комплексному внедрению рекомендаций ОЭСР, но и приводить к открытым конфликтам глобальных, региональных и национальных налоговых инициатив.

Таким образом, в настоящее время назрела острая необходимость в том, чтобы:

1) переосмыслить полномочия, функции и задачи ОЭСР в сфере глобальной налоговой политики на текущем этапе экономического развития;
2) оценить эффективность различных способов взаимодействия ОЭСР и стран-участниц в целях достижения консенсуса по вопросам налогообложения и его последующего закрепления на законодательном уровне;
3) определить ключевые приоритеты в сфере глобальной налоговой политики и наиболее эффективные способы решения глобальных налоговых проблем;

4) разработать такие меры, которые будут оперативно нивелировать практические сложности, вызванные децентрализованным характером международного налогообложения.

Список литературы

1. *Берберов А.Б.* Текущий проект по глобальной налоговой кооперации с целью налогообложения прибыли в условиях цифровизации и опыт кооперацией в прошлом // Мировые цивилизации. — 2022. — Т. 7. — № 2. Режим доступа: https://wcj.world/PDF/03ECMZ222.pdf (дата обращения: 16.05.2023).
2. В ОЭСР участники переговоров по BEPS определили планы изменений налоговой политики в отношении многонациональных предприятий (MNE). Обзор от 02.07.2021. Режим доступа: https://cgitc.ru/groups/revers-inzhiniring/v-oesr-uchastniki-peregovorov-po-beps-opredelili-plany-izmeneniy-nalogovoy-politiki-v-otnoshenii-mno/ (дата обращения: 16.05.2023).
3. *Изотов В.С.* Деятельность ОЭСР в области налоговой политики: глобальные модели для лучших государственных и наднациональных практик. Перспективы имплементации стандартов в России и ЕАЭС // Стандарты ОЭСР для России и ЕАЭС. — 2018. — № 2.
4. *Кондукторов А.С.* Введение глобального минимального корпоративного налога // Экономика. Налоги. Право. — 2022. — Т. 15, № 3. — С. 110–117.
5. *Косенкова Ю.Ю., Титяева В.И.* Роль Организации экономического сотрудничества и развития в борьбе с международными практиками уклонения от уплаты налогов // Вестник ИПБ (Вестник профессиональных бухгалтеров). — 2022. — № 2. — С. 21–26.
6. *Лушникова М.В.* Формы международного сотрудничества в сфере налогообложения и российское налоговое законодательство // Вестник Ярославского государственного университета им. П. Г. Демидова. Серия Гуманитарные науки. — 2022. — Т. 16, № 2(60). — С. 266–277.
7. Налоговая и фискальная политика после кризиса COVID-19. Обзор ОЭСР от 04.11.2021. Режим доступа: https://economy.kz/ru/OESR/Sobytija_OESR/id=3612 (дата обращения: 16.05.2023).

8. *Пермикин К.И.* Особенности наднационального регулирования налогообложения прибыли контролируемых иностранных компаний в Европейском союзе // Проблемы экономики и юридической практики. — 2018. — № 3. — С. 263–266.
9. *Полежарова Л.В.* Унифицированный подход ОЭСР к налогообложению ТНК: модель перераспределения налоговой базы, прогнозирование и оценка // Экономика и управление: проблемы, решения. — 2022. — Т. 2, № 6(126). — С. 116–124.
10. *Смирнов Е.Н.* Офшорные схемы в современном международном движении капитала: особенности и механизмы противодействия // Вестник Евразийской науки. — 2018. — Т. 10. — № 5. Режим доступа: https://esj.today/PDF/66ECVN518.pdf (дата обращения: 16.05.2023).
11. *Чувахина Л.Г.* Налоговая политика США // Самоуправление. — 2022. — № 4. — С. 760–763.
12. International tax reform: OECD releases technical guidance for implementation of the global minimum tax. OECD. 2023. Режим доступа: https://www.oecd.org/tax/beps/ (дата обращения: 16.05.2023).
13. Signatories of the Multilateral Competent Authority Agreement on the Exchange of Country-by-Country Reports (CbC MCAA) and signing dates. 2023. Режим доступа: https://www.oecd.org/tax/beps/CbC-MCAA-Signatories.pdf (дата обращения: 20.06.2023).

ОСОБЕННОСТИ ТРАНСФОРМАЦИИ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ

Слепокуров Максим Валерьевич
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, аспирант 1-го курса
Слободяник Виктор Владимирович
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, доцент кафедры финансов и валютно-кредитных отношений, к.э.н.

Статья посвящена анализу эффекта от введенных в отношении Российской Федерации санкций со стороны западноевропейских стран, США и их союзников. В данной статье раскрываются детали экономических мер, наиболее сильно повлиявших на состояние российского фондового рынка в 2022–2023 гг. На примере изменения динамики российского фондового рынка, его структуры в части инструментов и участников анализируется процесс его адаптации и трансформации под воздействием вышеупомянутых санкционных ограничений.

Ключевые слова: санкции, фондовый рынок, трансформация, кризисные явления, меры поддержки.

PECULIARITIES OF THE TRANSFORMATION OF THE RUSSIAN STOCK MARKET UNDER SANCTIONS

Maxim V. SLEPOKUROV
Victor V. SLOBODIANIK
Russian Foreign Trade Academy, Ministry of Economic Development and Trade of Russian Federation

The article deals with the effect of the sanctions imposed on the Russian Federation by Western European countries, the United States and allies. This article reveals the details of the restrictive economic measures that most strongly affected the Russian stock market in 2022–2023. In addition, the effect of these restrictive measures on various segments of the Russian stock market is studied. In the example of changes in the

dynamics of the Russian stock market, its structure in terms of instruments and participants, the process of its adaptation and transformation under the impact of the aforementioned sanctions is analyzed.

Key words: sanctions, stock market, transformation, crisis phenomena, support measures.

Начиная с конца зимы 2022 года экономика Российской Федерации в целом и российский фондовый рынок в частности переживают беспрецедентное давление санкционных ограничений со стороны западноевропейских стран, США и их союзников. Данная статья посвящена проблемам, стоящим перед инфраструктурой и участниками российского фондового рынка в условиях вышеупомянутых санкционных ограничений. Поскольку санкционные меры затронули все отрасли экономики России и с течением времени строгость ограничений лишь усугубляется, вопрос адаптации к данным условиям стоит достаточно остро и является актуальной проблематикой как для участников фондового рынка, так и для регулирующих его органов. Кроме того, по состоянию на текущий момент можно проследить и проанализировать определенный путь трансформации, который уже проделал российский фондовый рынок, и определить шаги, которые еще только предстоит совершить. Автором статьи также проведены анализ и оценка особенностей принятых стабилизирующих мер, которые уже были приняты для стабилизации ситуации на российском фондовом рынке и упрощения процесса его адаптации к возникшим реалиями.

Российский фондовый рынок подошел к началу 2022 года в достаточно хорошем состоянии. Нельзя не отметить, что период после окончания драматического падения в связи с мировым кризисом, вызванным началом пандемии COVID-19 и последовавшими ограничениями, благотворно повлиял на динамику российского рынка. Кроме того, в качестве дополнительного поддерживающего фактора выступила позитивная динамика на рынках сырьевых товаров, в экспорте которых Россия традиционно занимает лидирующее положение на международных рынках. Биржевая стоимость барреля сырой нефти марки Brent поднялась более чем на 50 % за период 2021 года[1]. Стоимость натурального природного газа по бенчмарку TTF, торгуемому на Лондонской бирже, ICE подня-

[1] Investing.com [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.investing.com/ (дата обращения: 01.05.2023).

лась практически в 4 раза за аналогичный период[1]. Годовая прибыль нефинансовых организаций выросла в среднем более чем в 2 раза, если сравнивать с аналогичным периодом 2020 года.

Позитивная динамика, описанная выше, соответствующим образом отразилась и на росте котировок публичных эмитентов, чьи акции также существенно выросли в цене. Например, бумаги ПАО «Газпром» подорожали более чем на 50 % за период 2021 года[2] с учетом того, что выручка компании за тот же период выросла на 56 %[3]. Акции ПАО «Лукойл» подорожали более чем на 25 %[4], акции ПАО «Сбербанк» прибавили 15 %. Инвесторы, вкладывавшие в тот период средства в сегмент акционерного капитала российского фондового рынка, смогли получить привлекательную доходность на вложенные средства при условии вложения в акции крупнейших российских компаний, входящих в индекс Московской биржи, — его средняя доходность за 2021 год составила около 15 %[5], уступив по динамике лишь фондовым индексам 10 стран.

Подобная позитивная динамика и существенный объем ликвидности, сформировавшийся у международных инвесторов в период околонулевых или отрицательных процентных ставок и проведения политики количественного смягчения монетарными властями США, сформировала запрос на инвестиции в быстрорастущие рынки развивающихся стран. Интерес к развивающимся рынкам создал крайне привлекательные условия для российских компаний из различных отраслей по получению публичного статуса и первичному размещению акций на фондовом рынке (IPO). Яркими примерами успешных IPO, прошедших в 2021 году, являются Fix Price, EMC, Softline, Ренессанс Страхование, ЦИАН и других эмитентов, всего 7 размещений. Данные компании смогли разместить свои ценные бумаги и привлечь средства по достаточно привлекательным оценкам, сопоставимым с международными компаниями-аналогами, что дополнительно характеризует степень интереса к российским активам в 2021 году.

---

[1] Finam.ru [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.finam.ru/quotes/ (дата обращения: 01.05.2023).

[2] Investing.com [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.investing.com/ (дата обращения: 01.05.2023).

[3] Официальный сайт ПАО «Газпром» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.gazprom.ru/f/posts/57/982072/gazprom-financial-report-2021-ru.pdf (дата обращения: 01.05.2023).

[4] Investing.com [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.investing.com/ (дата обращения: 01.05.2023).

[5] Investing.com [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.investing.com/ (дата обращения: 01.05.2023).

Помимо вышеупомянутых факторов, позитивная динамика российского фондового рынка подкреплялась быстрорастущим интересом к инвестированию со стороны физических лиц. Интерес был обусловлен, во-первых, поддержкой со стороны государства, предоставившего частным инвесторам налоговые льготы, и, во-вторых, снижающейся привлекательностью банковских депозитов ввиду более низких, чем ранее, доходностей. Если по состоянию на конец 2019 года счета на Московской бирже имели около 2 млн индивидуальных инвесторов, то в конце 2021 года их число превысило 19 млн человек. При этом на конец мая 2023 года количество частных инвесторов на Московской бирже составило уже 25 млн человек[1].

Однако столь динамичное развитие российского фондового рынка закончилось к октябрю-ноябрю 2021 года, когда стала накаляться геополитическая ситуация и набирал обороты новый виток геополитической конфронтации между Россией и Украиной. Данные события послужили поводом фиксации прибылей как для российских, так и международных инвесторов на фоне опасений о введении потенциальных санкционных ограничений в случае начала вооруженного конфликта. Анонсированные пакеты санкций должны были включать в себя в том числе масштабный комплекс мер, ограничивающих вложения юридических и физических лиц из США и западноевропейских стран в финансовые инструменты российских эмитентов, а также в российский государственный долг (как ОФЗ, так и еврооблигации). Данные условия привели к тому, что, несмотря на то что ввиду низкой доходности финансовых инструментов развитых страны в период смягчения кредитно-денежной политики были созданы благоприятные условия для перемещения глобального капитала в развивающиеся страны (индексы Венгрии, Турции, Чили выросли на 8,9, 9,2 и 8,6 % соответственно), российский фондовый рынок продолжил коррекцию — валютный индекс РТС показал снижение более чем на 11 % на фоне продолжавшихся опасений из-за геополитической напряженности.

«После признания Российской Федерацией независимости ДНР и ЛНР Министерство финансов Соединенных Штатов Америки расширило санкции в отношении российского государственного долга. Американским финансовым институтам запрещены любые сделки (на пер-

[1] Официальный сайт ПАО «Московская биржа» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.moex.com/ (дата обращения: 06.05.2023).

вичном и вторичном рынках) с российскими рублевыми облигациями федерального займа (ОФЗ) или валютными суверенными евробондами, выпущенными после 1 марта 2022 года»[1]. Сразу же после начала специальной военной операции (СВО) на территории Украины, против экономики России, ее различных секторов, а также против финансовой системы и инфраструктуры России санкционные меры были расширены. По консолидированным данным, собранным базой по отслеживанию введенных санкций Castellum.AI в отношении Российской Федерации, было введено более 7,5 тыс. новых санкционных ограничений.

Особенно чувствительный удар был нанесен по финансовому сектору. Во-первых, были заморожены российские международные валютные резервы на сумму более 300 млрд долл. США, что составило более половины от их совокупного объема. Во-вторых, под крайне жесткие санкции попали все основные системообразующие российские банки.

В результате принятия более чем 10 пакетов санкций под их прямым и косвенным действием оказались все сектора российской экономики, были введены санкции в отношении крупнейших российских компаний практически из всех секторов. Кроме того, свою деятельность в России прекратили многие западные компании, ими были прекращены инвестиции в развитие бизнеса на территории России, приостановлены поставки продукции и оборудования. С точки зрения влияния на бизнес компаний-участников фондового рынка важным аспектом также являются персональные санкции, введенные не только в отношении российских политических деятелей, но и в отношении топ-менеджеров крупнейших российских компаний.

Индексы Московской биржи и индекс РТС показали драматическое падение, цены ОФЗ как самого надежного инструмента в первые дни также стремительно обвалилась на фоне неопределенности с возможностями по погашению долгов перед нерезидентами. Для купирования ситуации регулятор был вынужден резко поднять ключевую ставку до 20 %, приостановить торги на Московской бирже приблизительно на месяц, ввести запрет на короткие продажи на рынке по некоторым видам активов.

Для комплексного анализа эффекта, возникшего от начала санкционного противоборства между Россией и группой «недружественных» го-

[1] Путеводитель по санкциям и ограничениям против России. РБК [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.rbc.ru/business/28/02/2022/621a20109a79471f8295dade (дата обращения: 06.05.2023).

сударств, необходимо принять во внимание ответные меры, введенные российской стороной.

Одной из первых принятых мер стал запрет на предоставление иностранцам займов в валюте на корреспондентские счета в банках за пределами Российской Федерации[1]. Кроме того, для стабилизации курса национальной валюты было принято решение об обязательстве экспортеров продавать не менее 80 % от всего объема валютной выручки. Это решение было смягчено к лету 2022 года для замедления процесса укрепления российского рубля. Помимо этого, Центральным банком был принят ряд прочих мер, регулировавших валютное обращение на территории России.

В марте 2022 года был подписан указ о применении специальных экономических мер во внешнеэкономической деятельности, ограничивавший и запрещавший вывоз из страны отдельных видов продукции и сырья. 18 марта был подписан указ президента «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации в сфере валютного регулирования», российским юридическим и физическим лицам запрещено до конца года оплачивать доли в имуществе зарубежных юрлиц.

Еще одной крайне важной мерой, в существенной степени, трансформировавшей российский фондовый рынок, явилась блокировки возможности инвесторам-нерезидентам совершать сделки с акциями российских публичных компаний, решение о которых было принято Центральным банком в конце февраля — начале марта 2022 года. Данная мера позволила избежать продолжения начавшегося обвала котировок акций российских компаний, но по сути полностью лишила российский фондовый рынок международной составляющей. Разговоры о том, в каком виде лучше решить вопрос с доступом иностранных инвесторов к своим активам, на текущий момент все еще находятся в процессе обсуждения, однако наиболее перспективными выглядят инициативы о проведении внебиржевых сделок.

31 марта В.В. Путин подписал указ о новом порядке расчетов за поставки природного газа в недружественные страны за российские рубли.

---

[1] Указ Президента РФ «О применении специальных экономических мер в связи с недружественными действиями Соединенных Штатов Америки и примкнувших к ним иностранных государств и международных организаций» от 28.02.2022 № 79.

ЕС на это заявил, что рассматривает расчеты в рублях как обход санкций, и потребовал от своих государств-членов отказаться от условий России.

1 мая были подписаны поправки в закон 2018 года «О мерах воздействия (противодействия) на недружественные действия Соединенных Штатов Америки и иных иностранных государств». Согласно принятым поправкам, вводится запрет в отношении российских банков в части предоставления каких-либо данных об их клиентах и их операциях в компетентные органы из «недружественных» стран.

«В соответствии с указами Президента Российской Федерации № 79 от 28.02.2022, № 81 от 01.03.2022 и постановлением Правительства Российской Федерации № 295 от 06.03.2022 создана подкомиссия Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации (далее — Подкомиссия), которую возглавил министр финансов Антон Силуанов.

Подкомиссия наделена полномочиями по принятию решений о выдаче Правительственной комиссией по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации разрешений на осуществление резидентами сделок с иностранными лицами недружественных государств, а также валютных операций»[1].

«Эта Подкомиссия вправе санкционировать проведение сделок с «недружественными» резидентами, на осуществление которых весной 2022 года российские власти ввели ограничения в ответ на антироссийские санкции, а также согласовывать условия соответствующих договоров».

Правительственная комиссия сформулировала ряд условий, регламентирующих процесс получения иностранными лицами одобрения на продажу своих активов в России, основными из которых являются применение дисконта в размере не менее 50 % к рыночной стоимости актива, определенной независимым оценщиком из представленного перечня независимых оценщиков[2], выплата дополнительного взноса в размере не менее 10 % от суммы сделки и наличие согласованных условий по рассрочке платежа на срок 1–2 года.

---

[1] Официальный сайт Министерства финансов РФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/permission/79–81 (дата обращения: 06.05.2023).

[2] Официальный сайт Министерства Финансов РФ [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=301496-perechen_otsenshchikov_otsenochnykh_organizatsii_rekomendovannykh_dlya_provedeniya_otsenki_rynochnoi_stoimosti_aktivov (дата обращения: 06.05.2023).

В результате введенных в 2022 году санкций многие компании потеряли возможность листинга своих ценных бумаг на иностранных биржах, а также потеряли многие имевшиеся преимущества регистрации бизнеса за пределами Российской Федерации. Как следствие, возник тренд на редомициляцию — перерегистрацию компании в России вместо иностранной юрисдикции. Примером является Русал, сменивший место регистрации еще в 2020 году для нейтрализации налоговых и санкционных рисков. В 2022–2023 гг. некоторые публичные российские компании также изъявили желание провести редомициляцию, например, Фосагро.

Анализируя совокупность принятых противоборствующими сторонами мер, можно с уверенностью сказать, что состояние фондового рынка на начало 2022 года структурно является кардинально иным по сравнению с текущей ситуацией и в ближайшей перспективе возврат к прошлому состоянию кажется нереализуемым. Российский фондовый рынок пережил череду событий, кардинально изменивших его как с точки зрения всей его инфраструктуры, так и в части состава его наиболее активных и влиятельным участников. Тем не менее сам процесс трансформации пока еще находится в активной фазе и пока можно говорить лишь о промежуточных итогах. Безусловно, Российский фондовый рынок лишился существенной части международной компоненты, однако приобрел бóльшую независимость от глобальных процессов. Кроме того, были выявлены наиболее слабые места, правильная работа над которыми в будущем гарантирует Российском фондовому рынку гибкость и устойчивость в условиях новых вызовов.

Список литературы

1. *Балуев Д.* Экономические санкции в современных международных отношениях. — Нижний Новгород: Изд-во ННГУ, 1999. — 68 с.
2. *Братерский М.В.* Торгово-экономические санкции: эффективность, цена, проблемы использования // Безопасность Евразии. — 2009. — № 2. — С. 335–347.
3. *Катасонов В.Ю.* Санкции. Экономика для русских. — М.: Алгоритм, 2015. 288 с.
4. Официальный сайт Министерства финансов РФ. [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=301496-perechen_otsenshchikov_otsenochnykh_organizatsii_rekomendovannykh_dlya_provedeniya_otsenki_rynochnoi_stoimosti_aktivov (дата обращения: 06.05.2023).
5. Официальный сайт ПАО «Газпром» [Электронный ресурс] — Режим доступа: https://www.gazprom.ru/f/posts/57/982072/gazprom-financial-report-2021-ru.pdf (дата обращения: 02.05.2023).
6. Официальный сайт ПАО «Московская биржа» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.moex.com/ (дата обращения: 06.05.2023).
7. «Путеводитель по санкциям и ограничениям против России. РБК» [Электронный ресурс] — Режим доступа: https://www.rbc.ru/business/28/02/2022/621a20109a79471f8295dade (дата обращения: 06.05.2023).
8. Указ Президента РФ «О применении специальных экономических мер в связи с недружественными действиями Соединенных Штатов Америки и примкнувших к ним иностранных государств и международных организаций» от 28.02.2022 № 79.
9. Investing.com [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.investing.com/ (дата обращения: 01.05.2023).
10. Nier E. et al. Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed? // IMF Working Paper. 2014. № 14/196.

СРАВНИТЕЛЬНАЯ ОЦЕНКА СИСТЕМ ПЛАТЕЖЕЙ SWIFT И СПФС

Сулеманова Инга Кирилловна
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России

В статье проанализированы особенности систем верификации финансовых переводов SWIFT и СПФС, а также представлено их сравнение с точки зрения двух параметров: предоставляемых клиентам услуг и формы ответственности компании в случае недошедшего денежного перевода пользователя.

Ключевые слова: SWIFT, СПФС, финансовые сообщения, технические характеристики, ответственность компании, ответственность пользователя.

COMPARATIVE ASSESSMENT OF SWIFT AND SPFS PAYMENT SYSTEMS

Inga K. SULEMANOVA
Russian Foreign Trade Academy
Ministry of economic development of the Russian Federation

The paper analyzes features of the SWIFT and SPFS systems of financial transactions verification and also demonstrates their comparison according to the following two items: service they provide their clients with and the company's responsibility in case of the user's missed financial transaction.

Key words: SWIFT, SPFS, financial messages, technical features, company's responsibility, user's responsibility.

Начинать разговор о Сообществе всемирных межбанковских финансовых коммуникаций (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication), или же коротко о SWIFT, стоит с того, что в XX веке очень распространенным средством обмена финансовыми сообщениями была телеграфная связь, которая к 1960-м годам перестала качественно справляться со своей задачей из-за стремительно возросшего количества сообщений. Их обработка значительно замедлилась, начали все чаще возникать ошибки, из-за чего было решено, что необходимо создание единой системы обмена информацией, которая могла бы учитывать особенности финансовых систем многих стран, впоследствии такой системой стала SWIFT.

В 1968 году 248 крупнейших банков Европы и Америки занялись разработкой международной системы верификации денежных переводов, в результате чего в Брюсселе в 1973 году была создана SWIFT. Запуск системы состоялся в 1977 году, первое сообщение было отправлено бельгийским принцем Альбертом. В настоящий момент SWIFT является кооперативным сообществом, созданным и действующим по бельгийскому законодательству и осуществляющим транзакции между банками во всех странах мира, а ее штаб-квартира находится в коммуне Ла-Юльп в бельгийской провинции Валлония, близ Брюсселя. Благодаря достаточно долгому периоду ее существования и использования на сегодняшний момент SWIFT известна во всем мире: согласно данным, размещенным на официальном сайте компании, число ее пользователей — финансовых организаций приближается к 11 тысячам, при этом территориально они располагаются в 200 странах мира.

Если же говорить о Системе передачи финансовых сообщений, или СПФС — российском аналоге SWIFT, то о ее создании начали задумываться еще в 2014 году, когда впервые появилась угроза отключения российских банков от SWIFT. ЦБ РФ, предвидев подобную перспективу для отечественных банков, начал разработку собственной системы верификации электронных сообщений, которая впервые была использована в 2017 году.

Нетрудно заметить, что по сравнению со SWIFT СПФС не так долго используется, по причине чего число ее пользователей гораздо меньше: по данным, опубликованным на официальном сайте Банка России, на момент написания статьи (весна 2023 г.) системой пользуется всего 331 клиент, причем только 39 организаций из них расположены за границей. В 2018 году к СПФС подключился первый белорусский банк

(Белгазпромбанк), а уже в 2021 году было объявлено, что к отечественной системе верификации денежных переводов подключились все белорусские банки. Помимо этого, услугами СПФС также активно пользуются банки из стран СНГ (Армении, Азербайджана, Таджикистана и др.), а также индийские и китайские банки. Две последние страны также разработали локальные системы верификации переводов — SFMS и CIPS соответственно, — и сейчас происходит их интеграция с российской системой для постепенного отказа от доллара при осуществлении транзакций между указанными странами.

Несмотря на то что СПФС обладает практически теми же функциями, что и SWIFT, очевидно, что очень многие банки, включая российские, предпочли бы передавать финансовые сообщения именно с помощью международной системы по той причине, что это проще и удобнее, нежели чем через СПФС. Если сравнить услуги, предоставляемые обеими системами клиентам, нетрудно будет заметить, что с данной точки зрения SWIFT превосходит СПФС. Так, ограничительные рамки для размера финансового сообщения у SWIFT шире, потому как максимальный размер сообщения составляет 10 Мб, в то время как у СПФС данный параметр составляет лишь 5 Мб, что вдвое меньше. SWIFT также позволяет дольше хранить финансовые сообщения — 124 дня, СПФС же дает на их хранение всего 3 дня. Помимо этого, у отечественной системы пока не налажен механизм предоставления льгот пользователям, которые совершили большое число транзакций с использованием системы (т. е. программы лояльности), в то время как SWIFT давно прибегает к подобной практике.

Тем не менее все перечисленное можно отнести к техническим недоработкам СПФС, не затрагивающим ее сути. Вполне логично предположить, что по мере ее усовершенствования функции отечественной системы будут улучшены и она сможет догнать SWIFT по всем перечисленным параметрам. Гораздо важнее то, что у СПФС есть ключевое преимущество, которым не обладает международная система: она создана на базе мегарегулятора ЦБ РФ. Этим же преимуществом обладают и другие локальные аналоги SWIFT, например, уже упомянутая система CIPS, созданная на базе Народного банка Китая, или SEPAM, созданная на базе ЦБ Ирана. Если еще раз обратиться к истории создания SWIFT, становится ясно, что у системы, по сути, нет конкретного основателя, т. к. она была создана совместными усилиями 248 банков.

Почему отсутствие конкретного учредителя у SWIFT — это минус компании, становится понятно в случае недошедшего денежного перевода пользователя системы. Дело в том, что, оказываясь в такой ситуации, он не знает точно, к кому может апеллировать вплоть до того, что сама компания оставляет этот вопрос без ответа. На официальном сайте SWIFT размещен документ от 1 декабря 2020 года, который называется «SWIFT Terms and Conditions», где содержится информация по всем основным вопросам, касающимся компании: сказано, какие документы необходимо подписать для договора со SWIFT, оговорены вопросы авторской собственности и конфиденциальности, указаны суммы, которые должен заплатить клиент для использования услуг системы и пр. Помимо этого, в этом же документе содержатся параграфы, посвященные правам и обязанностям обеих сторон. В частности, в отношении компании указано, что она обязуется предоставить клиенту все необходимые товары и услуги SWIFT с соответствующим ее длительной отраслевой практике мастерством и осторожностью при помощи квалифицированного персонала. Также там сказано, что компания внедрила специальные средства контроля, предназначенные для обеспечения надлежащей безопасности пользователей, но тем не менее в данном разделе ни слова не говорится о том, что SWIFT обязуется оказывать клиентам какую-либо помощь в случае неудачных транзакций.

В то же время в упомянутом документе прописано, что клиент SWIFT остается в любое время ответственным за безопасность трафика, его сообщений и в целом за всю используемую им инфраструктуру, связанную со SWIFT. Кроме этого, в соответствующем разделе говорится, что в рамках программ SWIFT Customer Security Program, Shared Infrastructure Program и Lite2 компания разработала методы, позволяющие контролировать безопасность пользователей и облегчить оценку рисков обмена финансовыми сообщениями между ними. SWIFT также публикует рекомендации для пользователей, способствующие обеспечению их безопасности. Клиенты системы обязаны убедиться в том, что соблюдают эти рекомендации, а также должны понимать, что все меры, предпринятые компанией, не могут гарантировать того, что не возникнет никаких неполадок, кибератак и прочих угроз для передачи финансовых сообщений. В заключении данного раздела документа указано, что ни одна из перечисленных инициатив SWIFT по защите данных пользователей не должна быть истолкована ими как попытка компании взять на себя ответственность за клиента.

Иными словами, это косвенно означает, что SWIFT снимает с себя всю ответственность за неудачные транзакции пользователей, и последние в подобных случаях должны каким-либо образом самостоятельно пытаться узнать информацию о своем переводе. По словам клиентов SWIFT, которые попадали в ситуации потери денежных средств в ходе их перевода из одного банка в другой, обращаться следует в банк-получатель либо в банк-отправитель для выяснения каких-либо сведений относительно денежного перевода или для его отмены. Однако надо понимать, что подобные обращения в банки — это не четкая инструкция дальнейших действий клиента SWIFT, а лишь, по существу, его единственная возможность попытаться вернуть деньги за неимением других вариантов. Нетрудно заметить, что такой не до конца понятный механизм действий в случае потерянного финансового перевода значительно усложняет ситуацию, учитывая то, что очень часто в подобных случаях денежные средства так и не удается вернуть.

В Интернете можно найти большое количество примеров, подтверждающих это. Так, в частности, американский веб-сайт Quora является своеобразным аналогом российской интернет-службы «Ответы Mail.ru». Он представляет собой социальный сервис, позволяющий пользователям общаться и отвечать на вопросы друг друга. Многие люди, попадая в затруднительное положение, стремятся поделиться своими ситуациями с окружающими, дабы получить совет от более осведомленных пользователей. Например, один из них описал свою ситуацию следующим образом: «Что я должен делать, если банки потеряли мои деньги?» Далее пользователь объяснил, что он осуществил международный перевод из банка Zürcher Kantonalbank в Швейцарии в банк Wells Fargo в США. В ходе этой операции деньги были списаны с одного счета и не были зачислены на другой. По словам пользователя, каждый из банков утверждает, что проблема «да другом конце», и он, таким образом, не знает точно, куда ему следует обращаться для выяснения информации о переводе.

Другие пользователи в первую очередь определили, что раз транзакция международная, то осуществлена она была при помощи SWIFT. Все их советы, хотя они и различались в некоторой степени, заключались в том, что обращаться следует в банк-отправитель, т. е. в швейцарский, с просьбой предоставить копию транзакции SWIFT, которая покажет, где в данный момент находятся деньги. Также было предложено связаться все с тем же швейцарским банком и потребовать отменить перевод, что-

бы деньги были возвращены на счет пользователя. Нетрудно заметить, что ситуация достаточно запутанная и отсутствие конкретной инстанции, которая могла бы гарантированно помочь данному клиенту SWIFT, еще более ее усложняет.

Если же говорить о российской системой верификации переводов, то здесь ситуация упрощается, т. к. пользователь знает точно, куда он может обратиться в случае неудачной финансовой транзакции. Это происходит по той причине, что Банк России, создав на своей базе СПФС, взял на себя (помимо контроля за депозитной и кредитной функциями коммерческих банков) надзор за последней функцией, отдававшейся на откуп рыночным механизмам регулирования, а именно — расчетной. Контроль заключается в том, что ЦБ РФ организует взаимные расчеты между продавцами и покупателями, что автоматически означает ответственность за все финансовые транзакции клиента СПФС. Следовательно, с этой точки зрения, последний находится в более выгодном положении по сравнению с пользователем SWIFT, потому как у него есть четкое представление о его дальнейших действиях в случае затруднительной ситуации с денежным переводом.

Это еще раз подчеркивается в «Договоре об оказании услуг по передаче электронных сообщений по финансовым операциям с использованием системы передачи финансовых сообщений Банка России», размещенном на официальном сайте ЦБ РФ. В данном документе, как и в случае со SWIFT, прописаны права и обязанности сторон, однако в отношении пользователя указано, что при невозможности передачи или получения электронного сообщения он имеет право обратиться в Единую службу поддержки пользователей (ЕСПП).

В заключение стоит отметить, что сделать какой-либо однозначный вывод из всего вышесказанного достаточно сложно, т. к. ситуация с использованием различных систем верификации денежных переводов не стоит на месте и постоянно меняется. Однако можно сказать, что в новых условиях развития глобальной финансовой системы перспективы использования SWIFT становится все сложнее предугадать; системой по-прежнему будет пользоваться огромное число банков, однако вместе с этим на передний план выходят локальные системы верификации международных переводов, такие как СПФС, CIPS и SEPAM, которые вполне могут рассчитывать на рост числа их клиентов. Как быстро подобные системы будут набирать популярность, какими темпами будет увеличиваться число их пользователей и смогут ли они в ближайшем или же от-

даленном будущем догнать SWIFT — вопросы сложные, на которые пока нельзя дать точного ответа. Тем не менее одно можно сказать наверняка: все упомянутые системы обладают весомым преимуществом, которого нет у SWIFT, — оно заключается в их ясности и надежности, и нельзя не согласиться с тем, что эти плюсы весьма и весьма перспективные с точки зрения привлечения новых клиентов.

Список литературы

1. Википедия, SWIFT. URL: https://ru.wikipedia.org/wiki/SWIFT (дата обращения: 22.05.2023).
2. Википедия, СПФС. URL: https://ru.wikipedia.org/wiki/Система_передачи_финансовых_сообщений (дата обращения: 22.05.2023).
3. Система передачи финансовых сообщений // Банк России: [офиц. сайт]. URL: https://cbr.ru/PSystem/fin_msg_transfer_system/ (дата обращения: 24.05.2023).
4. SWIFT General Terms and Conditions — URL: https://www.swift.com/about-us/legal/swift-terms-and-conditions/swift-general-terms-and-conditions (дата обращения: 24.05.2023).
5. www.quora.com (дата обращения: 24.05.2023).

ПОДХОДЫ К МОНЕТИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ БАНКОМ РОССИИ: ВЫБОР СТРАТЕГИИ

Сухова Амина Руслановна
Мелкова Александра Андреевна
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, факультет международных финансов
Бондаренко Андрей Александрович
Всероссийская академия внешней торговли Минэкономразвития России, кафедра финансов и валютно-кредитных отношений, доцент

Сложная геополитическая обстановка заставила многих задуматься над изменением традиционной денежно-кредитной политики банка России в пользу современной денежной теории. СДТ даст возможность реальному сектору экономики развиваться, невзирая на инфляцию, которой так боятся все экономики.

Ключевые слова: денежная масса, денежно-кредитная политика**,** инфляция, современная денежная теория (СДТ), Центральный банк, экономика.

ECONOMIC METHODS OF MONETIZATION BY THE BANK OF RUSSIA: THE CHOICE OF STRATEGY

Amina R. SUKHOVA
Alexandra A. MELKOVA
Andrey A. BONDARENKO
Russian Foreign Trade Academy Ministry of economic development of the Russian Federation

The difficult geopolitical situation has forced many to think about changing the traditional monetary policy of the Bank of Russia in favor of the Modern Monetary Theory. MMT will force the development of the real sector of the economy, regardless of inflation, which is so feared by all economies.

Key words: money supply, monetary policy, inflation, Modern Monetary Theory (MMT), Central Bank, economics.

Денежно-кредитная политика, или монетарная политика, которой сейчас придерживается ЦБ РФ, — это комплекс мер, осуществляемых государством и направленных на регулирование состояния кредитного рынка, контроль деятельности коммерческих банков, воздействие на деловую активность и совокупный спрос. Основной целью денежно-кредитной политики считается обеспечение стабильности цен и соответственно низкой инфляции. Достижение этой цели помогает решить сразу несколько актуальных для государства задач:

- защита от обесценивания сбережений населения и бизнеса в национальной валюте;
- повышение доступности кредитов для домохозяйств и юридических лиц;
- увеличение доверия к национальной валюте со стороны отечественных и международных инвесторов.

В конечном счете этот комплекс задач обеспечивает благоприятные экономические условия для функционирования домохозяйств и ведения бизнеса и, что особенно важно, защищает население с низким уровнем доходов.

Похожей политики придерживаются многие национальные хозяйства мира, однако все чаще стали звучать предложения о переходе на экономическую политику, основанную на современной денежной теории (СДТ).

Своих последователей эта теория нашла и в России. Некоторые экономисты считают, что России недостаточно лишь таргетировать инфляцию, нужно развивать реальный сектор экономики, нарастить платежеспособный спрос. А для этого нужно расширить инструментарий ЦБ РФ и найти новые пути наращивания ВВП.

СДТ сейчас одна из самых обсуждаемых тем в финансовых и научных кругах. Она требует обеспечения полной занятости экономических ресурсов, а для этого можно и нужно наращивать госрасходы, включив печатный станок или активно используя другие механизмы эмиссии. Из ограничений СДТ признают только производственные возможности экономики, которые и определяют риск инфляции. Но даже если экономика вдруг поведет себя так, как предполагают приверженцы СДТ, все, что нужно сделать, — это повысить налоги, особенно на богатых, тем самым выровняв доходы и покупательную способность, и одновременно перераспределить ресурсы из частного сектора, который склонен создавать инфляцию и нестабильные цены, в государственный сектор, ко-

торый, напротив, может обеспечить твердую, достойную зарплату и фиксированные цены.

У СДТ есть несколько положений:

1. Государство, в котором действует плавающий валютный курс, выпускает суверенную валюту, не привязанную ни к какому реальному активу.
2. Государство, эмитирующее суверенную валюту, никогда не исчерпает запас денежных средств, т. е. никогда не станет неплатежеспособными, ведь чтобы погасить свои долги, всегда можно напечатать деньги. Такое государство абсолютно не ограничено в расходах, и ему нет смысла стремиться к профициту бюджета в национальной валюте.
3. В стране есть три сектора: государственный, частный и сектор, развиваемый иностранным капиталом. Эти секторы связаны друг с другом: когда государственный бюджет испытывает дефицит, неправительственный сектор должен испытывать профицит, и наоборот.
4. Фактическим ограничением роста расходов государства и дефицита бюджета является риск инфляции. Но государственные расходы могут не вызывать ее в случае, если за чистые государственные расходы покупаются реальные товары и услуги, доступные для потребления. Очевидно, что любая растущая экономика требует растущего объема национальной валюты. То есть СДТ утверждает, что инфляция зависит от объема доступной реальной продукции в экономике.
5. Налоги не финансируют расходы, а выступают инструментом контроля инфляции и борьбы с неравенством. СДТ считает, что, если негосударственный сектор слишком много тратит, государство охладит его повышением налогов.
6. Правительство должно предлагать работу в государственном секторе с достойным МРОТ всем, кто стремится работать. Таким образом, оно распределит ресурсы из частного сектора, который вызывает инфляцию, в государственный сектор, где цены фиксированы. А это обеспечит ценовую стабильность и позволит избежать дорогостоящей массовой безработицы.
7. Надо балансировать экономику, а не бюджет. СДТ предлагает государству использовать фискальную политику для достижения

полной занятости. То есть дефицит бюджета не самоцель, он должен быть таким, чтобы задействовать все трудовые и другие реальные ресурсы в экономике наиболее эффективным способом.

В итоге основная цель государства, выпускающего суверенную валюту, — обеспечить полную занятость экономических ресурсов через рост государственных расходов. Единственным ограничителем данной политики может быть потенциальный уровень производственных возможностей экономики, как главный фактор инфляции. Но даже в случае, если экономика вдруг не будет вписываться в выбранную траекторию, нужно использовать инструменты фискальной политики, снижая покупательную способность негосударственного сектора, выравнивая доходы и перераспределяя ресурсы в сектор с твердыми заработными платами и фиксированными ценами. Разобрав, что такое СДТ и какие цели она преследует, рассмотрим, как обстоят дела в России.

Рассмотрим показатели монетизации РФ в 2014–2022 гг.

Таблица 1

Расчет коэффициента монетизации экономики России (денежные агрегаты и ВВП, трлн руб.)

Год	M0	КМЭ (M0)	M1	КМЭ (M1)	M2	КМЭ (M2)	M2X	КМЭ (M2X)	ВВП
2014	7,2	10,10 %	15,3	22 %	31,6	44,55 %	42,9	60,46 %	70,98
2015	7,2	8,96 %	16,5	20 %	35,2	43,54 %	51,4	63,57 %	80,80
2016	7,7	8,99 %	17,3	20 %	38,5	44,83 %	51,1	59,59 %	85,80
2017	8,4	9,20 %	19,5	21 %	42,4	46,21 %	54,7	59,52 %	91,84
2018	9,3	9,01 %	21,6	21 %	47,1	45,46 %	61,4	59,25 %	103,63
2019	9,5	8,62 %	23,4	21 %	50,6	46,00 %	63,9	58,08 %	110,05
2020	12,4	11,65 %	32,2	30 %	58,2	54,57 %	75,4	70,73 %	106,61
2021	13,2	10,08 %	36,0	27 %	66,3	50,57 %	83,8	63,93 %	131,02
2022	15,4	10,17 %	44,0	29 %	82,3	54,34 %	94,7	62,53 %	151,46

Источник: составлено авторами на основе данных ряда сайтов[1].

[1] Банк России. URL: http://www.pbc.gov.cn/ (дата обращения: 24.01. 2023); Международный Валютный Фонд. URL: https://www.imf.org/ (дата обращения: 24.01.2023)

ЦБ РФ предоставляет отчеты о состоянии следующих денежных агрегатов: М0, М1, М2, М2Х. Основным денежным агрегатом в РФ является М2Х, широкая денежная масса.

Анализируя показатели монетизации, можно выявить тенденцию к увеличению М0. Это свидетельствует о том, что у населения пропадает доверие к банковской системе и появляется большое количество наличных денег в экономике. В конечном счете это подрывает возможности развития финансового сектора.

Также важно отметить, что КМЭ(М2) только с 2020 года стал превышать значение в 50 %, что является пороговым значением для экономики. При показателях коэффициента меньше 50 % принято говорить, что экономика не способна поддерживать достаточной уровень ликвидности. По этой причине мы считаем, что релевантная оценка монетарной политики ЦБ РФ должна производиться на основе КМЭ(М2Х).

Анализируя М2Х, можно сделать выводы о том, что в период кризиса величина показателя увеличивается. Так, например, в 2014–2015 гг. в связи с валютным кризисом в стране упал уровень доверия к национальной валюте, вследствие этого население стало искать варианты размещения своих сбережений с большей доходностью и меньшим риском, нежели хранить их на рублевых депозитных счетах в коммерческих банках.

В 2020 году мы наблюдали увеличение показателей всех денежных агрегатов, такая стимулирующая мера была оправдана борьбой с последствиями локдаунов, вызванных пандемией COVID-19, и реформами для поддержки частного сектора.

Таблица 2

Макроэкономические показатели за 2014–2022 гг.

Год	M2X	ВВП	Инфляция	Ключевая ставка	Поступления в бюджет от налогов	Безработица	Средняя заработная плата	Бюджет	Внутренний долг	Внешний долг
2014	42,9	71	7,8 %	9,29 %	12,7	5,10 %	32495	−0,334	7,241	12,083
2015	51,4	81	15,5 %	14,00 %	13,8	5,80 %	34030	−1,945	7,307	11,875
2016	51,1	86	7 %	10,50 %	14,5	5,20 %	36709	−2,967	8,003	11,73
2017	54,7	92	3,7 %	7,63 %	17,3	5,60 %	39167	−1,331	8,689	10,357
2018	61,4	104	2,9 %	7,55 %	21,3	4,90 %	43724	3,39	9,176	11,56
2019	63,9	110	4,5 %	7,04 %	21,7	4,60 %	47867	2	10,171	13,252
2020	75,4	107	3,4 %	5,30 %	21	5,90 %	51344	−4,102	14,751	17,596
2021	83,8	131	6,7 %	6,06 %	28,5	4,84 %	57244	−1,984	16,486	18,839
2022	94,7	151	11,9 %	11,35 %	33,3	3,70 %	60101	−3,3	18,78	19,646

Источник: составлено авторами на основе данных ряда сайтов[1].

[1] Банк России. URL: http://www.pbc.gov.cn/ (дата обращения: 24.01.2023); Федеральная налоговая служба. URL: https://www.nalog.gov.ru/rn77/ (дата обращения: 16.04.2023); Федеральная служба государственной статистики. URL: https://rosstat.gov.ru (дата обращения: 16.04.2023); Министерство финансов Российский Федерации. URL: https://archive.minfin.gov.ru (дата обращения: 16.04.2023); Международный Валютный Фонд. URL: https://www.imf.org/ (дата обращения: 24.01.2023); Журнал Forbes. URL: https://www.forbes.ru (дата обращения: 16.04.2023).

Таблица 3

Коэффициенты корреляции денежного агрегата M2X и макроэкономических показателей в РФ

Показатель	Коэффициент корреляции
ВВП	0,9724
Инфляция	0,0382
Поступления в консолидированный бюджет РФ от налогов	0,9665
Средняя заработная плата	0,982
Внутренний государственный долг России	0,9809
Внешний государственный долг России	0,9189
Безработица	−0,5727

Источник: составлено авторами на основе данных табл. 2.

Согласно данным, представленным в табл. 3 можно утверждать о положительной зависимости ВВП, поступлений в консолидированный бюджет РФ от налогов, средней заработной платы, внутреннего и внешнего государственного долга России от показателя M2X. При этом отсутствует зависимость между величиной широкой денежной массы и инфляцией, также наблюдается отрицательная зависимость уровня безработицы от показателя.

Таким образом, если ЦБ РФ запустит печатный станок, то в России вырастет ВВП, количество собираемых налогов, средняя заработная плата, а также начнут увеличиваться как внутренний, так и внешний государственный долг. При этом рост денежной массы не начнет разгонять инфляцию и снизит уровень безработицы в стране. Получается, что в России есть почти все предпосылки для внедрения СДТ.

Однако так ли хороша СДТ нас самом деле?

Начнем с того, что фискальная политика не является нейтральной в долгосрочном периоде. Бюджетно-налоговый режим влияет на уровень цен. Какой бы сбалансированной денежно-кредитной политики ни придерживался ЦБ, некачественные фискальные решения или плохая бюджетно-налоговая дисциплина сведут все на нет. Правительство, ко-

нечно, может полагаться на финансирование дефицита бюджета за счет наращивания госдолга, но его размер может стать настолько значительным, что новые налоги не смогут компенсировать расходы на обслуживание долга без погружения экономики в рецессию. Чтобы избежать дефолта, правительство будет вынуждено запустить печатный станок для монетизации дефицита бюджета. В конечном счете инфляция, возникающая вследствие роста денежного предложения, приводит к снижению реальной величины государственного долга за счет населения.

То есть экономические агенты, смотря на состояние государственного бюджета и темпы увеличения денежного предложения, будут увеличивать свои инфляционные ожидания, и в долгосрочном периоде инфляция окажется зависимой от номинальных обязательств государства и ожидаемого размера реального потока профицита бюджета. Ожидания агентов стимулируют их увеличивать потребление, что в последующем может привести к росту уровня цен. Для предотвращения инфляции необходимо ограничить и текущий дефицит государственного бюджета, и величину государственного долга, а также поддерживать длительность наличия государственного долга на среднесрочном уровне. А такие ограничения закладываются в современные правила фискальной политики.

Говоря о налогах, экономические агенты, или налогоплательщики, могут намеренно задерживать налоговые платежи, ведь за это время происходит обесценивание денег, в результате которого выигрывает налогоплательщик. Следствием этого может стать еще больший дефицит госбюджета.

Вдобавок к этому остается множество вопросов, на которые СДТ не может дать ответы, например, как государство сможет оценить, какое количество денег экономика сможет «впитать», то есть с какой скоростью нужно увеличивать денежную массу.

Ставка на государственный сектор, повышает риск обслуживания государством интересов конкретной политической элиты, а также перехода работников из частного сектора в государственный.

Как итог, СДТ требует масштабных реформ, к тому же нет никакой полноценной формальной модели, которая смогла бы оценить последствия внедрения СДТ, это лишь теория, которая основывается на не подтвержденных практикой доводах.

В заключение хочется еще раз отметить, что наш Центральный Банк очень неплохо справился с трудностями, возникшими из-за сложной

геополитической обстановкой в мире, используя методы традиционной денежно-кредитной политики. Однако мы увидели, что в России есть возможность применения механизмов СДТ, которые могут позволить достичь желаемого уровня ВВП.

На наш взгляд, на данный момент Банк России слишком сильно боится инфляции. Сейчас, когда мы активно начали развивать импортозамещение, реальному сектору экономики нужны деньги для дальнейшего движения. Если за эти деньги будут покупаться реальные товары и услуги, то инфляция перестанет быть проблемой, ведь любой растущей экономике нужна растущая денежная масса.

То есть в конечном счете мы ни в коем случае не критикуем денежно-кредитную политику ЦБ РФ, просто Банку России стоит начать внедрять новые механизмы, чтобы обеспечить самостоятельный рост экономики.

Список литературы

1. Современная денежная теория: истоки и риски // ЭКОНС URL: https://econs.online/articles/opinions/modern-monetary-theory/ (дата обращения: 18.04.2023).
2. Что такое современная теория денег и как из нее следует, что России по карману всеобщий базовый доход // Хабр URL: https://habr.com/ru/companies/ruvds/articles/566522/ (дата обращения: 17.04.2023).
3. Форбс. URL: https://www.forbes.ru (дата обращения: 16.04.2023).
4. ЦБ РФ. URL: http://www.pbc.gov.cn/ (дата обращения: 24.04.2023).

Научное издание

Финансовые аспекты глобальной
структурной трансформации экономики
и внешнеэкономических связей России

Выпуск 91

Под общей редакцией
Каплюк Т.С., Ярцевой Н.М, Бондаренко А.А.

Подписано в печать 26.11.2023 Формат бумаги 60Х90 1/16
Гарнитура PT Sans. Тираж 50 экз.

Заказ № 1539

Всероссийская академия внешней торговли
Минэкономразвития России. 119285, г. Москва, Воробьевское шоссе, 6А

Тел. (499) 143-1235,
e-mail : info@vavt.ru,
http://www.vavt.ru

9 785954 702262

В качестве иллюстрации на обложке использовано изображение из открытых источников
https://mobimg.b-cdn.net/v3/fetch/a1/a1ca9c1c85895521e97994644bc7197d.jpeg
(дата обращения 19.10.2023)