

# ФИНАНСЫ и КРЕДИТ

---

Новации в финансовом законодательстве

---

Развитие банковского дела в условиях  
экономической глобализации

---

Оценка стоимости банка

---

Межбюджетные отношения

---

Региональные и муниципальные финансы

---

Организация контрольно-счетной деятельности

---

Налогообложение российских организаций  
за рубежом

---

**11** (348)-2009  
**МАРТ**

# ФИНАНСЫ И КРЕДИТ



НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ  
И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

Журнал выходит 4 раза в месяц  
11 (348) – 2009 март

ПОДПИСКА ВО ВСЕХ ОТДЕЛЕНИЯХ СВЯЗИ

– индекс 71222 – каталог агентства «Роспечать»  
– индекс 45029 – каталог УФПС РФ «Пресса России»

Журнал зарегистрирован в Комитете Российской Федерации по печати.

Свидетельство о регистрации № 013007

#### Учредители:

АООТ «Фининнова»

ТОО НПП «Ареал»

#### Издатель:

ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

#### Главный редактор:

В.А. Горохова

#### Зам. главного редактора:

В.Г. Варнаков, А.Г. Евграфьев, А.Ю. Садхус

#### Редакционный совет:

В.П. Белянский, доктор экономических наук, профессор

А.Я. Быстряков, доктор экономических наук, профессор

А.В. Грязев, доктор технических наук, профессор

А.З. Дадашев, доктор экономических наук, профессор

В.Н. Едренова, доктор экономических наук, профессор

О.И. Лаврушин, доктор экономических наук, профессор

Т.В. Парамонова, кандидат экономических наук,

почетный доктор РЭА им. Г.В. Плеханова

Г.Б. Поляк, доктор экономических наук, профессор

В.М. Родионова, доктор экономических наук, профессор

Л.А. Чалдаева, доктор экономических наук, профессор

И.В. Шевченко, доктор экономических наук, профессор

Н.Г. Щеголева, доктор экономических наук, профессор

С.Н. Яшин, доктор экономических наук, профессор

**Верстка:** М.С. Гранильщикова

**Корректор:** А. М. Лейбович

Редакция журнала «Финансы и кредит»:

111401, Москва, а/я 10

Телефон/факс: (495) 621-69-49, 621-91-90, 621-72-79

Адрес в интернет: <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)

© АООТ «Фининнова»

© ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

Подписано в печать 17.03.2009.

Формат 60x90 1/8. Цена договорная.

Объем 10,5 п.л. Тираж 17 300 экз.

Отпечатано в ООО «ГЕО-ТЭК», г. Красноармейск.

При работе с изданием использовались материалы АФЗИ

«Интерфакс», СПС «КонсультантПлюс».

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России

для публикации научных работ, отражающих основное

научное содержание кандидатских и докторских диссертаций.

Журнал реферирован в ВИНТИ РАН.

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

Статьи рецензируются.

Перепечатка материалов, опубликованных в журнале «Финансы

и кредит», допускается только с письменного разрешения редакции.

## СОДЕРЖАНИЕ

### ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС

*Астапов К. Л.* Новации в финансовом законодательстве России и структурных реформах как ответ на вызовы мирового финансового кризиса ..... 2

*Желтоносов В. М., Марошкин Ю. В., Скуратович Е. А.* Способы реализации национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» в условиях мирового финансового кризиса ..... 11

### БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

*Хрусталёв Е. Ю., Омельченко А. Н.* Тенденции развития банковского дела в условиях экономической глобализации ..... 18

### БЮДЖЕТНАЯ ПОЛИТИКА

*Клочкова Н. В., Сидорина И. Ф.* Проблемы и перспективы развития региональных и муниципальных финансов ..... 30

*Ниязметов А. К.* Тенденции развития межбюджетных отношений в Российской Федерации ..... 36

### ОЦЕНКА БИЗНЕСА

*Ключников М. В., Пищулин Е. А.* Применение концепции экономического капитала при оценке стоимости банка ..... 40

*Фомичев Г. И.* Оценка стоимости банков ..... 52

*Абанин С. Л.* Анализ моделей расчета ставки капитализации ..... 58

### ФИНАНСОВЫЙ КОНТРОЛЬ

*Васильева М. В.* Концептуальные подходы к организации контрольно-счетной деятельности в субъектах Российской Федерации ..... 67

### НАЛОГИ И НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ

*Тендрякова А. С.* Некоторые проблемные вопросы налогообложения прибыли российских организаций с постоянным представительством за рубежом ..... 75

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей.

Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели.



## Финансовый кризис

### НОВАЦИИ В ФИНАНСОВОМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ РОССИИ И СТРУКТУРНЫХ РЕФОРМАХ КАК ОТВЕТ НА ВЫЗОВЫ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

**К.Л. АСТАПОВ,**  
*доктор экономических наук,  
ведущий консультант аппарата  
Комитета Совета Федерации  
по промышленной политике*

**Мировой финансовый кризис: причины и первая реакция финансовых властей.** Мировой финансовый кризис, начавшийся в 2008 г., вынуждает правительства всех стран искать новые механизмы выхода из кризиса. Зачастую власти предпринимают такие действия, на которые раньше никто не мог отважиться. Совсем недавно национализация банков и крупнейших компаний рассматривалась как наибольшее зло, поскольку, по мнению многих политиков и ученых, время кейнсианской политики и государственного регулирования осталось в прошлом. Сейчас такие шаги рассматриваются как спасение капиталистической экономики. Все большему сомнению подвергаются основы экономической политики развитых стран – либерализм, свободная конкуренция, сверхдоходы отдельных групп граждан.

Причины финансового кризиса, начавшегося с рынка ипотечных ценных бумаг и постепенно перекинувшегося на фондовый рынок, а затем и на весь финансовый сектор, во многом связаны с завышенной стоимостью активов, в первую очередь нематериальных, в экономиках развитых стран. Финансовые власти, в т. ч. Федеральная резервная система (ФРС) США, на протяжении нескольких лет стимулировали экономический рост, поддерживая низкую ставку рефинансирования. Однако снижение стоимости доллара к основным мировым валютам вынудило американские власти временно повысить ставку рефинансирования для привлечения иностранных кредитов. В результате заемщики не смогли обслуживать ипотечные кредиты по

новым ставкам, а резкое увеличение предложения недвижимости привело к снижению цен, и, как следствие, банки не могли реализовать заложенное недвижимое имущество без существенных потерь. Ипотечные ценные бумаги, которые эмитировали коммерческие банки с целью долгосрочного финансирования, стали резко снижаться в цене, поскольку из-за высоких рисков и неопределенной ситуации оценить их реальную стоимость весьма проблематично и инвесторы пытаются избавиться от когда-то ценных бумаг. Обычно держателями ценных бумаг являются крупные институциональные инвесторы, располагающие долгосрочными средствами – специализированные государственные корпорации *Fannie Mae* и *Freddie Mac*, пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные банки. Предложение многократно превысило спрос на ипотечные бумаги, и в результате наступил коллапс рынка.

Снижение стоимости активов, в т. ч. ипотечных ценных бумаг – это нормальное явление в рыночной экономике. Реализация активов невозможна без существенной потери стоимости, и для своевременной оплаты своих обязательств институциональные инвесторы имеют иные активы – корпоративные ценные бумаги, недвижимое имущество и др. Однако среди инвесторов распространяется недоверие, они не готовы кредитовать друг друга, отказываются приобретать эти активы даже по сниженным ценам. В таких условиях единственным кредитором последней инстанции могут выступать центральные банки. Денежно-кредитные власти



резко наращивают предложение ликвидности, предоставляя кредиты финансовым институтам. Эти меры уже реализованы Европейским центральным банком и центральными банками стран Европы, ФРС США, Центральным банком России и др. Одновременно во всем мире предпринимаются усилия по восстановлению доверия населения к финансовому сектору, чтобы избежать отток депозитов банков. В нашей стране увеличено до 700 тыс. руб. возмещение по вкладам в банках, у которых отозвана лицензия или введен мораторий на удовлетворение требований кредиторов.<sup>1</sup> Для повышения ликвидности Банк России серьезно упростил предоставление кредитов коммерческим банкам.

Тезис о том, что Россия останется островком стабильности во время мирового кризиса оказался несостоятельным. Мировой финансовый кризис заставил инвесторов выводить свои средства из развивающихся стран, в том числе и из рублевых активов. При высоком положительном балансе внешней торговли риски финансовой системы и бюджета были невысокими, поскольку российский фондовый рынок пока играет незначительную роль в привлечении долгосрочного финансирования инвестиций и скорее выполняет декоративную роль. Видимо, уверенность в стабильности российских финансов основывалась на выдвинутом предположении, а также наличии значительных золотовалютных резервов и игнорировании спекулятивных интересов значительной части зарубежных инвесторов.

С начала 2008 г. индекс РТС упал в 3,6 раза, в то время как снижение на фондовых рынках других стран было менее существенным: на Шанхайской бирже (Китай) – падение в 2,5 раза, *Dow Jones 30* (США) – на 38 %, Токийская фондовая биржа (Япония) – 38 %<sup>2</sup>.

Между тем падение цен на нефть до 50 долл. США за баррель усилило отток капиталов из страны, а внутри России сбережения стали активнее переводиться в иностранные валюты. Золотовалютные резервы начали таить и все почувствовали влияние финансового кризиса. Так, если к началу августа 2008 г. золотовалютные резервы превысили 596,5 млрд долл. США, то на 1 декабря 2008 г. они составили 455,7 млрд долл. США<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Соответствующие поправки в Федеральный закон от 23 декабря 2003 г. № 177-ФЗ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» внесены в октябре 2008 г.

<sup>2</sup> Биржевые котировки. РосБизнесКонсалтинг: URL: <http://www.quote.ru/exchanges/>.

<sup>3</sup> Международные резервы Российской Федерации в 2008 году. ЦБ РФ. URL: <http://www.cbr.ru>.

Отметим, что тактика Центрального банка России оказалась предусмотрительной: летом 2008 г. был увеличен список ценных бумаг, принимаемых в залог при выдаче кредитов коммерческим банкам. Несмотря на то, что ставка рефинансирования не снижалась, а с 1 декабря повысилась до 13%<sup>4</sup> (на первый взгляд это противоречит здравой логике, поскольку снижение ставки упрощает получение кредитов реальному сектору экономики), денежные власти продемонстрировали способность справиться с кризисом<sup>5</sup>. Повышение ставки рефинансирования способствует сохранению сбережений (рублевые депозиты граждан, остатки на счетах юридических лиц) в национальной валюте. Действительно, на данном этапе большой риск для отечественной денежно-кредитной системы – потеря доверия к национальной валюте и перевод рублевых сбережений в иностранную валюту. Повышение ставки рефинансирования, несмотря на укоры со стороны банковского сообщества да и реального сектора экономики, – вынужденная мера, которая, скорее всего, будет востребована непродолжительное время. При этом важно сочетать стабильность национальной валюты и состояние платежного баланса. Снижение цен на нефть влечет за собой либо сокращение золотовалютных резервов, либо установление валютного курса на новом уровне. Предположительно новое валютное равновесие может быть достигнуто при понижении курса рубля к бивалютной корзине на 20 %, что позволит сохранить доверие населения и хозяйствующих субъектов к рублю и избежать сокрушительного удара по валютным резервам.

Шаги, предпринимаемые денежными властями, достаточно оперативны и обоснованны. Надо отметить и позитивную роль законодательства, предоставившего достаточную независимость Центральному банку, а также право самостоятельно изменять обязательную норму резервирования, снижение которой позволило высвободить дополнительные средства банков, ранее замороженные в качестве обязательных резервов, ставки рефинансирования и условий предоставления кредитов банкам и т. п.

<sup>4</sup> Указание ЦБ РФ от 28.11.2008 № 2135-У «О размере ставки рефинансирования Банка России».

<sup>5</sup> В последнем квартале 2008 г. ставка рефинансирования была снижена в США на 0,5 процентного пункта – до 1 %, в Японии – до 0,3 %, совместное снижение произвели европейские центральные банки – ЦБ Чехии, Дании, Швейцарии и ЕЦБ снизили свои базовые ставки на 0,5 процентных пункта – до 2,75, 5, 1,75 и 3,25 % соответственно. Банк Англии сократил учетную ставку на 1,5 процентных пункта – до 3 %.



Пока преждевременно делать выводы о восстановлении доверия инвесторов. Резкие колебания курсов валют – доллара по отношению к евро, да и к рублю, нестабильность на фондовом рынке способствуют поддержанию неуверенности инвесторов.

В сентябре 2008 г. в Ницце проходила конференция лидеров и экспертов финансового сектора Европы *Eurofi*, по большей части посвященная преодолению мирового финансового кризиса в банковской системе. Основные рекомендации – поддержание ликвидности финансовой системы, повышение ее прозрачности, усиление ответственности аудиторов и рейтинговых агентств<sup>6</sup>. Шаги, предпринятые Россией, оказались более конкретными: сокращается налоговое бремя, расщепляются налоговые платежи, поддерживается ликвидность банковского сектора, рефинансируются зарубежные займы через «Внешэкономбанк» и др. Однако фундаментальные вопросы, такие как повышение прозрачности отчетности и управление банками, ответственность и профессионализм менеджмента, управление рисками и сбалансированность соотношения прибыли и риска пока остаются не решенными и здесь необходимо воспользоваться опытом европейцев.

Деятельность финансовых властей имеет куда больший временной лаг – и это соответствует природе налоговой и бюджетной политики. Изменения не могут произойти моментально, хотя в кризисной ситуации российские власти показали неплохую скоростную реакцию, и по ряду вопросов им даже удалось опередить европейских коллег.

Проанализируем, какие решения уже нашли отражение в налоговом и бюджетном законодательстве, денежно-кредитной политике, а какие только предстоит реализовать, чтобы не только финансовая система России, но и реальный сектор смогли противодействовать неблагоприятной внешней среде и мировому кризису.

**Стратегия развития реального сектора: планы поддержки за счет федерального бюджета до кризиса и после.** Самый важный вопрос – это трансформация отраслевой структуры отечественной экономики, повышение конкурентоспособности и облагораживание структуры экспорта. Однако реализация этих задач «пробуксовывает». Структурная реформа требует длительного времени, но на данном этапе государственная политика в

основном сводится к поддержке госкомпаний и формированию новых госкорпораций на фоне некоторого незначительного улучшения инвестиционного климата для всех хозяйственных субъектов. Механизмы государственной поддержки связаны с выделением бюджетных средств на инвестиции в госкомпания, ужесточением антимонопольного законодательства, началом реализации проектов в рамках государственно-частного партнерства за счет средств «Внешэкономбанка» и Инвестиционного фонда, созданием особых экономических зон и заключением концессионных соглашений, расширением государственных закупок. Однако такая политика не отличается системностью, и, как правило, направлена на поддержку отдельных компаний. Таким образом, промышленная политика остается слабым звеном экономических преобразований. Тем не менее, постепенно ситуация выправляется, и уже разработаны отраслевые стратегии развития для авиастроения, судостроения, автомобильной, электронной промышленности и др. до 2015 – 2020 гг.

Ожидаемый результат реализации Стратегии развития авиационной промышленности на период до 2015 г. – принципиальное изменение стратегической конкурентной позиции России на мировом авиарынке (включая рынок самой России и СНГ), означает фактическое возвращение отрасли на глобальный рынок в качестве одного из мировых центров авиастроения. При этом основным критерием достижения ожидаемого результата является динамичный и устойчивый рост объема продаж продукции отечественной авиапромышленности на мировом рынке<sup>7</sup>.

Стратегия развития судостроительной промышленности направлена на динамичное развитие судостроительной промышленности за счет совершенствования законодательной базы, ускоренного развития научного потенциала, комплексной модернизации и технического перевооружения, оптимизации потенциала отрасли и необходимых структурных преобразований. Предусматривается увеличение вклада судостроительной промышленности в прирост ВВП за счет опережающих темпов роста объемов производства продукции отрасли, расширения объемов высокотехнологичного экспорта и соответствующего улучшения структуры внешнеторгового оборота, сохранения и расшире-

<sup>6</sup> EU priorities and proposals from the financial services industry for the Ecofin Council. The 2008 Eurofi Conference. Nice. URL: <http://www.Eurofi.net>.

<sup>7</sup> Стратегия развития авиационной промышленности на период до 2015 года рассмотрена на заседании президиума Государственного совета «О состоянии и перспективах развития авиационно-промышленного комплекса» 22 февраля 2005 года. URL: <http://www.kremlin.ru>.



ния числа рабочих мест, обеспечения дополнительных налоговых поступлений и т. д.<sup>8</sup>

Концепция развития автомобильной промышленности России в качестве целей устанавливает создание условий, обеспечивающих развитие промышленности, интеграцию в мировое автомобилестроение, а также повышение эффективности производства современной конкурентоспособной автомобильной техники, удовлетворяющей потребностям населения, государства и субъектов хозяйствования. В качестве индикаторов реформирования отрасли используется увеличение производства легковых автомобилей, автобусов и др., расширение производства автомобильных компонентов, углубление производственной кооперации в автомобилестроении и смежных отраслях, повышение доли высокотехнологичных и наукоемких производств в отечественной автомобильной промышленности<sup>9</sup>.

Стратегия развития электронной промышленности России на период до 2025 года предусматривает создание нового конкурентоспособного облика электронной промышленности на основе оптимизации состава электронных организаций и производственных мощностей, реконструкции и технического перевооружения, развития новых мощностей, совершенствования нормативно-правовой базы с учетом реальных рыночных секторов мирового и отечественного рынка. Это предполагает устойчивые темпы развития электронной промышленности, создание новой инфраструктуры отрасли (дизайн-центры, центр фотошаблонов, кремниевые фабрики, интегрированные структуры), наращивание номенклатуры и объемов отечественной электронной компонентной базы<sup>10</sup>.

Стратегия развития металлургической промышленности Российской Федерации на период до 2015 г. предусматривает инновационно-активное развитие металлургической промышленности, направленное на повышение качества и конкурентоспособности выпускаемой металлопродукции, в т. ч. повышенную степень готовности, ресурсосбережение, наращивание выпуска продукции (гото-

вый стальной прокат, лист и жечь, трубы стальные, руда железная, алюминий, медь, никель), поставку на рынок стран СНГ и мировой рынок<sup>11</sup>.

Стратегия развития химической и нефтехимической промышленности России на период до 2015 г. предусматривает увеличение вклада химического комплекса в прирост ВВП, увеличение экспортной выручки, снижение зависимости национальной экономики от поставок химической продукции из зарубежных стран, повышение инновационной активности и уровня обновления основных фондов предприятий химической и нефтехимической промышленности и смежных отраслей и др. Критерии реализации – увеличение объемов производства, доли химического производства и производства резиновых и пластмассовых изделий в общем объеме производства<sup>12</sup>.

Однако некоторые отраслевые стратегии развития имеют декларативный характер, они остаются несогласованными, нет единой модели управления, не учтены реальные конкурентные возможности отечественной экономики, что затрудняет их эффективную реализацию. Например, если проанализировать отчет об исполнении федерального бюджета за 2007 г., то можно увидеть, что многие федеральные целевые программы (ФЦП), принятые в рамках реализации вышеперечисленных стратегий, остаются недофинансированными. Отчасти это обусловлено несовершенством бюджетного процесса и внесением изменений в бюджет в ноябре 2007 г., то есть в конце соответствующего финансового года. Такое увеличение расходов в конце года только усложняет ситуацию в бюджетной сфере, поскольку бюджетополучатели в любом случае не успевают использовать дополнительные средства. Таким образом, значительная часть повышения основных показателей бюджета привела не к росту расходов и инвестиций, а к существенному увеличению профицита (фактический профицит в 2,3 раза превышал первоначальный план).

О недостаточной поддержке инвестиционного процесса свидетельствует и то, что несмотря на увеличение финансирования Инвестиционного фонда, большая часть его средств в 2007 г. не использована (237 млрд руб., или 92 % от годо-

<sup>8</sup> Стратегия развития судостроительной промышленности на период до 2020 года и на дальнейшую перспективу утверждена приказом Министерства промышленности и энергетики России от 6 сентября 2007 года № 354. URL: <http://www.minprom.gov.ru/activity/shipbuilding>.

<sup>9</sup> Концепция развития автомобильной промышленности России одобрена распоряжением Правительства РФ от 16 июля 2002 г. № 978-р.

<sup>10</sup> Стратегия развития электронной промышленности России на период до 2025 г. утверждена приказом Министерства промышленности и энергетики РФ от 7 августа 2007 г. № 311.

<sup>11</sup> Стратегия развития металлургической промышленности Российской Федерации на период до 2015 г. утверждена приказом Министерства промышленности и энергетики РФ от 29 мая 2007 г. № 177.

<sup>12</sup> Стратегия развития химической и нефтехимической промышленности России на период до 2015 г. утверждена приказом Министерства промышленности и энергетики РФ от 14 марта 2008 г. № 119.



вых назначений остались невостребованными). Исполнение расходов по Федеральной адресной инвестиционной программе составило 488 млрд руб. (81 % уточненных расходов)<sup>13</sup>.

Можно констатировать, что средства федерального бюджета для модернизации отраслевой структуры российской экономики используются недостаточно. Очевидно, экономическая действительность всегда будет отличаться от прогнозируемой. Невостребованные средства лучше, чем неэффективные бюджетные расходы, совершаемые бюджетополучателями в последние два месяца финансового года. Поэтому оптимальное решение – избегать пересмотра бюджета в конце года и стараться четко придерживаться трехлетних бюджетных планов.

Федеральный бюджет на 2009 г. и на плановый период 2010 и 2011 гг., принятый в ноябре 2008 г., является вторым трехлетним бюджетом. Проведенный анализ показывает, что в бюджете на 2009 г., по сравнению с прогнозом 2008 г., наибольшее изменение претерпели показатели инфляции (прогнозируемый уровень инфляции увеличен с 7,5 до 8,5 %, т.е. на 13,3 %) и доходов бюджета (на 14,8 %). Прогноз расходов увеличен несущественно (на 3,2 %), а прогноз ВВП увеличен на 5,9 %, хотя из-за финансового кризиса ряд показателей придется скорректировать. Таким образом, вывод: расходная часть бюджета 2009 г. в большей мере соответствует прогнозам 2008 г., чем доходная часть. Это свидетельствует о стремлении проводить сбалансированную бюджетную политику и поддерживать рост расходов бюджета в соответствии с ранее намеченными планами. Такой консерватизм вполне оправдан, если учесть, что расходы в 2009 г. вырастут на 28,5 % по сравнению с расходами 2008 г., в то время как ВВП и доходы бюджета вырастут лишь на 21,9 %. Тем не менее, если в трехлетнем бюджете 2008 г. доля доходов бюджета в ВВП постепенно сокращалась с 21,2 % до 17,3 %, то в трехлетнем бюджетном плане 2009 г. доходы бюджета в ВВП остаются на стабильном уровне – 21,2 % и лишь в 2011 г. снижаются до 18,9 %. Надо отметить, что при разработке трехлетнего федерального бюджета не учтены ни мировой финансовый кризис, ни снижение цен на нефть, поскольку эти явления не предвиделись. Налоговые доходы рассчитывались из предположения, что налоговая система не претерпит серьезных изменений, хотя

учитывалась такая стимулирующая инновации мера, как повышающий коэффициент в размере 1,5 к расходам на НИОКР при налогообложении прибыли. Как известно, в ноябре 2008 г. приняты законы, снизившие налоговую нагрузку на экономику, направленные на смягчение негативного воздействия мирового финансового кризиса на российскую экономику.

Функциональная классификация расходов федерального бюджета предусматривает выделение на национальную экономику в 2009 г. 1 039,4 млрд руб. (11,5 % расходов), в 2010 г. – 1 181,2 млрд руб. (11,7 %), в 2011 г. – 1 384,8 млрд руб. (12,9 %)<sup>14</sup>. Планируется постепенное увеличение доли расходов на национальную экономику и поддержку промышленности, что можно характеризовать как положительную тенденцию.

Бюджетные ассигнования в Инвестиционный фонд РФ в 2009 году составят 252,5 млрд руб., в 2010 г. – 100,0 млрд руб., которые предполагается направить на оказание государственной поддержки инвестиционным проектам, одобренным Правительственной и Инвестиционной комиссиями. Это существенная поддержка инвестиционного процесса. Однако следует учитывать, что в предыдущие годы далеко не все отобранные проекты реально финансировались. Наступление мирового финансового кризиса уже заставило «Внешэкономбанк» (Банк развития) переключиться с приоритетных инвестиционных проектов на финансирование долговых обязательств, в т.ч. крупнейших российских нефтяных компаний. Такая инвестиционная политика – вынужденная мера, однако она ни в коей мере не способствует решению проблемы структурной несбалансированности отечественной экономики.

Основное место в структуре бюджетных ассигнований федерального бюджета по разделу «Национальная экономика» занимают бюджетные ассигнования на транспорт, дорожное хозяйство, воспроизводство минерально-сырьевой базы, сельское хозяйство и рыболовство, связь и информатику, другие вопросы в области национальной экономики.

Предполагается финансовое обеспечение расходов, связанных со следующими направлениями промышленной политики:

- исследование и использование космического пространства (Федеральная космическая программа России на 2006 – 2015 гг.);

<sup>13</sup> Пояснительная записка Правительства РФ к проекту федерального закона «Об исполнении федерального бюджета за 2007 г.».

<sup>14</sup> Пояснительная записка Правительства РФ к проекту Федерального закона «О федеральном бюджете на 2009 г. и на плановый период 2010 и 2011 гг.». URL: <http://www.duma.gov.ru>.



- обеспечение конкурентоспособности гражданской авиационной техники отечественного производства (ФЦП «Развитие гражданской авиационной техники России на период 2002 – 2010 гг. и на период до 2015 г.»);
- развитие научно-технологического потенциала Российской Федерации (ФЦП «Исследования и разработки по приоритетным направлениям развития научно-технологического комплекса России на 2007 – 2012 гг.»);
- развитие современной и эффективной транспортной инфраструктуры (ФЦП «Развитие транспортной системы России (2010 – 2015 гг.)»);
- обеспечение технологического развития отечественной промышленности на основе создания и внедрения прорывных, ресурсосберегающих, экологически безопасных промышленных технологий для производства конкурентоспособной наукоемкой продукции (ФЦП «Национальная технологическая база на 2007 – 2011 гг.»);
- повышение качества и эффективности государственного управления на основе организации межведомственного информационного обмена (ФЦП «Электронная Россия (2002 – 2010 гг.)»);
- формирование необходимой инфраструктуры и благоприятного инвестиционного климата для развития приоритетных отраслей экономики Дальнего Востока и Забайкалья с учетом геостратегических интересов и обеспечения безопасности Российской Федерации (ФЦП «Экономическое и социальное развитие Дальнего Востока и Забайкалья на период до 2013 г.»);
- ускоренное развитие атомного энергопромышленного комплекса для обеспечения геополитических интересов страны (ФЦП «Развитие атомного энергопромышленного комплекса России на 2007 – 2010 гг. и на перспективу до 2015 г.»);
- создание и развитие системы ГЛОНАСС (ФЦП «Глобальная навигационная система»);
- развитие научно-технического и производственного базиса для разработки и производства конкурентоспособной наукоемкой электронной и радиоэлектронной продукции для решения приоритетных задач социально-экономического развития и обеспечения национальной безопасности Российской Федерации (ФЦП «Развитие электронной компонентной базы и радиоэлектроники на 2008 – 2015 гг.»);
- комплексное решение проблем обеспечения ядерной и радиационной безопасности в Российской Федерации, связанных с обращением с отработавшим ядерным топливом и радиоактивными отходами (ФЦП «Обеспечение ядерной и радиационной безопасности на 2008 г. и на период до 2015 г.»);
- создание современной инфраструктуры национальной нанотехнологической сети для развития и реализации отечественной наноиндустрии (ФЦП «Развитие инфраструктуры наноиндустрии в Российской Федерации на 2008 – 2010 гг.»);
- развитие отечественного научно-технического и проектного потенциала и создание условий для выпуска конкурентоспособной гражданской морской техники (ФЦП «Развитие гражданской морской техники на 2009 – 2016 гг.»);
- повышение безопасности полетов и эффективности использования воздушного пространства путем создания и развития аэронавигационной системы России (ФЦП «Модернизация Единой системы организации воздушного движения Российской Федерации (2009 – 2015 гг.), проект»)<sup>15</sup>.

Эти ФЦП разработаны в соответствии с приоритетами промышленной политики. Необходимо отметить отсутствие четких критериев отбора наиболее перспективных отраслей промышленности, которые будут финансироваться в первоочередном порядке. Отсутствие единого методологического начала в ряде отраслевых стратегий развития не создают уверенности, что государственные расходы на поддержку структурной реформы промышленности и инновационного развития достигнут максимального эффекта.

В настоящее время Министерство промышленности и торговли РФ в сотрудничестве с экспертным сообществом разрабатывает концепцию промышленной политики России до 2020 г., которая позволит системно подойти к финансированию промышленности за счет средств федерального бюджета и использованию различных инструментов государственно-частного партнерства. Однако для разработки такой концепции потребуется время, а останавливать начатые программы нецелесообразно.

<sup>15</sup> Пояснительная записка Правительства РФ к проекту Федерального закона «О федеральном бюджете на 2009 г. и на плановый период 2010 и 2011 годов». URL: <http://www.duma.gov.ru>.



Отметим, в концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г.<sup>16</sup> промышленная политика осталась на «задворках». В стратегии делается акцент на формировании благоприятной среды для предпринимательской деятельности: проведение активной конкурентной политики и снижение административных барьеров; совершенствование налоговой системы (ЕСН, НДС, амортизационные отчисления); поддержка малого предпринимательства; развитие института прав собственности. В стратегии ставятся такие важные задачи в области промышленной политики, как обеспечение баланса спроса и предложения на рынке труда, формирование рынка прав на результаты интеллектуальной деятельности, стимулирование спроса на инновации и новые технологии, преодоление разрыва между наукой и производством.

В стратегии до 2020 г. непосредственно промышленная политика рассматривается в разделе повышения конкурентоспособности высокотехнологических и базовых отраслей промышленности. Определены следующие приоритеты.

В авиационной промышленности и двигателестроении предстоит создать двигатель нового поколения для «прорывных продуктов» гражданской авиации, в первую очередь *SSJ-M*.

Приоритеты ракетно-космической промышленности – развертывание спутниковой навигации ГЛОНАСС, строительство нового космодрома «Восточный», начата разработка космических комплексов нового поколения.

Следующая высокотехнологическая отрасль – атомный энергопромышленный комплекс, задача которого – переход к новому поколению реакторов на быстрых нейтронах и замкнутом топливном цикле.

Приоритеты судостроительной промышленности – завершение образования ОАО «Объединенная судостроительная корпорация» и создание конкурентоспособной специализированной морской техники.

Следующие две высокотехнологические отрасли – радиоэлектронная промышленность и информационно-коммуникационные технологии. Список высокотехнологических отраслей исчерпывается этими отраслями. Предположительно, что такой обзор явно недостаточен для долгосрочной стратегии развития.

Различные сценарии развития экономики (инерционное, энерго-сырьевое, инновационное развитие), приведенные в приложении к стратегии развития, не позволяют объективно оценить перспективы высокотехнологических отраслей из-за сложности предвидения будущего высокотехнологических отраслей. Для традиционных или базовых отраслей промышленности, таких как нефтегазовый комплекс, машиностроение, черная и цветная металлургия, химическая промышленность, лесопромышленный комплекс, производство строительных материалов и легкая промышленность при различных сценариях отличие не столь значительно, как для новых отраслей (например, в легкой промышленности объем производства 2020 г. к 2007 г. составит 163 % по инерционному сценарию и 236 % – по инновационному). В гражданском секторе авиационной промышленности рост производства в 2020 г. по отношению к 2007 г. составит: 6,6 раза по инерционному сценарию и 16 – 16,5 раз для инновационного варианта<sup>17</sup>. Такое существенное изменение темпов роста этой и других отраслей доказывает необходимость более четкого определения механизмов стимулирования инновационного развития экономики: за счет каких источников будут финансироваться инвестиции, каким образом переключить спрос российских авиакомпаний на отечественную технику, как обеспечить приход иностранных партнеров в российское авиастроение и наращивать экспорт авиационной техники.

Таким образом, стратегия до 2020 г. строится на макроэкономическом (агрегированном) и сценарном подходах, которые затрудняют выявление новых приоритетных отраслей, а также определение необходимого точечного воздействия на традиционные отрасли экономики, обеспечивающие максимальный эффект. Сами инструменты государственного стимулирования модернизации промышленности четко не обозначены.

В концепции промышленной политики в отличие от «стратегии 2020» предполагается использование альтернативных подходов – научное предвидение (форсайт), активное воздействие государства на формирование новых направлений развития промышленности (точечное воздействие), расширение государственно-частного партнерства и бюджетной поддержки, разумный протекционизм

<sup>16</sup> Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г. утверждена распоряжением Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. № 1662-р.

<sup>17</sup> Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 г. утверждена распоряжением Правительства РФ от 17 ноября 2008 г. № 1662-р.



не только по отношению к товарам из развитых стран, но и к товарам из новых индустриальных стран (НИС) и Китая, усиление технического регулирования и многие другие инструменты.

Одновременно важно не только разработать и утвердить концепцию промышленного развития, но и обеспечить ее реализацию посредством различных инструментов – от упомянутых ранее до федеральных целевых программ, финансирование которых уже заложено в трехлетнем бюджете. Финансовый кризис уже заставил пересматривать бюджетные расходы, однако изменение стратегических приоритетов развития российской экономики должно осуществляться за счет сокращения малоперспективных проектов, например, строительства новых нефте- и газотрубопроводов и ряда инфраструктурных объектов с длительным периодом окупаемости. Позитивно, что пока не предполагается сокращать финансирование приоритетных инвестиционных проектов, реализация которых уже началась.

**Новые тенденции налоговой политики: экстренные меры поддержки реального сектора в контексте системных изменений.** Основы налоговой системы сформированы в начале 2000-х гг., и с тех пор налогообложение не претерпевает существенных изменений.

Тем не менее, некоторые новации все же имели место. Низкая ставка подоходного налога на физических лиц в 13% не была повышена, что само по себе позитивно. И все же в среднесрочной перспективе нужно повышать налоговую нагрузку на граждан, перераспределяя налоговое бремя с предприятий, но при этом может применяться не столько прогрессия подоходного налога, сколько введение чувствительных налогов на недвижимое имущество, налога на потребление предметов роскоши, в первую очередь для граждан, чье совокупное имущество превышает 20 млн руб. Пока предпосылки таких перемен туманны.

Были повышены ставки налога на добычу полезных ископаемых, причем произошла дифференциация НДС. Так, компании, добывающие нефть на новых месторождениях, полностью освобождены от налога. Также предусматриваются льготы по налогу при разработке выработанных месторождений.

Постепенно расширяется список видов деятельности, для которых применяется налог на вмененный доход, хотя для малого бизнеса в долгосрочной перспективе более эффективно упрощенное налогообложение, которое позволяет развивать бизнес с минимальными администра-

тивно-управленческими издержками, в первую очередь на ведение бухгалтерского учета, аудит и всевозможные «обязательные» платежи, выплачиваемые контрольным органам.

С 1 января 2007 г. введен дополнительный 10%-ный амортизационный вычет, предоставляемый для приобретения основных средств, благодаря чему налогоплательщики значительно быстрее могут амортизировать основные средства. С 2007 г. упрощаются процедуры возмещения НДС при экспорте продукции.

Мировой финансовый кризис ускорил модернизацию налоговой системы и, несмотря на вероятное сокращение налоговых доходов, налоговое бремя было снижено. Одновременно приняты нормы, направленные на повышение прозрачности налоговой отчетности и ее упрощение для налогоплательщиков, упорядочивание налогового контроля, ряд антикризисных мер (НДС при импорте оборудования, предоставление отсрочки по уплате налогов, повышение ответственности банков за задержку налоговых платежей)<sup>18</sup>.

До недавнего времени не подлежало налогообложению технологическое оборудование, комплектующие и запасные части к нему, ввозимые в качестве вклада в уставные (складочные) капиталы организаций. Такая норма стимулировала привлечение прямых иностранных инвестиций в российскую промышленность и открытие филиалов крупными зарубежными компаниями, но создавала определенные преференции зарубежным производителям перед отечественными. Так, если российская компания производит соответствующее оборудование, то при его реализации начисляется НДС, а при импорте НДС не начисляется, что снижает ценовую конкурентоспособность отечественного оборудования. Теперь от НДС освобождено все импортное технологическое оборудование, аналоги которого не производятся в России (по перечню, утверждаемому Правительством). Таким образом, НДС не будет начисляться на все импортное технологическое оборудование вне зависимости от того, вносится ли оно в качестве вклада в уставный капитал или импортируется с целью продажи. Такой подход должен ускорить модернизацию российской промышленности. Существовавшие раньше преференции иностранным производителям, ввозящим технологическое обо-

<sup>18</sup> Федеральный закон от 26 ноября 2008 г. № 224-ФЗ «О внесении изменений в часть первую, часть вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации».



рудование в дочерние российские подразделения, теперь устранены, и все производители находятся в равных условиях. В то же время взимание НДС с оборудования, произведенного в нашей стране, призвано защитить отечественного товаропроизводителя. Конечная целесообразность реализации этой нормы будет зависеть от перечня технологического оборудования. Существует объективная сложность составления исчерпывающего перечня оборудования, аналоги которого не производятся в нашей стране. Этот перечень должен регулярно пересматриваться. Тем не менее эта мера должна ускорить модернизацию основных фондов российской промышленности.

Снижение ставки налога на прибыль с 24 до 20% за счет ставки налога, зачисляемого в федеральный бюджет, стимулирует развитие частного бизнеса. Одновременно предлагается внести дополнения в существующее регулирование амортизационной политики, а именно, увеличивается размер инвестиционного вычета. Эта мера повысит инвестиции хозяйствующих субъектов, в первую очередь в технологическое оборудование. Данная льгота не должна применяться к недвижимому имуществу, имеющему, как правило, длительный период пользования.

Внесены изменения и в налог на доходы физических лиц. До 2 млн руб. увеличен максимальный размер имущественного налогового вычета, предоставляемого на новое строительство или приобретение недвижимого имущества на территории Российской Федерации. Такая норма потребует внесения изменений в Федеральный бюджет на 2008 г. с целью компенсации выпадения доходов региональных и местных бюджетов. В будущем логично пересмотреть размеры и других налоговых вычетов, предоставляемых физическим лицам, но такие изменения целесообразно осуществлять с начала следующего финансового года. Налоговая реформа должна быть ориентирована не только на экономический рост, но и на достижение социальной справедливости и снижение уровня дифференциации доходов и имущественного неравенства граждан.

В связи с мировым кризисом в реальном секторе экономики приняты дополнительные меры поддержания ликвидности всех хозяйствующих субъектов. Изменился порядок перечисления в бюджет НДС. Принято решение ускорить возврат НДС экспортерам. Министру финансов РФ предоставляется право на отсрочку или рассрочку по уплате федеральных налогов на срок не более пяти лет. На сумму задолженности начисляются проценты по ставке, равной

1/2 ставки рефинансирования Центрального банка РФ. Однако решения о поддержке компаний в период мирового финансового кризиса должны приниматься коллегиально, несмотря на ограниченный период времени действия этой нормы.

Выход из мирового финансового кризиса потребует серьезных усилий со стороны российских властей. В то же время чтобы ослабить негативное влияние вероятных финансовых катаклизмов, потребуются большая независимость России от финансовой политики США и образование в Москве мирового финансового центра. Немаловажное значение приобретут придание рублю статуса мировой валюты и использование его в международных расчетах. Для этого потребуются совершенствование институтов, обслуживающих российский фондовый рынок, повышение прозрачности отчетности и управления банками, инвестиционных фондов, аудиторских и рейтинговых компаний.

При принятии решений по борьбе с кризисом важно не допустить перегибов и ужесточения государственного регулирования в сферах, где нет такой необходимости. Так, в конце 2008 г. Банку России было предоставлено право назначать уполномоченных представителей в кредитные организации, получившие дополнительную государственную поддержку: льготные кредиты, размещенные на депозитах средства федерального бюджета и т.п. Контроль за финансовой поддержкой, выделяемой государством на льготных условиях, необходим, но маловероятно, что введение института уполномоченных представителей в банках, а потом, возможно, и в компаниях некоторых отраслей повысит эффективность работы. Представляется, что функции контроля могут быть возложены на Счетную палату.

Самое важное – продолжить реализацию механизмов поддержки реального сектора экономики. Одновременно необходимо стимулирование совокупного спроса путем реализации инфраструктурных проектов, государственных закупок продукции отечественных товаропроизводителей, осуществления денежной эмиссии в соответствии с реальными потребностями российской экономики. Развитие возможно в условиях, когда наращиваются инвестиции как государственные, так и частные, реализуются ФЦП в соответствии со стратегическими задачами развития. Основой экономической политики должно стать продолжение финансирования реального сектора экономики посредством государственно-частного партнерства, а также создания в России крупного международного финансового центра.



## СПОСОБЫ РЕАЛИЗАЦИИ НАЦИОНАЛЬНОГО ПРОЕКТА «ДОСТУПНОЕ И КОМФОРТНОЕ ЖИЛЬЕ – ГРАЖДАНАМ РОССИИ» В УСЛОВИЯХ МИРОВОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

*В.М. ЖЕЛТОНОСОВ,*

*кандидат экономических наук, профессор*

*Ю.В. МАРОШКИН, Е.А. СКУРАТОВИЧ*

*Кубанский государственный университет*

В настоящее время в российском жилищно-финансовом секторе складывается весьма непростая и противоречивая ситуация, усугубленная разразившимся кризисом на международных финансовых рынках, поэтому необходимо предложить новый механизм осуществления национального проекта, включающего решение проблемы взаимоотношения общего уровня доходов населения с возможностью инвестирования их в жилищное строительство. Анализ ряда факторов, приведших к финансовому кризису на Западе, позволит под другим углом рассмотреть текущее состояние строительного комплекса России. Так как понимание ситуации, складывающейся в сфере недвижимости, и факторов, влияющих на строительный рынок, позволяет государству своевременно принимать меры, чтобы не допустить негативных последствий при очередной волне кризиса на международных финансовых рынках, приход которой вполне предсказуем.

Главные факторы, которые, по нашему мнению, способствовали кризису на Западе:

– наличие огромного количества «избыточных» денег и утрата свойств развития финансовой системы;

– искусственное нагнетание доступности ипотечных кредитов за счет снижения требований к платежеспособности заемщиков и качеству кредитных продуктов (уменьшение первичного взноса и первоначальных месячных платежей – т. н. «сабпрайм-кредиты»);

– снижение цен на жилье.

Необходимо отметить, что первый фактор также присутствует и в российском институте ипотеки. Однако сравнительно небольшая доля ипотечного сегмента на финансовом рынке и неразвитость внутреннего вторичного рынка закладных (отсутствие оборота ипотечных ценных бумаг) не позволили

вирусу «сабпрайм-кредитов» заразить все финансы, как это произошло в США. В России поведение ведущих игроков российского ипотечного рынка (повышение требований к заемщику и качеству ипотечных продуктов, включая процентные ставки) показывает, что отрезвление наступило, болезненный и трудный процесс выздоровления пошел.

Основная проблема в том, что мировой финансовый кризис повлиял на состояние финансовой сферы в нашей стране. Это выразилось прежде всего в дефиците ликвидности на финансовом рынке, причем это коснулось всех его участников, в том числе и ипотечных банков, которым нужны к тому же долгосрочные кредитные ресурсы. Пришлось повысить ставки по ипотечным кредитам на один – два процентных пункта. А банки, не имеющие доступа к долгосрочным кредитным ресурсам, вынуждены были вообще отказаться от ипотеки.

Повышение ставок, разумеется, снизило уровень доступности ипотеки, сузило круг людей, которые могут ею воспользоваться. К тому же банки ужесточили требования к заемщикам. Но было бы неправильным утверждать, что банки кому-то отказывают в выдаче ипотечных кредитов. Если же платежеспособность заемщика достаточно высока, его доходы подтверждены документально, и первоначальный взнос собран, то препятствий к получению кредита нет. Ужесточение требований является правильным шагом, позволяющим избежать слишком рискованных кредитов. Американский ипотечный кризис показал, к каким последствиям привели излишне оптимистичные оценки платежеспособности заемщиков.

Необходимо отметить тот факт, что темпы роста ипотечного кредитования в нашей стране все равно замедлились бы. Ведь эти отношения внедрялись с нуля, а в таких случаях первоначальные темпы роста всегда высоки. Но когда точка отсчета с каж-



дым годом повышается, темпы роста неотвратно замедляются. Другое дело, что они не замедлились бы так сильно, не возникни у банков проблема с ликвидностью. Что касается ситуации на жилищном рынке, то здесь действует ряд факторов, порождающих разнонаправленные тенденции, которые несут в себе серьезные угрозы для развития строительного комплекса и экономики страны в целом.

Начало реализации приоритетного национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» в 2005 г. совпало по времени с реорганизацией системы государственного управления строительным комплексом (упразднение Госстроя России) и принятием пакета законов о жилье, который существенно изменил принципы реализации инвестиционно-строительных проектов (в том числе Федеральный закон № 214-ФЗ о долевом участии в строительстве, новая редакция Градостроительного кодекса РФ в части аукционной продажи земельных участков под жилищную застройку).

Все это оказало негативное влияние на темпы ввода жилья. Поскольку длительность инвестиционно-строительных циклов составляет не менее 3 лет (включая оформление исходно-разрешительной документации), влияние вышеупомянутых законодательных новаций стало существенно сказываться в 2008 г. Об этом свидетельствуют данные Росстата за первую половину 2008 г., согласно которым произошло значительное (почти в 5 раз по сравнению с 2007 г.) снижение темпов жилищного строительства. Этот фактор будет оказывать влияние в среднесрочной перспективе, поскольку перестройка работы девелоперов в соответствии с законом № 214-ФЗ и подготовка муниципалитетами земельных участков к аукционам проходят очень трудно.

Возросший дисбаланс между платежеспособным спросом и предложением в пользу спроса, усиленный механизмами реализации национального жилищного проекта, отдающего приоритет государственной поддержке приобретения жилья в собственность на свободном рынке (ипотечное жилищное кредитование, адресные жилищные субсидии на цели покупки жилья и т. п.), привел к сохранению в 2005 – 2006 гг. высокой динамики роста цен, который пришелся на 2006 г. – в среднем по России цены на жилье за год выросли на 54 % (в городах миллионниках – почти в 2 раза). Ситуация усугублялась возросшей инфляцией и ужесточением требований по ипотечным кредитам. В результате снизилась доступность жилья даже для обладающего стабильными доходами этого достаточно узкого слоя населения. Об этом свидетельствуют замедление в 2007 г. темпов роста цен на жилье по

реально совершенным сделкам купли-продажи на свободном рынке и сокращение их количества (включая покупки в кредит) как минимум на 30 – 50 %. Эта тенденция сохранилась и в 2008 г.

На сокращение количества продаж (в том числе инвестиционных квартир) также влияет ожидание снижения цен на жилье, вызванное общей нервозностью на финансовых рынках, усилившейся после обвала котировок акций на российских финансовых площадках 16 – 17 сентября 2008 г., следствием чего впервые за последние годы стал рост рисков при реализации на рынке жилья.

В 2007 – 2008 гг. у девелоперов возникли проблемы с кредитованием строительства со стороны банков. Этот негативный фактор, обусловленный ситуацией в банковском секторе экономики, в сочетании с увеличивающимися рисками нереализации построенного жилья породил серьезные трудности у профессиональных участников по всей цепочке инвестиционно-строительной деятельности, к которым особо чувствительны малые и средние компании, имеющие меньший запас «прочности».

В условиях снижения объемов и увеличения стоимости банковского кредитования, а также сокращения продаж у девелоперов образовался дефицит средств для финансирования жилищного строительства, произошло снижение рентабельности их деятельности. Как следствие, одни девелоперы вынуждены замораживать начало строительства новых жилищных объектов, другие – выставлять на продажу ранее приобретенные активы (площадки под застройку), третьи – ограничивать объемы и увеличивать сроки строительства. В результате возникли предпосылки снижения цен на рынке жилья.

Пролонгация во времени сложившегося положения с финансированием жилищного строительства чревата существенным увеличением объемов незавершенного строительства, появлением новой волны обманутых дольщиков, банкротств застройщиков и подрядных организаций.

Высокая динамика цен реализации жилья в 2005 – 2006 гг. сопровождалась резким подорожанием основных строительных материалов в 2007 г., обусловившим высокий рост себестоимости строительства. В первую очередь это относится к цементу, цены на который выросли более чем в 2 раза (и достигли 7 – 8 тыс. руб. за тонну).

Можно было бы с пониманием отнестись к ситуации, при которой рост цен на цемент обусловлен необходимостью модернизации предприятий строительной промышленности, в значительной степени устаревших как морально, так и физически.



Однако слишком большой скачок цен на строительные материалы изменил все планы строителей. Он стал еще одним фактором снижения рентабельности девелоперской деятельности, усиливающим тенденцию снижения темпов ввода жилья.

Строители столкнулись со следующими проблемами: с одной стороны, рост стоимости кредитных ресурсов и их острая нехватка, с другой – рост себестоимости построенного жилья. Для того чтобы приостановить рост цен, Правительство РФ, действуя в интересах строительных компаний, в середине 2007 г. отменило ввозные пошлины на цемент, что послужило сигналом для импортеров. В результате в Россию хлынул более дешевый иностранный цемент. Доля импорта в течение короткого времени выросла с 2% до почти 10%. Цена российских производителей цемента упала до 3,2 тыс. руб. за тонну, снизились их доходы, произошло сокращение производства, что свидетельствует о снижении спроса на цемент в условиях замедления темпов ввода жилья. Только на предприятиях крупнейшей российской цементной компании «Евроцемент» производство цемента снизилось более чем на 20%.

Задача поддержать отечественного товаропроизводителя в условиях рыночной экономики любой ценой не стоит, в том числе в ущерб интересам потребителя. В то же время создается впечатление, что на государственном уровне отсутствует долгосрочная политика по вопросу развития промышленности стройматериалов, поскольку все предпринимаемые органами государственного управления действия направлены на решение сиюминутных задач, а не на долгосрочную перспективу.

Действие приведенных ранее факторов не позволяет сделать однозначного краткосрочного прогноза развития ситуации на жилищном рынке, поскольку он существенно зависит от внешней среды, от глубины кризисных явлений на финансовых рынках, в первую очередь в банковском сегменте (от уровня ликвидности кредитных организаций, активности финансовых посредников) и от поведения потребителей, а также запаса «прочности» и финансовой устойчивости девелоперов и других профессиональных участников.

С одной стороны, ряд факторов препятствует ускорению темпов ввода жилья и, как следствие, действует в направлении повышения цен на рынке жилья, другие факторы снижают (платежеспособный) спрос и тем самым способствуют их снижению. Но в любом случае можно однозначно констатировать, что рынок лихорадит, что таит в себе значимые угрозы неблагоприятного развития.

В соответствии с этим положением необходимо перестроиться и выработать такие пути, которые, не нарушая рыночных принципов функционирования жилищной сферы, не повышая рисков для деятельности частных инвесторов, кредитных организаций, девелоперов, строительных компаний, предприятий строительной индустрии и других профессиональных участников рынка, позволили бы решать проблемы доступности жилья для граждан России. Это возможно только на принципах государственно-частного партнерства с использованием государственных и муниципальных финансов.

Хозяйственное партнерство государства и частного сектора (ПГЧС) (*Public-Private Partnership, PPP*) представляет собой институциональный и организационный альянс между государством и бизнесом, формируемый в целях мобилизации инвестиций и реализации общественно значимых инвестиционных проектов в широком спектре сфер деятельности: от базовых отраслей промышленности и НИОКР до оказания общественных услуг [1]. Существует достаточно много классификаций разновидностей, форм, типов и видов партнерства государства и бизнеса в инвестиционном процессе. В качестве критериев отнесения к той или иной структурной группе обычно выступают: отношения собственности (владение, пользование), объем передаваемых частным компаниям прав, степень зависимости от государства, в первую очередь в вопросах финансирования проекта и разделения рисков, и другие параметры [2].

Этот механизм особенно эффективен в ситуации, когда имеются различия между частными и общественными интересами, то, что может быть эффективным для частной компании, оценивающей результат своей деятельности прежде всего с точки зрения получения прибыли, вовсе не означает автоматически эффективности для общества в целом, и наоборот.

При этом надо ясно осознавать, что сравнительно легких и дешевых денег теперь долгое время не будет, это касается не только ипотечного кредитования, но и кредитования строительства. Если в условиях стабильного рынка основной целью использования государственных и муниципальных финансов в реализации жилищных программ была социальная поддержка и защита тех категорий граждан, которые не в состоянии самостоятельно решить свои жилищные проблемы (а их доля составляет порядка 80% населения страны), то в ситуации нестабильности они дополнительно решают важнейшую прямую экономическую задачу стабилизации ситуации на рынке.



В этом плане еще большую актуальность приобретает задача формирования социально ориентированной жилищной политики, основой которой станет комплексная система жилищного финансирования, обеспечивающая стабильное прогнозируемое развитие строительного комплекса и решение социальных проблем населения.

Совершенно очевидно, что для большей части российских граждан вопрос обеспечения жильем может быть решен только в рамках реализации социальных жилищных программ, осуществляемых на принципах частно-государственного партнерства, где государство выступает соинвестором строительства социального жилья. К сожалению, применяемые сегодня меры государственной поддержки в виде жилищных субсидий, выделяемых для приобретения жилья на рынке, дополнительно «разогревают» рынок и снижают эффективность использования бюджетных средств.

Согласно долгосрочной стратегии строительства массового жилья, предусматривающей достижение до 2020 г. ежегодных объемов ввода на уровне 1 кв. м на человека, необходимо принятие комплекса мер. Предлагается один из возможных механизмов регулирования цен в сегменте жилья, предназначенном для поддержки нуждающихся

граждан, таких как учителя, медицинский персонал, студенты и т. д., которые в принципе не могут пройти через ипотеку, у них не хватает доходов. Они должны получать муниципальное жилье. Можно оговаривать, что такое жилье нельзя продать, но такое жилье должно существовать.

В качестве предложений для совершенствования законодательной базы строительства в России и безусловного выполнения национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» предлагаются следующие мероприятия по созданию новой системы организации финансирования строительства (рис. 1).

Возложить на специальное министерство Российской Федерации все полномочия по технической политике, организации государственной опеки строительства в России и реализации государственной жилищной ипотеки для строительства массового жилья по важнейшему национальному проекту.

С целью снижения стоимости массового жилья и предотвращения нерациональных затрат бюджетных средств по проекту строящегося жилья необходимо законодательно разделить на две категории: массовое (государственная жилищная ипотека) и коммерческое (рыночное). В соответствии с предлагаемой схемой необходимо законодательно утвердить понятие массо-

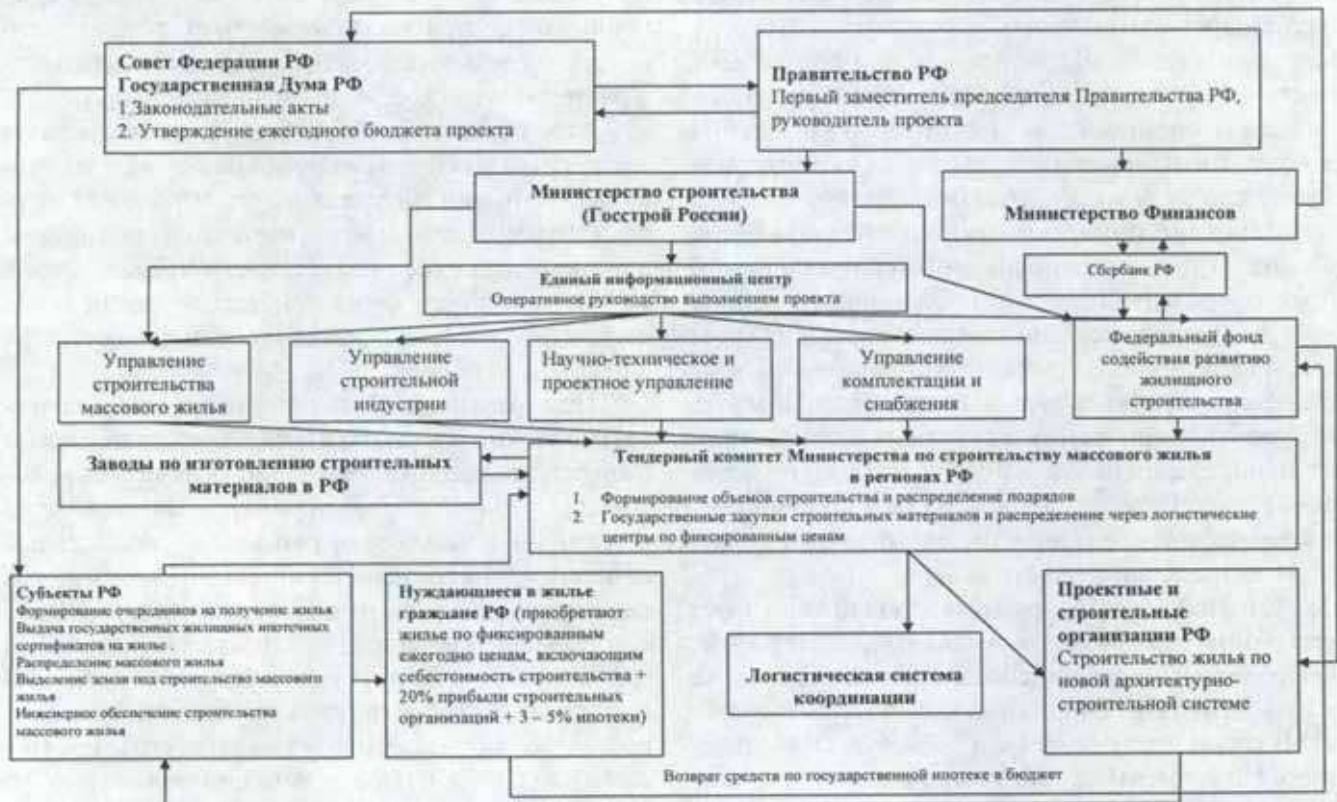


Рис. 1. Структура предлагаемой реализации национального проекта РФ «Доступное и комфортное жилье – гражданам России»



вого жилья, которое должно удовлетворять всем требованиям комфортности, экологичности и безопасности и возводиться по системе государственной ипотеки, предусматривающей строительство массового жилья за счет бюджетных средств с их возвратом в течение, например, десяти лет в казну государства нуждающимися в жилье гражданами России. Необходимо запретить продажу массового жилья строительными организациями и осуществлять ее через государственные жилищные (ипотечные) сертификаты.

Основой массового жилья должна стать государственная ипотека на основе недавно созданного Федерального фонда содействия развитию жилищного строительства. Каждая нуждающаяся семья, отдельные граждане только в этом случае смогут воспользоваться ипотекой для получения жилья, а средства, выдаваемые для этой цели, например, через Сбербанк России, должны выдаваться уполномоченной организацией (тем же Фондом и его структурами по России) по именованным государственным жилищным сертификатам. Средства, вкладываемые государством в массовое жилье по этой схеме (см. рис. 1), будут возвращены в полном объеме одновременно с решением национальной программы.

Следует усовершенствовать систему выдачи и реализации государственных (ипотечных), жилищных ипотечных сертификатов, имея в виду определение условий их выдачи, распределения, контроля и покрытия возвращаемыми населением денежными средствами, соединив безвозмездные субсидии с государственной ипотекой.

Субъекты Федерации формируют списки нуждающихся, обеспечивают свободные площади под застройку, предусматривая мероприятия по необходимому инженерному обеспечению строящегося массового жилья, а также контролируют возврат ипотечных средств в специальный ипотечный фонд при Федеральном фонде содействия развитию жилищного строительства.

Необходимо поручить специальному Министерству реорганизовать остатки научных учреждений строительного комплекса, проектных институтов, экспериментальных баз в государственные научно-технические центры с гарантированным финансированием для выполнения конкретных заказов по созданию и освоению новых технологий, оборудования, оснастки, материалов и изделий для массового строительства домов нового поколения с высокой комфортностью, долговечностью и приемлемой стоимостью.

Необходимо предусмотреть льготы для строительных, проектных, научных организаций, пред-

приятий стройиндустрии строительного комплекса, участвующих в выполнении национального проекта, прежде всего на слабо освоенных территориях.

Необходимо установить фиксированную стоимость массового жилья в регионах на уровне официально утвержденной по каждому году ставки, плюс 20% прибыли строительным организациям. Это предлагается достичь введением государственных закупок строительных материалов (у производителей через аукционы) и распределением их подрядным организациям через фирменную региональную логистическую систему по фиксированным ценам.

Созданный в июле 2008г. Федеральный фонд содействия развитию жилищного строительства должен тесно взаимодействовать со специальным министерством РФ и его важнейшим подразделением – тендерным комитетом, который может распределять по регионам РФ строительные подряды на возведение массового жилья и проводить конкурсы при государственных закупках строительных материалов согласно ежегодным заявкам субъектов Федерации.

Логистическая система – адаптивная система с обратной связью, выполняющая те или иные специфические функции [3, с. 28], [2, с. 54]. Данное определение основано на общей теории систем и кибернетики.

В основу формирования логистических систем положены принципы системного подхода:

- последовательность продвижения по этапам создания системы;
- согласование информационных, финансовых, ресурсных и других характеристик проектируемых систем;
- отсутствие конфликтов между целями отдельных подсистем и целями всей системы.

На развитие логистических систем большое влияние оказывают региональные особенности воспроизводства. Уникальное сочетание социально-экономических, природно-климатических факторов в каждом регионе определяет соотношение спроса и предложения на тот или иной вид продукта, ценовую политику, особенности функционирования логистических посредников. Кроме того, каждый регион имеет многочисленные интеграционные связи с другими регионами не только своей страны, но и за ее пределами, что повышает значимость региональных логистических систем, занимающихся обслуживанием не только внутренних, но и межрегиональных материальных и сопутствующих им потоков. Интенсивная разработка логистических систем за рубежом началась в 1960-х годах и была связана с развитием компьютеризации.



В Японии фирмой «Тойота» (*Toyota Motor Company*) была разработана система *JIT* (*Just-in-time* – «Точно в срок»).

В США усилиями О. Уайта и Д. Орлики [4, с. 24] были сформулированы алгоритмы планирования, известные как *MRP* (*Material Requirement Planning* – планирование потребностей в материалах).

В Израиле разработаны методы *OPT* (оптимизированная технология производства).

Их появление было связано с отсутствием инфляционного обеспечения, сбалансированности закупок, производства и сбыта, грамотно выстроенных взаимоотношений с поставщиками и потребителями и высокоорганизованного труда персонала.

Каждая логистическая система разрабатывалась для решения конкретных задач путем внесения определенных дополнений или изменений. В результате возникали новые или видоизмененные системы, которые на определенном промежутке времени соответствовали предъявляемым требованиям. Сегодня существует несколько логистических систем, которые нашли широкое применение во всем мире. К ним относятся:

- *MRP* (*Material Requirements Planning* – планирование материальных потребностей);
- *MRPII* (*Manufacturing Resource Planning* – планирование производственных ресурсов);
- *ERP* (*Enterpris Resource Planning* – планирование ресурсов предприятия);
- *ERP II* (новая редакция концепции *ERP*, которая включает в себя: *ERP*, *CRM* (*Customer Relationships Management* – управление отношениями с клиентами) и *SCM* (*Supply Chain Management* – управление цепью поставок), ранее *DRP* (*Distribution Resource Planning* – планирование распределения ресурсов).
- *JIT* (*Just-in-time*) – точно в срок;
- *Lean production* – («стройное/тощее» производство);
- *Kanban* (в переводе с японского означает «карточка»).

Каждая из приведенных систем относится либо к «толкающему» типу (*Pull system*), либо к «тянущему» (*Push system*) [3, с. 76], [2, с. 81] [4, с. 417].

В процессе эволюции научных теорий логистики исторически сформировалось несколько исходных концептуальных моделей постановки логистических проблем и их решения, а также методов исследования. Они подробно рассмотрены в работах российских и зарубежных авторов.

На основе этих направлений сформировалось новое направление – интегральное. Оно учитывает фактор времени, поскольку гибкость и динамичность любой фирмы, в т.ч. и строительной, необходимы для повышения конкурентоспособности. При этом для достижения сокращения внутреннего времени необходимо сократить все фазы логистического цикла: время на НИОКР, время поставки материалов, время производства, время обработки заказа, время дистрибуции готовой продукции. Основой интегрального направления являются система «Точно в срок», интегрированная информационная система и ряд др., обслуживающих логистический канал. В работах ряда ученых, таких как Гаджинский А. М. [5], Гордон М. П., Карнаухов С. Б. [6] предложена такая система. Ее принципиальное отличие от традиционной заключается в интеграции отдельных звеньев материалопроводящей цепи в единую систему, способную адекватно реагировать на возмущение внешней среды. Смысл логистического интегрального подхода показан на рис. 2.

Развитие логистических систем в международном экономическом пространстве предопределено высоким экономическим эффектом, получаемым производителем товара и его потребителем. Эффекты от деятельности региональных логистических систем имеют место на уровне отдельных его элементов (внутренний эффект) и на уровне экономики региона или страны (внешний эффект). Внутренний эффект обусловлен синергетикой, проявляющейся при взаимодействии участников логистической системы, при этом можно выделить следующие преимущества:

- увеличение масштабов производства и расширение области деятельности;
- разделение издержек и рисков;
- гибкость и эффективность;
- скорость реакции на изменение требований рынка;



Рис. 2. Логистический интегральный подход



– снижение издержек на приобретение и распространение знаний, технологий.

Внешние эффекты являются результатами преимуществ, возникающих внутри логистической системы, к которым можно отнести:

- увеличение налоговых поступлений;
- повышение занятости населения;
- повышение инвестиционной привлекательности.

Внутренние и внешние эффекты деятельности региональных логистических систем приводят к повышению конкурентоспособности экономики и возможности определить и активизировать механизмы согласования интересов власти и бизнеса при разработке стратегий развития регионов.

При увеличении объема ввода массового государственного жилья, естественно, снизится цена на него, упадет стоимость коммерческого и вторичного жилья.

По предложенной схеме стоимость массового жилья для его приобретения российскими гражданами будет минимальной и приблизится к себестоимости строительства одного кв. м по каждому региону (определяемой в настоящее время ежемесячно Центром по ценообразованию и сметному нормированию в строительстве). К ней необходимо добавить фиксированную прибыль, например, в размере 20 % от себестоимости, выделяемую для строительных организаций. Предлагаемая схема, таким образом, исключает функционирование всех коммерческих и муниципальных предприятий по продаже массового жилья, паразитирующих на этом.

Специальное министерство, помимо тендерного комитета, должно также иметь несколько управлений для обеспечения эффективной деятельности Министерства по строительству массового жилья. Эти управления призваны обеспечить необходимую техническую политику по возведению массового жилья по новым архитектурно-строительным системам, для координации их деятельности предполагается создать единый информационный центр, который будет объединять и генерировать всю информацию от всех заинтересованных сторон о реализации проекта на основе современных информационных технологий.

Как отмечается в работах ученых В. С. Резниченко, Н. Н. Ленивцева, «Передовой мировой опыт показывает необходимость глубокого учета требований задач технико-экономического и календарного планирования, производственно-технологической комплектации материально-технических ресурсов, экономического и финансового анализа хода строительства» [7]. Причем эти требования вытекают из

содержания задач как по управлению отдельными проектами, так и по управлению в целом.

В этой связи в последнее десятилетие в нашей стране появились информационные технологии, обеспечивающие интеграцию сметных прикладных программных продуктов с прикладными программными продуктами календарного планирования.

Эти программные комплексы позволяют осуществлять мониторинг ряда факторов:

– обеспечивают интегрированный анализ составления программы строительства, схематического проектирования, разработки смет, составления временных графиков строительства и оценки затрат жизненного цикла;

– поддерживают реконструкцию, ремонт, новое строительство и обслуживание зданий и сооружений;

– выполняют инженерную поддержку на всех стадиях планирования и проектирования;

– дают возможность разработать законченные программы строительства быстрее и с более реалистическими оценками стоимости;

– оценивают проектные решения и затраты жизненного цикла объекта;

– выполняют мониторинг временных графиков, контролируют оплату счетов и движение финансов.

Настало время признать, что в настоящее время «муки» внедрения новых достижений инженерной мысли в экономике и строительной индустрии больше недопустимы. Для реализации национального проекта «Доступное и комфортное жилье – гражданам России» пора перейти к эффективной, экономически обоснованной схеме финансирования и организации строительного производства.

#### Список литературы

1. *Варнавский В. Г.* Партнерство государства и частного сектора: формы, проекты, риски. М.: Наука, 2005.
2. *Никитаева А. Ю.* Стратегии и механизмы взаимодействия государства и бизнеса в регионах России // Региональная экономика. Теория и практика. 2007. № 9. С. 19 – 26.
3. *Алесинская Т. В.* Основы логистики. Общие вопросы логистического управления. Таганрог: Изд-во ТРТУ, 2005. 121 с.
4. *Уайт О. У.* Управление производством и материальными запасами в век ЭВМ. М.: Прогресс, 1978. 302 с.
5. *Гаджинский А. М.* Основы логистики. – М.: ИВЦ Маркетинг, 1996.
6. *Гордон М. П., Карнаухов С. Б.* Логистика товародвижения. М.: Центр экономики и маркетинга, 1996.
7. *Резниченко В. С., Ленивцев Н. Н.* Системные подходы к определению цен и управление стоимостью в строительстве // 2-е издание, дополненное и переработанное. М.: 2005. 516 с.



## Банковское дело

# ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ БАНКОВСКОГО ДЕЛА В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ

*Е.Ю. ХРУСТАЛЁВ,*

*доктор экономических наук, профессор*

*Центральный экономико-*

*математический институт РАН*

*А.Н. ОМЕЛЬЧЕНКО*

Банковские системы являются одной из важнейших составных частей мирового хозяйства. Находясь в центре экономической жизни, обслуживая интересы производителей, банки опосредуют связи между промышленностью и торговлей, сельским хозяйством и населением. Банки – это атрибут не отдельно взятого экономического региона или какой-либо одной страны, сфера их деятельности не имеет ни географических, ни национальных границ, это планетарное явление, обладающее колоссальной финансовой мощью, значительным денежным капиталом.

Банковское дело не является застывшей наукой. Банки способны адаптироваться к окружающей среде. Они сохранили самобытность, свой облик, свое место в народном хозяйстве именно потому, что обладают свойством к саморегулированию. Реагируя на изменяющиеся потребности рынка, приспосабливаясь к современной жизни, учитывая новые явления в экономике, политике, политическом устройстве общества, банковское дело дает описание той технологии, которая должна использоваться в конкретных экономических ситуациях, на стадиях кризиса или подъема, при стабильной или неустойчивой обстановке.

На данном этапе банковские системы перерастают национальные границы, и возникают процессы интеграции банка в мировую финансовую систему (МФС). Теоретические аспекты данного вопроса представлены:

- со стороны международного банковского образования, проникающего на национальные рынки (развитие путей входа на иностранные рынки);

- со стороны национальной банковской системы, которая претерпевает существенные изменения в процессе данного внедрения, а также пытается расширить сферу своей деятельности за пределами национальных границ (общие подходы к процессу развития отечественных банков при выходе на иностранные рынки).

Актуальность изучения банковского дела в глобальном масштабе подтверждается нынешними тенденциями в развитии банковского сектора РФ. В целях оценки «чистых выгод» от привлечения иностранного капитала в национальную банковскую систему необходимо обратиться к опыту зарубежных стран и описать различные подходы к организации процесса интеграции банка в МФС.

*Представление о сущности банка с позиции его исторического развития.* Современная история накопила немалые материальные свидетельства древнего денежного обращения, но не дала ответа на вопрос о том, каковы были простейшие кредитные учреждения. Более того, сам период возникновения банков не определен и, следовательно, не описан в экономической литературе, не ясна их истинная природа.

Первые банки, по мнению некоторых ученых, появились в условиях мануфактурной стадии капитализма, в XIV и XV вв., прежде всего в итальянских городах (Венеции, Генуе). Как полагают эти специалисты, создание банка как особого института товарного хозяйства связано не с развитием товарно-денежных отношений на ранних этапах товарного хозяйства, а именно с периодом, когда стала нужна сеть специальных учреждений, регулирующих денежное обращение и проводя-



щих в достаточно широких масштабах кредитные операции. То есть речь идет о времени, когда без помощи кредита невозможна была работа капиталистических предприятий. Не случайно банк – это явление исключительно капиталистического хозяйства [1].

Другие считают, что банки возникли в более ранний период – при феодализме. Они отмечают, что уже в античном и феодальном хозяйстве появилась потребность в банках как посредниках при платежах.

Итак, согласно существующим мнениям разница по времени появления банков составляет не одно-два десятилетия, а столетия. Значит, суть вопроса заключается не столько в установлении какой-то исторической даты, хотя для экономической науки это не формальный вопрос, сколько в определении того, что считать банком.

К сожалению, само слово «банк» не проясняет ситуацию, а создает дополнительные трудности для вынесения истинного суждения о первых кредитных учреждениях. Слово «банк» происходит от итальянского *banco* – стол. «Банко-столы» уже в XV в. в Италии устанавливались на площадях, где проходила оживленная торговля товарами [2]. В этом отношении можно провести аналогию с менялами в Древней Греции – *трапезидалт*, что буквально означало «человек за столом» (*трапеза* – стол). В Древнем Риме существовали *менсарии* (от лат. *mensa* – стол), занимавшиеся обменом валют, а также некоторыми другими денежными операциями [3].

Подобного рода отождествление природы банка с операциями по обмену валюты вуалирует истинное происхождение первых кредитных учреждений. По мнению историков, еще 2300 лет до н. э. у халдеев были торговые компании, которые наряду с выполнением своих непосредственных функций выдавали также ссуды. Упоминания о первых обособленных кредитных операциях относятся к VI в. до н. э. В Древнем Вавилоне практиковалась вкладная операция: прием вкладов и уплата по ним процентов. Эти же операции в IV в. до н. э. практиковались в Греции. Примечательно, что наряду с приемом вкладов древние греки за известную плату производили обмен денег.

Кто же выполнял первые банковские операции? По свидетельству историков, ими были как отдельные лица, так и некоторые церковные учреждения, у которых концентрировались значительные денежные средства. Храмы были надежным местом хранения ценностей. Вору, относившемуся с почте-

нием к алтарям, не грабили их. Вклады, неприкосновенность которых гарантировалась уважительным отношением к религии, сделали знаменитыми греческие храмы (Дельфийский, Делосский, Самосский, Эфесский), которые стали одновременно своеобразными банковскими учреждениями. В храме Артемиды в Эфесе сосредоточивались вклады с малоазиатского побережья, а в храме Аполлона в Дельфах концентрировались свободные денежные средства всей Европейской Греции.

Первые банкиры предоставляли банковские ссуды со взиманием высоких процентов, уровень которых доходил до 36 % годовых. Чрезвычайно дорого стоили и первые кредиты, выдаваемые на Руси. Во времена Ярослава Мудрого была установлена предельная ставка – не выше 20 % годовых. Однако она могла возрастать до 40 % годовых, если ссуда выдавалась на короткое время. Наказание за чрезмерно высокий процент полагалось лишь в том случае, если его размер доходил до 60 % годовых. Залогом при этом обычно выступали корабли и товары, а в некоторых случаях – дома, драгоценные вещи и даже люди (рабы).

Вместе с кредитными операциями древних банков постепенно получили развитие и расчеты по обслуживанию вкладчиков. Расчеты производились с помощью т. н. *трансферита*, т. е. переноса денежных средств с одной таблицы (счета) на другую. Каждый вкладчик в банке имел свою таблицу с обозначением его имени. Денежные средства с таблицы одного вкладчика переносились на таблицу другого, образуя простейшие формы безналичных расчетов. Характерно, что вначале необходимо было личное устное распоряжение клиента о перечислении денежных средств, однако затем появились *письменные приказы* (прототипы современных чеков), которые облегчали и ускоряли взаимные платежи.

Удобства, создаваемые банками, не могли не привлечь внимание деловых людей. Постепенно банковская клиентура расширялась. Банки в свою очередь пошли на выполнение работ доверителей по составлению договоров между клиентами, стали выступать посредниками в торговых сделках. Для облегчения расчетов древние банки выпускали даже *банковские билеты* (*hudu* – гуду), которые обращались наравне с полноценными деньгами. По оценке А. Б. Биммана, «вполне достоверным можно считать то обстоятельство, что хотя вексельными операциями древние банкиры не занимались, тем не менее существовали кредитные письма с обращением за платежом к банкиру».



Все эти свидетельства никак не подтверждают бытующее представление о том, что первые банки возникли в условиях мануфактурной стадии капитализма в форме банкирских домов.

Конечно, было бы несправедливо считать, что операции древнего товарно-денежного обращения указывают на функционирование банка. Наличие кредитора и заемщика — это далеко еще не зарождение банка, а только его предпосылка [4]. При каких же условиях возможность превращения кредитора в банк становится очевидной?

Обратимся еще раз к толкованию термина «банк» в современном русском языке. В справочных изданиях банк характеризуется однозначно как крупное кредитное учреждение. Таким образом, главное — это степень развития кредитного дела и совокупность операций, которые выполняются кредитором по обслуживанию своих клиентов. Ростовщик перестает быть ростовщиком, как только кредитные операции, выполняемые им (в их совокупности), превращаются в систему. Значит, банк — это ступень развития денежного хозяйства, на которой кредитные, денежные и расчетные операции стали в их совокупности концентрироваться в едином центре. Поэтому можно предположить, что первые банки возникли задолго до мануфактурной стадии капитализма, в период становления государства на этапе достаточно оживленного развития товарного обмена, денежных и кредитных отношений. Такого рода отношения, как свидетельствует история, были уже в рабовладельческом обществе.

В Древнем Риме существовали первичные нормы банковского и кредитного права. Согласно этим нормам в III в. до н. э. римским банкирам, специализировавшимся на меняльном деле и называвшимся *кумьяяришии*, уже не разрешалось вести кредитные операции. *Аргентарии*, занимавшиеся кредитным делом, получили возможность на базе посредничества в платежах предоставлять ссуды своим клиентам.

**Формирование банковской системы.** Если же обратиться к классическому мнению о периоде возникновения банков (в современном понимании как учреждения, принимающие вклады и выдающие кредиты), то можно назвать период позднего Средневековья, в середине XVII в.

Эмиссионной деятельности банков предшествовала депозитная. Так происходило в Англии, в первых банках Гамбурга и Амстердама. Но в целом банковская деятельность приобрела существенное значение именно с началом эмиссионной деятельности.

Выпуск банкнот явился той сферой, где возникли и первые банковские проблемы, и именно здесь государства в наиболее сильной степени стремились установить монополию через систему выдачи лицензий.

Прообразом ныне действующей двухуровневой банковской системы стала банковская система Англии, складывавшаяся со второй половины XVII в.

Первый уровень банковской системы представлен центральным (эмиссионным) банком. На втором уровне действуют коммерческие банки различных типов и небанковские кредитно-финансовые институты (инвестиционные компании, инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды, ломбарды, трастовые компании и кредитные союзы и ассоциации и т. п.). Такая система сложилась в результате эволюции банковской системы Англии с конца XVII в., а с XVIII в. эта модель постепенно распространилась и на другие страны. Из числа развитых стран модель двухуровневой жестко регулируемой банковской системы последними официально приняли США в начале прошлого века.

В XX в. централизованная система банковского бизнеса стала рассматриваться не только в качестве привычного явления, но и как одно из обязательных условий достижения высших ступеней экономического развития. Целесообразность действующей системы практически не подвергается сомнению. Вера в желательность центральных банков стала всеобщей, обсуждаются и отрабатываются на практике только методы регулирования. В последние два десятилетия XX в. выявилось стремление к усилению контроля за счет учреждения международных банковских институтов, а также через международное сотрудничество между центральными банками различных государств.

Центральный банк может вести свое происхождение от *частного учреждения*, имеющего целью получение прибыли. Другой причиной возникновения центрального банка может являться необходимость оказания помощи в осуществлении финансирования правительственных расходов. Именно эта причина лежит в основе создания Банка Англии, такие же предпосылки появления центрального банка во Франции и в других странах.

Банк Англии (*Bank of England*), учреждение которого в 1694 г. ознаменовало зарождение двухуровневой банковской системы, появился в результате довольно случайного политического события. Для обеспечения своих финансовых нужд король Карл II был вынужден в значительной мере полагаться



на кредиты лондонских банкиров. Британский королевский двор, утратив доверие лондонских банкиров из-за отказа Карла II платить по своим долгам, стремился найти замену источника займов. Впоследствии король Вильям III и его правительство обратились к схеме шотландского финансиста Уильяма Паттерсона, в соответствии с которой был создан институт под названием «Управляющий и К<sup>о</sup> при Банке Англии» (*Governor and Company of the Bank of England*).

Учреждение этого института было оформлено в Законе Таннеджа (*Tunnage Act*), где среди множества других статей было предусмотрено образование банка «для улучшения сбора средств и передачи казначейству 1 200 000 фунтов стерлингов». В тот период это событие выглядело абсолютно незначительным.

С первых же лет вновь образованный банк занял исключительное положение по сравнению с другими банками. В 1697 г. правительство разрешило ему увеличить собственный капитал и тем самым расширить выпуск банкнот. Правительство предоставило банку монопольное право на ведение правительственных расчетов: все платежи правительству должны были производиться через банк, что привело к существенному росту престижа банка. Было установлено, что никакой другой банк не мог быть учрежден через принятие парламентом специального закона. Далее, закон постановлял, что никакие действия Управляющего и К<sup>о</sup> при Банке Англии не могли служить основанием для использования частной собственности любого из членов корпорации в качестве компенсации за нанесенный ущерб. Это означало предоставление банку привилегии ограниченной ответственности. Всем другим банковским учреждениям в подобной привилегии было отказано на протяжении последующих полутора веков.

В первой половине XIX в. через систему законодательных актов, ограничивающих свободное банковское предпринимательство, окончательно сформировалась система централизованного банковского бизнеса с единой резервной системой. Точку в спорах поставил Закон 1844 г., который провозгласил окончательную монополизацию эмиссионной деятельности в руках Банка Англии.

Одновременно с формированием банковской системы в Англии происходили аналогичные процессы и в Шотландии. Однако развитие банковской сферы в Шотландии происходило независимо от Англии и несколько иначе. Вначале там преобладала практика выдачи банкам разрешительных

концессий. Основанный группой шотландских торговцев в 1695 г. Банк Шотландии (*Bank of Scotland*) в течение 21 года владел монопольными правами на банковскую деятельность, врученными ему в соответствии с чартером Шотландского Парламента. В отличие от Банка Англии Банк Шотландии с самого начала приступил к созданию своих отделений. Когда в 1716 г. срок действия его монопольных прав подошел к концу, Банк Шотландии пытался ожесточенно сопротивляться перспективе конкуренции, но в 1727 г. второй чартер был вручен Королевскому Банку Шотландии (*Royal Bank of Scotland*). Тем самым в Шотландии была создана конкурентная среда.

Шотландской системе были присущи определенные специфические черты, с самого начала отличавшие ее от систем, существовавших в других странах. Она включала острую конкуренцию между банками и строгое соблюдение практики регулярного взаимного погашения банкнот; обмен банкнотами происходил дважды в неделю, и балансы подбивались тут же. Система развития отделений здесь была освоена почти с самого начала, и в сравнении с другими странами интенсивность развития депозитного бизнеса и кредитных инструментов оказалась гораздо выше.

К 1826 г. в Шотландии действовали 3 чартерных (получение чартера означало, что банк получает права ограниченной ответственности) банка (с 24 отделениями), 22 акционерных банка (с 97 отделениями) и 11 частных банков. В это время в Англии только что было принято законодательство, разрешающее создание акционерных банков, и даже Банк Англии еще не учредил ни одного отделения. К рассматриваемому моменту в истории шотландского банковского бизнеса была лишь одна серьезная неудача — банкротство Эйр Бэнк, когда совокупный ущерб, понесенный населением, оценивался в пределах 36 000 фунтов, тогда как в Англии с ее централизованной системой банкротства и прекращения платежей периодически принимали массовый характер.

Существовавшая в Шотландии сеть устойчивых, не знающих вмешательства законодателей банков с уже высокоразвитой депозитной сферой, ее видимый успех и отсутствие ведущих к запретам злоупотреблений произвели впечатление на англичан, к тому времени ставших свидетелями крушения огромного количества мелких рядовых банков. В еще большей степени эта система вдохновляла сторонников свободного банковского бизнеса на континенте. Однако в итоге банки Шотландии



были вынуждены работать по общим правилам, установленным британским законодательством.

Банковская система Шотландии представляла собой пример свободной банковской деятельности, основные черты и принципы которой были восприняты банковской системой США и в определенной степени сохранились там вплоть до 30-х гг. XX в.

*Свободная банковская деятельность* представляет собой систему, при которой банки осуществляют операции и выпускают платежные средства, руководствуясь лишь общим законодательством о компаниях. Банку может не требоваться особое разрешение на начало деятельности, если он сможет показать перспективы прибыльной деятельности, привлечь достаточное количество капитала и завоевать доверие публики. Он имеет такие же права и обязанности, как и любое другое коммерческое предприятие. Его платежные средства являются «безусловным обязательством к погашению» или к обмену на основное (законное) платежное средство.

На современном этапе развития рыночной экономики вопрос о структуре банковской системы встал вновь – в теоретических дискуссиях с 1988 г., в работах ряда экономистов (Лоуренса Уайта, Джона Селджины). Однако изменения в системе банковского надзора Великобритании и Японии (1998 г.), Германии (2002 г.), образование зоны евро и Европейского центрального банка, нарастающие с 1980-х гг. процессы глобализации, дерегулирование финансовых рынков свидетельствуют о начинающемся «размывании» традиционной двухуровневой банковской системы.

Более того, задачи управления темпами инфляции, денежным оборотом, обеспечения устойчивости национальной валюты невозможно решить в рамках только банковской сферы и регулирования только банковской деятельности: на финансовых рынках оперирует огромное число различных финансовых компаний, фондов, ассоциаций и т. д., занимающихся традиционно банковскими операциями, но находящимися вне сферы контроля центральных банков и ими не регулируемые. В результате, чем выше уровень развития и диверсификации финансовых рынков, тем ниже эффективность действий центрального банка.

*Современные тенденции развития финансово-банковского сектора.* На рубеже XX–XXI вв. коммерческие банки по-прежнему занимают особое положение в денежно-кредитной и финансовой сфере стран с развитой экономикой. Однако с середины 1980-х гг. усиливается процесс дерегулирования финансовой сферы.

Следствием глобализации и дерегулирования становится изменение роли и функций центральных банков: надзорные и контрольные функции все в большей степени, и прежде всего в развитых странах, передаются специально создаваемым частным (Великобритания) или государственным организациям, осуществляющим надзор и контроль над всеми участниками финансовых рынков.

Крупные банковские монополии, на долю которых приходится подавляющая часть чистого дохода от операций, связанных с взиманием и выплатой процентов, и от сделок, приносящих комиссионное вознаграждение, резко увеличивают затраты на дорогостоящие компьютерные системы и разработку технологий предоставления новых финансовых услуг. Мелкие банки с трудом приспособляются к структурной перестройке в кредитно-финансовых отношениях и в итоге либо поглощаются другими банками, либо ликвидируются.

Быстрый рост мировой торговли и международных потоков капитала, начиная с последней четверти XX в., явился причиной того, что многие крупные банки, финансовые, производственные и торговые фирмы стали связывать перспективы своего развития с расширением до международного масштаба.

В основе этой *глобализации бизнеса и финансов* лежали следующие тенденции:

- достижения научно-технического прогресса (компьютеры и телекоммуникации);
- сокращение объема вмешательства государства в экономику и финансы в промышленно развитых странах;
- рост международных потоков капитала.

Эти тенденции способствовали *интеграционным процессам* в мировой экономике, система финансовых рынков стала функционировать на глобальном уровне. Образовалась мировая финансовая сеть, соединяющая ведущие финансовые центры разных стран. Аналогично возникли сети международных банковских образований, действующие на межстрановом уровне – транснациональные банки (ТНБ).

*Глобализация банковского бизнеса.* Усиление транснациональных банков и повышение их роли в процессе консолидации банковского и промышленного капитала являются одним из наиболее заметных моментов в мировой экономике в последнее время. Транснациональный капитал, представленный прежде всего транснациональными компаниями и транснациональными бан-

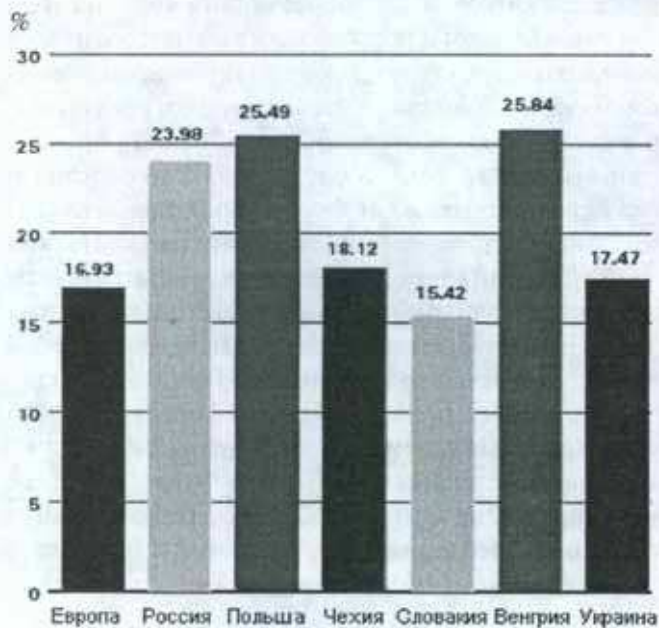


ками, в силу объективных закономерностей своего развития стремится к дальнейшему расширению экономической власти. Транснациональный капитал в своем движении и развитии ориентируется исключительно на собственную выгоду и достаточно свободно переливается из страны в страну, то приводя к жесточайшим кризисам, превращаясь в форму спекулятивного капитала, то становясь созидательной силой в мире, способствуя развитию научно-технического прогресса.

Когда интересы транснационального капитала совпадают с интересами определенных национальных государств, транснациональные банки обеспечивают им значительные и даже решающие конкурентные преимущества на мировом рынке. Страны с развитой рыночной экономикой активно поддерживают собственные транснациональные компании и банки, которые в свою очередь создают условия для поступления налоговых средств от широкой международной деятельности, расширяют экономическое, и возможно, даже политическое влияние на некоторые зарубежные страны.

На рисунке показана высокая доходность капитала в банковских секторах стран Центральной и Восточной Европы, что в определенной степени объясняет повышенный интерес международных банковских групп к данным рынкам.

Процесс концентрации банковской мощи превратил транснациональные банки в универсальные банковские комплексы. Внутри них пос-



Источник: The Banker, November 2007.

Средняя рентабельность капитала I группы по странам (%)

тепно стираются грани между коммерческими, инвестиционными банками, страховыми и другими учреждениями финансовой сферы.

Поэтому на сегодняшнем этапе представляется столь актуальным изучение деятельности и развития банковского сектора на глобальном уровне.

**Проблемы допуска иностранных банков в национальную банковскую систему.** При анализе проблемы функционирования иностранных кредитных организаций в банковской системе страны одним из основных моментов является то, на каких условиях будет осуществляться их деятельность на национальном рынке [5].

Что касается политики допуска иностранных банков в национальную банковскую систему (как на этапе допуска, так и функционирования), то в мировой практике выделяют несколько подходов, фактически отражающих разный уровень протекционизма.

Принцип *национального режима* является наиболее либеральным подходом, который подразумевает отсутствие какой-либо дискриминации по сравнению с национальными институтами. В сфере международного права он трактуется как «предоставление организациям, которые действуют на территории страны и контролируются прямо или косвенно нерезидентами, режима, вытекающего из национальных законов, регламентации и административной практики, не нарушающего норм международного права и являющегося не менее благоприятным, чем тот, который установлен при аналогичных обстоятельствах для национальных организаций» [6].

На практике принцип национального режима используется, как правило, на базе межгосударственных соглашений (ОЭСР, ВТО, ЕС и др.), способствующих более свободному перемещению товаров, капитала и расширению деятельности транснациональных корпораций в целях устранения дискриминации между национальными и иностранными (по отношению к принимающей стране) экономическими агентами в пределах присоединившихся государств и обеспечения равной эффективной конкуренции между ними. Причем он является базовым элементом данных соглашений.

В рамках ЕС принцип национального режима реализован наиболее полно: стремление к унификации банковского законодательства выразилось в выработке единых стандартов банковского регулирования и надзора по ключевым вопросам, включая внедрение принципа единой банковской



лицензии (лицензия одной страны признается другими государствами ЕС) и определение перечня тех видов банковских операций, которые подлежат взаимному признанию на территории стран – членов ЕС, установление единых пруденциальных нормативов (требования к размеру минимального размера уставного капитала, достаточности капитала и т. д.). В то же время высказывание экс-председателя Комиссии ЕС Ж. Делора о намерении создать *открытую, но не общедоступную Европу* нашло свое отражение в политике ЕС по вопросам регулирования доступа и присутствия иностранных банков в отношении третьих стран, для которых был установлен своего рода защитный механизм согласительного-ограничительного характера [7].

Такой подход представляется вполне обоснованным ввиду того, что ряд развивающихся стран и стран с переходной экономикой проводит (или проводил) политику, отражающую политические и экономические приоритеты страны без учета условий взаимности (по мнению автора, этот режим может быть определен как принцип главенства национальных интересов). Китай, ряд латиноамериканских стран, на первых этапах реформирования экономики Польша и Чехия, а также Россия выстраивают систему допуска иностранного капитала в банковскую сферу на базе защитных мер, ограничивающих национальные кредитные институты от конкуренции со стороны более крупных и сильных иностранных партнеров. Эффективными инструментами при этом выступают разрешительный порядок учреждения организаций с участием иностранного капитала, ограничение участия нерезидентов через установление максимального порога контроля над совокупным банковским капиталом или активами, регламентирование условий участия иностранных инвесторов в приватизации государственных банков, а также определение доступных организационно-правовых форм присутствия иностранных банков в стране, которые наиболее адекватны с точки зрения текущих потребностей развития национальных банковских систем.

В случае если имеет место разрешение нерезидентам действовать в банковском бизнесе лишь в рамках особо оговоренного нормативно-правовой базой режима, учитывающего ограничения допуска нерезидентов на рынок в странах происхождения инвестора, можно говорить об использовании принципа взаимности.

Выходя на новый зарубежный рынок, ТНБ должен первоначально решить, в какой организационно-институциональной форме он это осу-

ществит. Помимо возможности осуществления трансграничных операций непосредственно иностранными банками их присутствие на внутреннем рынке той или иной страны может быть реализовано в следующих формах<sup>1</sup>: представительство, заграничный филиал, агентство, дочерний банк, совместный банк.

Опыт международной экспансии американских банков демонстрирует предпочтительность формы дочернего банка при обслуживании компаний – партнеров, выходящих на новые рынки (предоставляя им более широкий спектр финансовых услуг и динамичнее реагируя на возникающие потребности в силу их лучшего «погружения в рынок»), о чем свидетельствует, в частности, положительная корреляция в стране пребывания между прямыми иностранными инвестициями американских фирм и удельным весом дочерних банков в общем числе кредитных организаций, контролируемых нерезидентами из США. В табл. 1 и табл. 2 представлены сведения о масштабах деятельности материнских компаний банков-нерезидентов, и указаны наиболее крупные банки-нерезиденты, оперирующие на российском рынке.

Рассматривая вопрос существующих организационно-правовых форм, следует говорить о том, что ряд функциональных различий между ними при определенных условиях может стираться. Развивая эту идею в отношении филиала и дочернего банка, следует сделать предположение о том, что материнский банк, приобретающий контроль над местным банком и преобразовывающий его в свою дочернюю структуру с последующим использованием своего бренда и, соответственно, репутации, в силу данных обстоятельств не станет бросать принимающий банк в случае его банкротства и окажет ему поддержку в форме финансовых вливаний в виде акционерного или заемного капитала. В этой ситуации ответственность по обязательствам дочерней структуры при возникновении указанных затруднений, как и в случае филиала, фактически перекладывается на материнскую организацию.

Подобные примеры «размывания», с одной стороны, демонстрируют неоднозначность принципов классификации (в том числе выбор ее критерия), с другой – требуют от регулирующих органов более широкой постановки вопроса в рамках банковского регулирования и надзора,

<sup>1</sup> Данная институциональная классификация была закреплена экспертами Банка международных расчетов (Базель) в «Принципах по надзору за иностранными банковскими учреждениями» в 1983 г. (Конкордат) и впоследствии дополнена в экономической литературе.



Таблица 1

30 крупнейших банков-нерезидентов, оперирующих на российском рынке  
(со 100 %-ным участием иностранного капитала),  
систематизированных по величине уставного капитала (на 01.11.2008)

№ п/п	Наименование кредитной организации, место ее нахождения	Уставный капитал (тыс. руб.)	Дата регистрации
1	Закрытое акционерное общество «ЮниКредит Банк», г. Москва	23 064 357,70	20.10.1989
2	Закрытое акционерное общество «Райффайзенбанк», г. Москва	21 828 968,00	10.06.1996
3	Открытое акционерное общество «Промсвязьбанк», г. Москва	7 744 500,00	12.05.1995
4	Общество с ограниченной ответственностью «Русфинанс Банк», г. Самара	6 016 959,60	12.05.1992
5	Общество с ограниченной ответственностью коммерческий банк «Банк Кипра», г. Москва	4 504 423,50	16.04.2007
6	Общество с ограниченной ответственностью «Хоум Кредит энд Финанс Банк», г. Москва	4 173 000,00	19.06.1990
7	Коммерческий акционерный банк «Банк Сосьете Женераль Восток» (закрытое акционерное общество), г. Москва	3 418 000,00	13.04.1993
8	Банк кредитования малого бизнеса (закрытое акционерное общество), г. Москва	3 237 182,00	31.12.1992
9	Коммерческий банк «ЭКСПОБАНК» (общество с ограниченной ответственностью), г. Москва	3 133 934,00	27.07.1994
10	Общество с ограниченной ответственностью Коммерческий Банк «Национальный стандарт», г. Москва	3 035 000,00	02.10.2002
11	Закрытое акционерное общество «Банк оф Токио-Мицубиси ЮФДжей (Евразия)», г. Москва	2 917 913,00	29.05.2006
12	Закрытое акционерное общество «Коммерческий и Инвестиционный Банк «КАЛИОН РУСБАНК», г. Санкт-Петербург	2 883 000,00	24.12.1991
13	Открытое акционерное общество «Сведбанк», г. Москва	2 800 000,00	01.09.1994
14	Закрытое акционерное общество «Королевский Банк Шотландии», г. Москва	2 751 177,30	26.10.1993
15	Эйч-Эс-би-си Банк (РР) (Общество с ограниченной ответственностью), г. Москва	2 028 000,00	23.04.1996
16	Общество с ограниченной ответственностью «Морган Стэнли Банк», г. Москва	2 000 000,00	08.06.2005
17	Коммерческий банк «БНП Париба Восток» (общество с ограниченной ответственностью), г. Москва	1 890 000,00	27.11.1992
18	ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО (закрытое акционерное общество), г. Москва	1 849 905,00	13.09.1993
19	Акционерный коммерческий банк «Абсолют Банк» (закрытое акционерное общество), г. Москва	1 844 840,00	22.04.1993
20	Мерседес-Бенц Банк Рус (общество с ограниченной ответственностью), г. Москва	1 750 142,00	19.07.2007
21	БНП ПАРИБА Банк (закрытое акционерное общество), г. Москва	1 750 000,00	28.05.2002
22	Банк «ВестЛБ Восток» (закрытое акционерное общество), г. Москва	1 600 000,00	01.03.1995
23	АйСиАйСиАй Банк Евразия (общество с ограниченной ответственностью), Калужская область	1 594 077,50	27.05.1998
24	Коммерческий Банк «Свенска Хандельсбанкен» (закрытое акционерное общество), г. Москва	1 530 000,00	06.05.2005
25	Коммерческий банк «Москоммерцбанк» (общество с ограниченной ответственностью), г. Москва	1 443 600,00	11.04.2001
26	Закрытое акционерное общество «Коммерческий банк ДельтаКредит», г. Москва	1 436 999,90	02.02.1999
27	Закрытое акционерное общество «Тойота Банк», г. Москва	1 360 000,00	03.04.2007
28	Закрытое акционерное общество «Банк Интеза», г. Москва	1 260 000,00	16.09.2003
29	Общество с ограниченной ответственностью «Ю Би Эс Банк», г. Москва	1 250 000,00	09.03.2006
30	Дойче Банк (общество с ограниченной ответственностью), г. Москва	1 237 450,00	17.04.1998

Источник: ЦБ РФ.



Таблица 2

Масштабы деятельности 10 материнских компаний крупнейших банков-нерезидентов  
(по величине уставного капитала со 100%-ным участием нерезидентов),  
оперирующих на российском рынке

№ п/п	Наименование банка	Акционеры. Материнские компании	Материнские компании		
			Представлены в странах, ед.	Количество отделений в мире	Клиентская база (млн чел.)
1	Закрытое акционерное общество «ЮниКредит Банк», г. Москва	Банк Австрия Кредитанштальт – 100% (Итальянская группа UniCredit)	50 (Группа UniCredit)	11 200	40
2	Закрытое акционерное общество «Райффайзенбанк Австрия», г. Москва	Raiffeisen International Bank-Holding AG (Райффайзен Интернациональ) – 99,945%	17 (Центральная и Восточная Европа)	3 000	14
3	Открытое акционерное общество «Промсвязьбанк», г. Москва	Commerzbank Auslandsbanken Holding AG	>50*	>1 200*	8,5*
4	Коммерческий акционерный банк «Банк Сосьете Женераль Восток» (ЗАО), г. Москва Общество с ограниченной ответственностью «Русфинанс Банк», г. Самара	Группа Societe Generale	82	5 800	27
5	Общество с ограниченной ответственностью «Хоум Кредит энд Финанс Банк», г. Москва	Группа компаний Home Credit Group	(Словакия, Чехия, Россия, Казахстан, Белоруссия, Украина, Китай)	(Представлены в 85 700 торговых точках)	13
6	Эйч-Эс-би-си Банк (РР) (общество с ограниченной ответственностью), г. Москва	HSBC Group	85	>9 500	100
7	БНП ПАРИБА Банк (закрытое акционерное общество), г. Москва	BNP Paribas Group	85	2 200 (розничный банк)	
8	Коммерческий Банк «Свенска Хандельсбанкен» (закрытое акционерное общество), г. Москва	Handelsbanke	>18	455	
9	Общество с ограниченной ответственностью «Морган Стэнли Банк», г. Москва	Morgan Stanley Group	>30	>600	
10	Дойче Банк (общество с ограниченной ответственностью), г. Москва	Deutsche Bank	73	1 588	

\* Данные приведены с учетом приобретения Dresdner Bank AG.

Источник: составлено авторами по данным официальных сайтов материнских компаний.

нежели юридического определения субъекта ответственности по обязательствам. Поэтому в целях защиты интересов вкладчиков и кредиторов оценку финансового положения данного субъекта следует проводить с учетом всех потенциально возможных механизмов взаимоотношений между материнским банком и учреждаемой организацией.

Именно этот принцип был положен в основу системы разграничения полномочий регулирующих и надзорных органов в рамках Базельских конкордатов, которая реализуется в следующей модели [8]:

- используется принцип консолидированного надзора за деятельностью банков, функционирующих в транснациональном масштабе, и их структурных подразделений, предполагающий обоюдное участие в надзорных мероприятиях компетентных органов как принимающей страны, так и страны происхождения материнской структуры;
- представительства иностранных банков выносятся за рамки подробного рассмотрения в силу того, что не осуществляют банковские операции;



- надзорные мероприятия реализуются по трем основным направлениям: оценка *платежеспособности, ликвидности и конверсионных операций* [9];

– распределение функций по надзору за платежеспособностью зависит от типа организации, созданного при участии нерезидентов. Тот факт, что способность отвечать по своим долгам *филиала иностранного банка* неотделима от аналогичного свойства головного банка, закрепляет обязанность по выполнению вышеуказанных функций в отношении филиалов инобанков за органами страны происхождения. Мониторинг и способность *иностранной дочерней структуры* отвечать по своим обязательствам является совместной прерогативой надзорных органов как принимающего государства, так и государства происхождения. Необходимость подключения последних вызвана следующими обстоятельствами: платежеспособность материнского банка может быть адекватно оценена с учетом финансового положения всех подконтрольных организаций, и головная организация не может оставаться нейтральной по отношению к своим иностранным «дочкам». Подобная диспозиция отражает тот факт, что дочерний банк, с одной стороны, является юридически независимой, инкорпорированной в другой стране организацией, с другой – является составной частью банковской группы. Надзор за организациями, созданными в форме совместных предприятий, входит в компетенцию властей страны пребывания;

– мониторинг состояния ликвидности *иностранного филиала, дочернего банка или совместной структуры* является преимущественной обязанностью органов страны пребывания, что объясняется тем, что они лучше ориентируются в ситуации на внутреннем денежном рынке, в то время как надзорные власти материнского банка оценивают ликвидность банковской группы в целом (включая филиалы и подконтрольные иностранные дочерние организации);

– анализ конверсионных операций и открытых валютных позиций по *всем трем ранее упомянутым типам* организаций, учреждаемых при участии нерезидентов, осуществляется на совместной основе властями государств происхождения и пребывания;

- в рамках данной модели компетентные надзорные органы государств *информируют* друг друга обо всех ухудшениях финансового состояния или нарушениях законодательных норм;
- в случае неспособности осуществления адекватного надзора одной из сторон или в отношении

нефинансового холдинга, который стоит во главе банковской группы, *учреждение филиала и кредитной организации с участием иностранных инвесторов может быть запрещено.*

Принципы консолидированного надзора получили свое дальнейшее развитие в «Минимальных стандартах» 1992 г., которые акцентировали внимание на деятельности международных банков и банковских групп и возложили обязанность по надзору за ними на надзорные органы страны происхождения. В их компетенцию входят получение консолидированной финансовой информации о международной деятельности (операциях) банков и банковских групп, а также противодействие созданию их иностранных учреждений на тех территориях, надзор за деятельностью которых будет затруднен.

Итак, транснациональный банк, который намерен расширить свою международную деятельность, имеет возможность выбора организационно-институциональной формы, каждая из которых имеет свои определенные преимущества и издержки [10].

Выбор институциональной формы можно рассматривать как последовательный, поэтапный переход от операций из головного офиса к открытию иностранного представительства, рассматриваемого в качестве опциона на ведение бизнеса через филиал или дочернюю структуру, которые открываются на третьем этапе. Данный подход, предложенный Б. Когутом в 1983 г., был развит по отношению к транснациональным банкам и банковским группам А. Чеглем и отводил важную роль регулирующим и надзорным органам, способным коренным образом влиять на указанный выбор.

*Организационно-экономический анализ процесса интеграции банка в мировую финансовую систему.* Глобализация является главным фактором интеграции банка в мировую финансовую систему, что при развитии капиталистических отношений и внешней торговли способствовало формированию новой потребности у хозяйствующего субъекта – потребности в банковском обслуживании внешнеэкономической деятельности. Эту появившуюся потребность банк стремится удовлетворить, т. е. предоставить банковскую услугу. Предоставляя банковские услуги, российские банки начали интегрироваться в мировую финансовую систему, устанавливая экономические отношения с ее участниками.

Существует несколько подходов к оценке интеграции банка в мировую финансовую систему. Традиционный подход к этой проблеме заклю-



чается в анализе международной филиальной и корреспондентской сетей банка, а также взаимоотношений с международными финансовыми институтами. На основе такого анализа принимаются стандартные управленческие решения в целях развития международного банковского бизнеса.

Однако они не лишены ряда недостатков, связанных с неполной изученностью современных тенденций развития всей мировой экономической системы, а также ее специфическим влиянием на деятельность банков. Так, мало изучены экономические отношения, возникающие в период глобализации между участниками МФС и банком, интегрирующимся в эту систему, что не позволяет российским банкам быстро и качественно удовлетворить каждую конкретную потребность клиента и эффективно развивать международный бизнес.

В разные периоды развития отечественной экономической теории в центре внимания ученых находились различные проблемы банковского дела. В советский период в экономической науке разрабатывались вопросы, касающиеся истории и теории банковского дела, зарождения международного банковского дела, организации международных валютно-кредитных и финансовых отношений, денежного обращения и кредита, образования глобальных банковских институтов, обеспечивающих эффективную систему расчетов и предоставление международного кредита. Особый вклад в эту область внесли такие отечественные ученые, как А. Н. Ананьич, А. И. Ачкасов, Н. Д. Барковский, А. Н. Беличенко, В. И. Бovyкин, Б. В. Боханов, В. П. Комиссаров, Г. Г. Матюхин, О. М. Прексин, С. Л. Ронин, А. Л. Сидоров и многие другие.

Рыночные преобразования в России вызвали появление научных трудов, освещающих различные аспекты функционирования национальной банковской системы в современных условиях. В период развития системы современных коммерческих банков в России указанные проблемы стали активно разрабатываться российскими учеными, среди которых следует выделить работы Л. Н. Красавиной, В. В. Круглова, Д. М. Михайлова и других.

Вместе с тем в зарубежных странах с рыночной экономикой в силу большей развитости национальных банковских систем приоритет отдавался исследованию транснациональных банковских образований в мировой финансовой системе, возникших вследствие глобализации. Значительный вклад в разработку этой проблемы и мировой теории банковского дела в целом внесли такие зарубежные ученые, как Х. У. Дерих, П. Кругман,

М. Обстфельд, М. Пебро, Питер С. Роуз, Максимо В. Энг, Френсис А. Лис, Лоуренс Дж. Мауер, Р. Ф. Бертрам и другие.

В последнее время проблема интеграции национальных банковских систем в условиях глобализации достаточно активно исследуется и современными российскими учеными. М. В. Белякова провела глубокий анализ нормативно-правовой базы интеграции банка в международную банковскую систему на примере России, США, стран Западной Европы. Б. Б. Логинов широко осветил проблему развития зарубежной сети банковских филиалов и представительств. В работах В. М. Шавшукова определены этапы становления российского сегмента глобальных финансов как процесс развития корреспондентских отношений отечественных банков с иностранными партнерами, получения международных рейтингов и аудиторских заключений ведущих специализированных компаний, выхода на международные финансовые рынки, взаимодействия с международными финансовыми организациями [11]. В. И. Букато, Ю. В. Головин, Ю. И. Львов, М. Х. Лapidус, основываясь на статистических данных Центрального банка РФ за пять лет, рассмотрели интеграцию российских банков с зарубежными банками через анализ чистой инвестиционной позиции коммерческих банков, которая определяется как разница между иностранными активами и пассивами.

Актуальность и недостаточная научная разработанность механизма процесса банковской интеграции в МФС, а также оптимальных путей вхождения банка в МФС дают предпосылки дальнейших исследований.

На протяжении последних лет отечественные ученые уделяют этому вопросу пристальное внимание. Анализ современных моделей интеграции отечественных банков в МФС позволил выделить пять основных моделей:

– модель интеграции российских банков в МФС, которая представляет собой проект развития банковских учреждений, разработанный Всемирным банком совместно с Центральным банком РФ и Минфином РФ при участии российских и иностранных коммерческих банков;

– модель интеграции российских банков в МФС как выход коммерческого банка на рынок промышленно развитых стран;

– модель интеграции в МФС, основанная на развитии зарубежной сети филиалов;

– модель интеграции российских банков в МФС в условиях вступления России в ВТО;



– модель интеграции банков в МФС, основанная на установлении корреспондентских отношений с иностранными банками, получение международных рейтингов и аудиторских заключений ведущих специализированных компаний, выход на международные финансовые рынки, взаимодействие с международными финансовыми организациями.

**Банковская услуга как результат интеграции банка в мировую финансовую систему.** На протяжении ряда лет развитие банковского бизнеса сопровождается исследованиями сущности банковских услуг, влияния на них тенденций развития мировой экономики, экономик национальных государств, потенциальных потребностей клиентов и прочих факторов. Особую популярность эти исследования приобрели в работах зарубежных ученых.

Процесс развития новейшей теории банковских услуг в работах зарубежных авторов, где банковская услуга анализируется сквозь призму современных тенденций развития мирового хозяйства, можно разделить на три этапа.

Первый этап охватывает период с конца 1960-х до начала 1970-х гг., когда были опубликованы первые исследования, посвященные этой тематике, – это работы Г. Брайдана «Конкуренция в банковской сфере» (1970), Х. Дугласа «Банковская политика в области кредитования» (1971), Х. Грубела «Теория международного банковского дела» (1977). В исследованиях этого периода анализируется влияние международной конкуренции в банковской сфере и интернационализации банковского бизнеса на банковские услуги.

Ко второму этапу развития теории банковских услуг (конец 1980-х – начало 1990-х гг.) относятся работы О. Доннела «Финансовые операции регионального инвестиционного банка» (1981), Е. Балларина «Коммерческие банки в условиях финансовой революции» (1986), А. Ленфалузи «Глобализация финансовых рынков» (1988), Ф. Дерекка «Глобальная стратегия банков» (1990). В исследованиях этого периода впервые анализируется влияние тенденций глобализации, централизации, концентрации и интеграции банковского капитала на банковские услуги.

Начало третьему этапу развития теории банковских услуг положило подписание в 1992 г. Мaaстрихтского договора о создании Европейского валютного союза и введении с января 1999 г. единой европейской валюты евро. Это знаменательное событие способствовало развитию новой концепции банковского обслуживания клиента. Актуальность

приобрела идея «финансового супермаркета», широкое распространение получили банковские электронные услуги, начались многочисленные слияния и поглощения. Данной проблеме посвящены работы П. Роуза «Банковский менеджмент, предоставление финансовых услуг» (1993), Д. Джентле «Индустрия финансовых услуг» (1993), Дж. Синки «Управление финансами в коммерческих банках» (1994), Х. Дёрига «Универсальный банк – банк будущего» (1997).

Российские ученые рассматривают проблемы банковских услуг, во многом ориентируясь на западный опыт, уделяя при этом должное внимание российской специфике и истории.

### Список литературы

1. *Вешкин Ю. Г., Авагян Г. Л.* Банковские системы зарубежных стран. М.: Экономистъ, 2006.
2. Банковское дело: учеб. / под ред. д-ра экон. наук, проф. Коробковой Г. Г. М.: Экономистъ, 2008.
3. Банковское дело: учеб. / под ред. Белоглазовой Г. Н., Кроливецкой Л. П. Изд. 5-е, перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 2005.
4. Банки и банковское дело / под ред. Балабанова И. Т. СПб.: Питер, 2003.
5. *Омельченко А. Н., Хрусталева Е. Ю.* Присутствие иностранных банков на российском рынке: проблемы и решения // Банковское дело. 2007. № 2.
6. OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises. OECD, 1976. 21 June (Reviewed in 1979, 1984, 1991 and 2000).
7. *Тальянцев С. В.* Проблема допуска иностранного капитала в национальную банковскую систему // Деньги и Кредит. 2004, № 8.
8. Minimum Standards for the Supervision of international Banking Groups and their Cross-Border Establishments. BIS, 1992. July.
9. Principles for the Supervision of Banks' Foreign Establishments. BIS, 1983. May.
10. *Омельченко А. Н.* Проблемы допуска иностранных банков в финансовый сектор РФ // Материалы VII Международной научно-практической конференции «Страны с переходной экономикой в условиях глобализации». – М.: РУДН, 2008.
11. *Шавшуков В. М.* Формирование российского сегмента глобальных финансов. СПб.: Изд-во С.-Пб университета, 2001.



Таблица 17  
Коррелирующие значения мультипликатора *P/EC*

Показатель	Значения корреляции
Активы	-0,04
Валютный портфель	0,78
Чистая прибыль	0,95
Обязательства	-0,07

больше значение данных показателей, тем выше значение мультипликатора.

Далее построим регрессионную модель, характеризующую точечное влияние каждого из показателей на мультипликатор *P/EC* и показывающую модель изменения мультипликаторов. Модель будет выглядеть следующим образом:

$$P/EC = 14,67 + 0,0000862 * A -$$

$$-0,0000077 * VP - 0,0000852 * CP - 0,000091 * OB,$$

где *A* – активы банка;

*VP* – объем валютного портфеля;

*CP* – чистая прибыль;

*OB* – обязательства.

Коэффициент детерминации  $R^2 = 0,86$ . Это свидетельствует о том что 86 % вариаций мультипликатора происходит от факторов, входящих в данную модель

Полученная модель является адекватной для всех выбранных банков, также ее можно применять для определения значения мультипликатора в других банках.

Разразившийся в середине 2007 г. и охвативший мировую финансовую систему в течение последующих нескольких месяцев кризис ликвидности способствовал существенному пересмотру существующей системы риск-менеджмента многих банков. Огромное количество активов, которые прежде рассматривались инвесторами во многих странах как довольно качественный объект вложения, мгновенно потеряли свою популярность и были существенно переоценены. Списания подобных активов, начавшиеся в конце июля 2008 г. и продолжающиеся по сей день, не могли не отразиться и на инвестиционной привлекательности мировой банковской системы. Проблемы с рефинансированием, снижение доверия со стороны вкладчиков и контрагентов, массовые

сокращения персонала и отставки топ-менеджеров ведущих мировых финансовых компаний – все это стало характерными чертами банковских систем многих стран мира. Стоимость банковских активов упала за этот период до беспрецедентных уровней, которые хотя и кажутся привлекательными с точки зрения восстановления длинных позиций, тем не менее, могут до сих пор не отражать всей негативной информации, касающейся финансового сектора.

В подобных условиях появляется острая необходимость в использовании методики, которая бы позволяла определять стоимость банков на основании степени рискованности имеющихся на балансе данной кредитной организации активов и ориентировать инвестора на сравнительную оценку их стоимости с учетом сложившихся рыночных условий.

В рамках настоящей работы была предложена методика, позволяющая проводить именно такую оценку. Базируясь на определении четырех основных видов рисков, которым подвержена деятельность кредитной организации, данная методика позволяет составить еще один сравнительный мультипликатор – *P/EC*, значение которого может служить ориентиром стоимости по долевым ценным бумагам банка. Представленная модель обладает рядом сравнительных преимуществ, к числу которых стоит отнести: риск-ориентированность при определении справедливой стоимости ценных бумаг; учет рыночной конъюнктуры; сопоставимость полученных данных и т.д. К недостаткам модели можно отнести относительную трудоемкость ее построения.

Интересным представляется также применение данной методики в рамках интегрированного подхода к оценке стоимости банков. Применяя специально разработанную систему весовых коэффициентов и ориентируясь на результаты оценки по нескольким моделям, можно получить оценку стоимости на основании интегрированной модели. На наш взгляд, подобный подход позволит нивелировать недостатки каждой из используемых методик и получить более точную оценку стоимости экономического капитала.



## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БАНКОВ\*

Г.И. ФОМИЧЕВ  
ЦЭМИ РАН

Нынешний финансовый кризис поставил под вопрос правильность законов и норм, установленных Федеральной Резервной Системой (ФРС) США. Например, запрет коммерческим банкам заниматься инвестиционно-банковской деятельностью (*Glass-Steagall Act*) едва не разорил такие крупные банки, как «Морган Стэнли» и «Голдман Сакс»<sup>1</sup>. Это говорит о том, что существующие правила и нормы могут хорошо работать только в условиях стабильно развивающихся экономик. Закон *Glass-Steagall* оказался несостоятельным, хотя до самого последнего времени считалось, что подобные законы усиливают интеграцию и консолидацию банковских групп, что приводит к монополизации рынка [1].

Необходимо согласиться с Томом Коуплендом и др. в том, что для оценки банков действительно требуется много знаний и навыков оценщика и аналитика, способного понимать и анализировать внутрибанковскую «кухню». Основная сложность заключается в том, что структура баланса и отчета о прибылях и убытках существенно отличается от отчетности, которая составляется некредитными организациями.

Одной из сложнейших задач для внешнего аналитика является анализ трансфертных ставок в банке. Отличие внутрибанковского анализа от внешнего заключается в том, что для внутрибанковского аналитика важно состояние внутри структуры бизнеса, в то время как для внешнего — важно представлять примерно масштаб и эффективность каждого из направлений по отдельности. Например, кредитование крупных корпоративных клиентов не такое рискованное, как, скажем, кредит на покупку электроники или бытовой техники для физических лиц. Кроме отличий ставок по кредитованию отличаются и структура привлечения, уровни рисков, ставки резервирования и другое. В связи с этим банковский аналитик должен представлять, какой банк оценивает: кредитующий крупных корпоративных клиентов или физических лиц.

\* Работа была выполнена при поддержке фонда РГНФ проект № 06-02-04-101 а.

<sup>1</sup> URL: <http://www.fiercefinance.com/story/morgan-stanley-goldman-sachs-now-commercial-banks/2008-09-22>.

*Оценка по стоимости собственного капитала.* Том Коупленд и др. [1] предлагают использовать модель оценки стоимости банка, основываясь на стоимости собственного капитала, используя модель дисконтированных денежных потоков. Однако авторы не упоминают, как посчитать и оценить управленческие резервы. Качество кредитного портфеля значительно влияет на величину создаваемых резервов. Здесь могут быть разночтения. Для простоты предлагается использовать подход, предлагаемый А. Дамодараном [2]:

$$\text{«Чистый денежный поток} = \\ \text{Чистая операционная прибыль после налогов} - \\ \text{чистые инвестиции} - \text{изменения рабочего} \\ \text{капитала»}$$

Эту формулу далее будем использовать в расчетах при оценке стоимости банков.

Основная проблема использования этой формулы в том, что бухгалтерский учет российских банков и банков Европы и США имеет отличия, в т. ч. по агрегации тех или иных показателей. В целом формулу А. Дамодарана можно использовать, зная, какие статьи отчета о прибылях и убытках западных банков соответствуют российским статьям в формах ЦБ РФ (Ф. 101, Ф. 102).

Далее в монографии [1] утверждается, что стоимость оборотного капитала оценить трудно, т. к. банк зачастую пользуется «бесплатными» деньгами населения, которые были привлечены на депозиты. Однако в понимании собственника это не так, поскольку вложенные в капитал банка средства имеют среднерыночную стоимость, а по привлеченным средствам также уплачиваются проценты. Следовательно, рассчитать стоимость суммарного и заемного капитала банка все же можно. Это первое ключевое расхождение с авторами монографии.

Далее они предлагают проводить оценку стоимости исходя из кредитного спреда. Это вполне оправданный и универсальный подход для оценки коммерческого банка. Назовем этот подход «кредитным методом». Он показывает, как эффективно банк может зарабатывать на собственных кредитно-депозитных программах. В этом заключается сущность банковского бизнеса. Очевидным недо-



статком метода является то, что если банк имеет «перекося» в структуре привлечения и размещения и пользуется необычными инструментами привлечения, такими как сделки репо, то оценить адекватно процентные расходы по привлечению не так просто, поскольку при этом нужно учитывать переоценку стоимости ценных бумаг.

Внешняя оценка базируется в большинстве своем на оценке депозитной маржи по привлеченным вкладам, что соответствует экономической сущности банковской деятельности.

В настоящей статье предлагается и обосновывается ряд формул для экспресс-оценки (определения справедливой стоимости) банков на основе информации, доступной банковским аналитикам. На данный момент актуальность решения этой задачи резко возросла.

*Во-первых*, это связано с тем, что многие банки проводят IPO (*Initial public offering*), первичное размещение акций на фондовом рынке и нуждаются в достаточно точном знании будущей стоимости своих акций уже на ранней стадии, когда еще не проводилась трудоемкая и дорогая процедура профессиональной оценки (определения стоимости) с привлечением специализированных оценочных фирм. В ряде случаев этим занимаются андеррайтеры — инвестиционные банки, которые размещают ценные бумаги, однако подготовка к размещению — также довольно трудоемкая и сложная процедура. В то же самое время реальная цена размещения акций очень сильно зависит от рыночной конъюнктуры и качества «роуд шоу», которое проводится перед размещением ценных бумаг банком.

*Во-вторых*, европейские финансовые институты проявляют все более реальный интерес к российской банковской системе в роли стратегических инвесторов. В этой связи возникает вопрос о реальной выгодности поступающих предложений, т. е. о справедливой стоимости соответствующего пакета акций банка. При этом речь идет именно о справедливой, а не о рыночной стоимости, поскольку рыночная стоимость банка в смысле определения данного термина в российском законодательстве далеко не всегда существует, т. е. данное определение рыночной стоимости не всегда применимо.

Для проверки корректности расчетов, а также сопоставимости использовались ключевые мультипликаторы оценки  $P/BV$ ,  $P/E$ . Мультипликаторы  $P/BV$  (стоимость бизнеса / балансовая стоимость бизнеса),  $P/E$  (стоимость бизнеса / доход),  $P/I$  (стоимость бизнеса / операционный доход) зачастую служат отправной точкой при оценке, но

в данном случае они используются для проверки корректности выбранных моделей.

Теоретически рыночная стоимость любой открытой компании, включая банки, определяется очень просто — как сумма рыночной капитализации и рыночной стоимости долгосрочных обязательств данной компании, где рыночная капитализация определяется по формуле:

$$K = \text{Цена акции} \times \text{Количество акций}. \quad (2)$$

Однако данная формула в ряде случаев не имеет смысла, т. к. акции большинства российских банков, даже организованных в форме ОАО, реально не котируются на открытом рынке. Еще один вопрос — это определение рыночной стоимости долгосрочных обязательств банка, т. к. эти обязательства далеко не всегда могут быть выкуплены по номиналу. Тем не менее далее в качестве ориентировочной величины стоимости принимается именно рыночная капитализация, т. е. не явно предполагается, что долгосрочные долги банка много меньше его стоимости. Это позволяет относительно просто получить некоторые важные коэффициенты на основе публикуемой информации о котировках акций банков.

Следующая проблема с оценкой заключается в том, что миноритарные инвесторы лишены возможности контролировать деятельность фирмы. Соответственно, стоимость малых пакетов в расчете на одну акцию значительно ниже стоимости акций в пакетах мажоритарных держателей. В принципе эта проблема характерна для акций любых компаний, не котирующихся на открытом рынке, но в России (по крайней мере, для банков) надбавка за контроль значительно выше, чем в других странах.

Предлагаемая экспресс-оценка или расчет стоимости банка строится на основе данных бухгалтерского баланса и отчетов о прибылях и убытках. При всех своих недостатках (завышенные показатели ликвидности, «раздутость» капитала) эти данные обладают тем несомненным достоинством, что достоверны и доступны внешним аналитикам банка на сайте ЦБ РФ.

Исходя из проведенных исследований по группе европейских банков среднее соотношение чистой прибыли к стоимости (капитализации) равно  $P/E = 15$ . Соотношение стоимости банка к суммарным операционным доходам составляет  $P/I = 4,5$ . Анализ европейских банков проводится на основе отчета, опубликованного Raiffeisenbank в 2003 г. на собственном сайте.

При дальнейшем модельном расчете, а также для проверки существующих моделей лучше всего



использовать фактическую стоимость российских банков. Фактическая стоимость нередко базируется на аппроксимированных объемах, т. к. в реальности фактически известна только часть стоимости банковского пакета акций.

Модель будет точной только в том случае, если в целом по всей группе банков среднее отклонение не превышает 20 – 25 %. Именно эти отклонения обычно имеют место при «перекупленности» акций на бирже или их «перепроданности». Как было ранее отмечено, для определения стоимости российских банков здесь и далее используются стандартные формы бухгалтерской отчетности ЦБ РФ (Ф. 101, Ф. 102). Для проверки достоверности результатов оценки, полученных на основе предлагаемых моделей оценки, они сверяются с оценочными стоимостями контрактов на слияние и поглощение [3].

Для того чтобы использовать данные о реальной стоимости банков, необходимо внести некоторые корректировки, связанные с премией за управление. Поскольку ряд банков имел сделки по купле-продаже в объемах менее 100 % акций, то для расчета необходимо привести стоимость части портфеля к стоимости полного портфеля. Для этого логично использовать коэффициенты (табл. 1), реально используемые в оценочной практике. Такие коэффициенты регулярно обсуждаются практикующими оценщиками, в частности, о них пишет к. э. н. Е. Е. Яскевич [4].

Таблица 1

Количество акций (процентов уставного капитала)	Коэффициент контроля
От 75 до 100 %	1,0
От 50 % + 1 акция до 75 % – 1 акция	0,9
От 25 % + 1 акция до 50 %	0,8
От 10 % до 25 %	0,7
От 1 акции до 10 % – 1 акция	0,6

Коэффициенты контроля будут применяться при приведении части стоимости банков к полной стоимости.

При детальном анализе оценщик дополнительно вводит коэффициенты, учитывающие: ликвидность, достаточность капитала, качество кредитного портфеля, наличие тех или иных лицензий<sup>2</sup>, наличие положительного имиджа среди клиентов, качество клиентов.

Однако в оценке банков данными коэффи-

циентами можно пренебречь, поскольку модель оценки является общей и не принимает во внимание дополнительные коэффициенты.

Из трех основных подходов (доходный, рыночный, затратный) для профессиональной оценки банков реально используются только первые два. В отечественной и зарубежной литературе [5] в основном описываются 3 метода, а именно:

1. Дисконтирование денежных потоков (далее ДДП).
2. Прямая капитализация прибыли (или, как вариант, денежного потока).
3. Метод добавленного MVA.

Сложность в использовании первого метода (*дисконтирование денежных потоков*) заключается в том, что необходимо прогнозировать будущие денежные потоки и правильно выбрать ставку дисконта для них. То и другое сложно, поскольку, например, при оценке банка методом ДДП необходимо учитывать не только процентные расходы, но и статьи расходов по операциям с ценными бумагами. В свою очередь операции с ценными бумагами могут отражаться не только на балансе банка, но и на балансе управляющей компании, входящей в холдинг<sup>3</sup>. Доходы от ценных бумаг прогнозировать проблематично, и в период экономического спада стоимость бизнеса может еще и упасть, как например, произошло с акциями банков «ВТБ» и «Сбербанк». По состоянию на 15.11.2008 г. эти акции котируются по цене ниже размещения в 4 раза. В целом все это делает процедуру оценки сложной и дорогой, а результат – субъективным.

Прямая капитализация прибыли в простейшем варианте дает самый оперативный, но в то же время не самый корректный результат. Ряд банков умышленно занижает показатели прибыли, а другие искусственно создают завышенную (положительную) прибыль посредством инъекции капитала. Чтобы избавиться от этих искажений, необходимо проделать определенную работу, усложняющую метод его простоты.

Применение метода *добавленной рыночной стоимости (MVA)* требует знания рыночной стоимости собственного капитала банка для расчета добавленной собственной стоимости EVA и дальнейшего его приведения к MVA. Поскольку рыночная стоимость капитала банка – величина изменяемая, т. к. постоянно меняются рыночная конъюнктура и факторы риска, то ее расчет не всегда прост. Это также трудоемкий и сложный метод, непригодный для экспресс-оценки.

<sup>3</sup> Подобный случай имеет место в ФК «Уралсиб».

<sup>2</sup> Известно, что малые банки имеют стоимость в основном из-за стоимости лицензии на осуществление банковской деятельности.



Асват Дамодаран [6] в своих работах предлагает для расчета стоимости компаний ряд формул. Классический вариант формулы А. Дамодарана, с помощью которой он определял стоимость *Yankees* в одной из своих монографий следующий:

$$K = \frac{\text{Свободный денежный поток} \times (1 + \text{ожидаемый темп роста потока})}{(WACC - \text{ожидаемый темп роста потока})}$$

Однако ее применение невозможно, когда темп роста ожидаемого потока приближается к средневзвешенной стоимости капитала (WACC), не говоря о случаях, когда он больше. В остальном, применение данной формулы оправдано.

Для расчетов предлагается использовать четыре основных фактора, влияющих на стоимость банка:

- 1) величину чистой прибыли (после налогообложения);<sup>4</sup>
- 2) эффективность использования заемных средств, а именно: эффективность кредитной политики банка, т.е. насколько банк эффективно зарабатывает на размещении привлеченных средств;<sup>5</sup>
- 3) номинальную стоимость собственного капитала с учетом реинвестированной в него прибыли;<sup>6</sup>
- 4) рыночную составляющую.

Для оценки банковского бизнеса оценщики и консультанты в российской практике используют уравнение регрессии, построенное на основании стоимости банков в Восточной и Центральной Европе:

$$K = 13,9 \times 0,4 \times \text{profit} + 2,9 \times 0,6 \times \text{NOPBT}, \quad (2)$$

где *profit* – чистая прибыль,

*NOPBT* – чистая операционная прибыль до налогов.

Данное уравнение дает заниженные оценки стоимости. Это связано с тем, что многие банки инвестируют максимальный объем свободных средств в развитие бизнеса. Однако, по данным, полученным из отчета *RaiffeisenBank*, коэффици-

енты *NOPBT* и *Profit* отличаются от тех, которые используются в российской практике (13,9 и 2,9). Таким образом, уравнение регрессии для Российских банков должно быть приведено в соответствие с коэффициентами европейских, которые мы считаем более точными:

$$K = 15 \times 0,4 \times \text{profit} + 4,5 \times 0,6 \times \text{NOPBT}. \quad (3)$$

Используя данное уравнение, получаем более обоснованные результаты, сопоставимые с теми, что публикуют рейтинговые компании, такие как РБК. Рейтинг.

Рассмотрим уравнение приведения суммарного денежного потока к настоящей стоимости. Метод ДДП.

$$K = FCF \times PV(g, t), \quad (4)$$

где *FCF* – свободный денежный поток,

*PV* – коэффициент приведения,

*t* – период прогнозирования (10 лет),

*g* – темп роста денежного потока.

При использовании данного уравнения по ряду небольших банков, а также банков со стабильной величиной денежных потоков результат очень точный. Однако по крупным банкам наблюдается недооценка в размере до 50%. Это связано в первую очередь с тем, что данный метод не учитывает ликвидационной стоимости банка в будущем, а также темпы роста собственного капитала, что само по себе обеспечивает рост стоимости бизнеса.

Для случаев, когда вся прибыль банка реинвестируется в бизнес, и ее рост будет мультипликативным, необходимо учесть это в расчете, для чего в правой части формулы к прибыли *profit* необходимо добавить множитель в виде коэффициента *FV(g, t)* – будущая стоимость наращенной прибыли за период 10 лет:

$$K = BV_{\text{Equity}} + \text{profit} \times FV(g, t). \quad (5)$$

Если у банка низкий уровень прибыли, его стоимость будет занижена. Чтобы этого не произошло, стоит использовать более сложный расчет.

$$K = BV_{\text{Equity}} \times (1 + PV(ROE, t)) \times (1 - ReR) +$$

$$+ \text{Credits} \times (1 + PV(ROD, t)) \times \text{Credit Margin}, \quad (6)$$

где *ROE* – рентабельность собственного капитала, *ReR* – уровень реинвестирования прибыли в собственный капитал,

*ROD* – рентабельность долга,

*Credits* – сумма выданных кредитов,

*Credit Margin* – кредитная маржа.

Формула (6) является достаточно точной, несмотря на видимую громоздкость, и отражает наиболее важные факторы при определении стоимости банка: темп роста собственного капитала  $1 + PV(ROE, t)$  с учетом уровня реинвестирования

<sup>4</sup> Прибыльность косвенно отражает операционную эффективность активов и собственного капитала, т.е. эффективность работы банка.

<sup>5</sup> Следует оговориться, что в полной мере оценить эффективность кредитной политики вряд ли удастся из-за невозможности выделения стандартных и нестандартных резервов, которые образуются в результате выдачи кредита и в том случае, если возникает просроченная задолженность по кредиту.

<sup>6</sup> Следует заметить, что существует специальный банковский норматив, требующий от банка поддержания уровня достаточности собственного капитала не ниже определенного уровня от размера суммарных активов.



$(1 - ReR)$  и эффективность кредитной деятельности банка с учетом темпа роста  $1 + PV(ROD, t)$  по основанию рентабельности кредитного портфеля.

Когда невозможно рассчитать темп роста кредитного портфеля по основанию рентабельности долга  $1 + PV(ROD, t)$ , темп роста следует рассчитывать по основанию рентабельности активов  $1 + PV(ROA, t)$ , что значительно проще.

$$K = BV_{Equity} + Credits \times Credit\ Margin \times (1 + PV(ROA, t)), \quad (7)$$

где  $ROA$  – рентабельность активов,

$BV_{Equity}$  – балансовая стоимость собственного капитала.

Как видно, формула (7) исключает показатель темпа роста собственного капитала  $1 + PV(ROE, t)$  и уровень реинвестирования  $(1 - ReR)$ , что дает менее точную оценку, зато упрощает сам процесс расчета.

Для случаев, когда темп роста собственного капитала и прибыли прогнозируется и имеет постоянный тренд, может быть использована комбинированная формула расчета стоимости, основывающаяся на стоимости собственного капитала и суммарной будущей прибыли. Данная формула содержит показатели уровня реинвестирования средств и приведения будущей прибыли и стоимости капитала к настоящему времени, дисконтируемую по ставке  $ROE$ . Первое слагаемое отражает суммарную потенциальную прибыль, скорректированную на обратный уровень реинвестирования, а второе слагаемое – будущую стоимость капитала, скорректированную на уровень реинвестирования.

$$K = profit \times PV(ROE, t) \times (1 - ReR) + BV_{Equity} \times PV(ROE, t) \times ReR. \quad (8)$$

Одним из популярных, но трудоемких методов расчета стоимости банков как в России, так и за рубежом является метод определения стоимости через  $MVA$  (рыночная добавленная стоимость) [7]. Наибольшую трудность в работе с этой формулой представляют выбор и определение способа расчета  $EVA$  (экономическая добавленная стоимость). Профессор И. А. Никонова [7] для расчета  $MVA$  использует  $EVA$  совокупных активов, однако возможен вариант использования в расчетах  $EVA$  только собственного капитала. Необходимо сделать уточнение, что добавленная стоимость создается не только собственным капиталом, но и привлеченными средствами, что позволяет наиболее точно оценить стоимость банка:

$$V_{bank} = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}, \quad (9)$$

где  $C_0$  – суммарный инвестированный в банк капитал, равный пассивам банка за вычетом краткосрочной кредиторской задолженности;

$WACC$  – стоимость обслуживания всех составляющих пассивов.

Расчет стоимости банка по формуле (9) не дает объективной оценки, поскольку  $EVA$  может быть отрицательной, если стоимость капитала выше темпов его роста.

Чтобы избежать ошибки и получения отрицательного результата, но в то же время учесть сам показатель  $EVA$ , предлагается скорректированное уравнение, в котором учитывается стоимость собственного капитала  $BV$  и сумма дисконтированной экономической добавленной стоимости  $EVA$ .

$$K = EVA \times (1 + PV(g_{EVA}, t)) + BV_{Equity}, \quad (10)$$

где  $g_{EVA}$  – темп роста  $EVA$ .

Уравнение показывает, насколько увеличивается стоимость банка при росте  $EVA$ . Единственным и существенным недостатком данного метода расчета является то, что необходимо точно знать стоимость собственного капитала. В случае применения единой стоимости по всем банкам (при ранжировании) существует значительный разброс прироста  $EVA$ . Для тех банков, чья стоимость капитала известна или может быть посчитана аналитически, определение будущей  $EVA$  не представляет сложностей, однако для тех банков, чьи показатели  $ROE$  ниже стоимости капитала,  $EVA$  становится отрицательной, и как следствие, стоимость банка принимает отрицательное значение.

Полученные расчеты в ходе применения вышеприведенных формул давали очень точные оценки стоимости банков. Для проверки корректности были рассчитаны мультипликаторы  $P/BV$  и  $P/E$ . Среднее значение  $P/BV$  – от 2 до 3 по европейским банкам, что по полученным оценкам сопоставимо с российскими банками. В свою очередь, поскольку российский банковский сектор является более перспективным, чем западный даже в условиях современного кризиса, полная стоимость российского банка может превосходить стоимость собственного капитала в 3,5 – 5 раз. Это подтверждается крупными сделками с «Оргрэбанком», «Инвестсбербанком» и «Росбанком», «Городским Ипотечным Банком». Следует отметить, что, несмотря на перспективность некоторых банков, возможна ситуация, когда покупатель платит меньше, чем стоит банк по оценочным данным. Это объясняется тем, что на цену продажи влияют скидки, обусловленные рядом банковских показателей, некоторые из которых для российских банков значительно выше, чем для европейских.



Таблица 2

Источники информации	Скидки			Другие виды скидок, %
	Надбавки за контрольный характер, %	Скидки за неконтрольный характер, %	Скидки за неликвидность, %	
Зарубежные	0 – 75	0 – 50	0 – 50	0 – 11
Отечественные	0 – 65	0 – 40	0 – 70	–

В табл. 2 приведены значения скидок и надбавок, рекомендованных Е. Е. Яскевичем [4] для профессиональных оценщиков для определения справедливой стоимости банка.

Скидка за неликвидность в Российских банках значительно выше, чем в зарубежных, а надбавка за контрольный характер, напротив, – ниже.

Применение скидок на практике подтверждается статистикой приобретений [3].

Так, заявленная стоимость (стоимость, по которой была совершена сделка) «Югбанка», «Импэксбанка», «Газпромбанка» и «Банка Москвы», «Уралвнешторгбанка», «Хансабанка», «Локобанка», КБ «Россия» и «Номосбанка» значительно занижена. Это подтверждает сравнительно низкий коэффициент  $P/BV$ , не превышающий 2,3.

Оценочная стоимость «Банка Москвы», «Номосбанка» и КБ «Россия» изначально занижена. Ввиду того, что объемы сделок составляли 2, 1 и 3 % соответственно (от общего числа акций в обращении), имела место скидка за отсутствие контроля.

Еще одной сложностью при оценке фактической стоимости по официальным показателям бухгалтерской отчетности является ее несоответствие реальной стоимости в настоящий момент из-за того, что условия сделки купли-продажи могли быть оговорены заблаговременно. То есть имело место заключение опционных договоров между покупателем и продавцом, примером чему служит АКБ «Росбанк», заключивший опцион на продажу 30 % акций по цене около 1,6 млрд долл. США с французской группой BSGV. При этом реальная полная стоимость банка будет превосходить 4 млрд долл. США.

Приведенные методы оценки стоимости коммерческих банков могут использоваться как рейтинговыми агентствами, так и оценщиками. Предложенный инструментарий не является исчерпывающим и не претендует на всеобщее применение. Основным достоинством служит то, что предложенные методы можно применять быстро и использовать для формирования приблизительных оценок исключительно на основе бухгалтерской отчетности банков. Несмотря на то, что различные модели расчетов могут быть неприменимы из-за отсутствия или некорректности данных, предложенные методы позволяют получить общую картину стоимости банков в России. Путем экспериментальных расчетов было определено, что использование одних показателей  $EVA/MVA$  не дает достоверных оценок стоимости и требует уточнения, а использование параметров темпов роста (прибыли и капитала) без учета уровня реинвестирования дает большую погрешность в оценках.

#### Список литературы

1. Коупленд Т., Коллер Т., Мюррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 1999.
2. Damodaran A. 1) Discounted Cash Flow Valuation: The Inputs. 2) Value Enhancement: EVA and CFROI. 3) Private Company Valuation. 4) Class #17, Issues in Mergers and Acquisitions. URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/dcfinput.pdf>.
3. Сайт. URL: <http://www.ma-journal.ru>.
4. Яскевич Е. Е. Скидки и надбавки при продаже российских пакетов акций. Оценка влияния привилегированных пакетов акций. URL: <http://www.crcpa.ru/Publications/001/>.
5. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: ОлимпБизнес, 1997.
6. Damodaran A. Firm Valuation. URL: <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/ValIntro.pdf>.
7. Никонова И. А. Стоимость компании // Корпоративный менеджмент. № 170, 2003.



## АНАЛИЗ МОДЕЛЕЙ РАСЧЕТА СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ

*С.Л. АБАНИН*

*Московский государственный университет  
экономики, статистики и информатики*

Знание ставки капитализации (требуемой доходности по финансовому инструменту) важно при оптимизации структуры капитала, при определении привлекательности крупных инвестиционных проектов и при оценке рыночной стоимости компании. Как правило, достаточно точно оценить ставку капитализации по потокам на долговые инструменты не сложно. Главным образом это связано с тем, что в большинстве случаев денежные потоки по долговым бумагам фиксированные. Однако при определении ставки капитализации по долевым инструментам возникает достаточно много проблем, главная из них связана с неопределенностью платежей по обыкновенным акциям.

Сложность определения требуемой доходности по акционерному капиталу привела к возникновению различных моделей ее расчета. Несмотря на все многообразие этих моделей, ни одна из них не дает надежных результатов, на которые можно было бы всецело положиться. Кроме того, отсутствует ясное понимание терминов «ставка капитализации», «стоимость капитала», «требуемая ставка доходности», «ожидаемая доходность по финансовому инструменту». В подавляющем большинстве случаев между обозначенными понятиями не делается никакого различия, что в целях определения ставки капитализации ведет к применению неподходящих и некорректных моделей. Все это приводит к результатам, которые не соответствуют действительности, что в конечном итоге способствует принятию неверных управленческих решений. Та же ситуация характерна и для исследовательской деятельности.

В связи с наличием проблем, связанных с разграничением ряда понятий, а также сложностью построения моделей ценообразования долевых ценных бумаг и затруднениями при расчете ставки капитализации возникает потребность в преодолении этих сложностей. Успешное решение обозначенных проблем позволит принимать верно обоснованные решения на практике и получать

объективные результаты в ходе научных исследований.

Рассмотрим такие понятия, как «требуемая ставка доходности», «стоимость капитала» и др. «Стоимость капитала – требуемая поставщиками капитала ставка доходности для различных типов финансирования бизнеса. Стоимость капитала фирмы в целом – средневзвешенное отдельных значений требуемых ставок доходности» [1, с. 528]. Требуемая ставка доходности на инвестиции – ставка, используемая при дисконтировании денежных потоков по соответствующему финансовому инструменту [1, с. 122]. «Требуемый инвесторами уровень доходности каждой составляющей капитала фирмы называется стоимостью составляющей капитала...» [2, с. 454]. «Стоимость источника финансирования – сумма средств, которую надо регулярно платить за использование определенного объема привлекаемых финансовых ресурсов, выраженная в процентах к данному объему, то есть представленная в виде годовой процентной ставки» [3, с. 339]. «Стоимость собственного капитала – это доходность, которую инвесторы ожидают от инвестиций в собственный капитал фирмы» [4, с. 238]. Таким образом, стоимость капитала можно представить следующим образом:

1. Стоимость капитала – ставка дисконтирования денежных потоков по соответствующему финансовому инструменту (требуемая ставка доходности).

2. Стоимость капитала – ставка, отображающая отношение выплачиваемых средств по привлеченным ресурсам к их объему.

3. Стоимость капитала – ожидаемая инвесторами ставка доходности по вложенным средствам в соответствующие финансовые инструменты эмитента.

Из этого следует, что требуемая ставка доходности, ставка, отображающая отношение выплачиваемых средств по привлеченным ресурсам к их объему, и ожидаемая доходность рассматриваются как одни



и те же величины, т. к. их можно представить через стоимость капитала. Далее показано, что значения этих ставок по одному и тому же инструменту эмитента различны. В связи с этим расчет ставки капитализации во многом будет зависеть от того, как понимается термин «ставка капитализации».

Для пояснения, как отличаются различные ставки, приведем соответствующий пример. Предположим облигации размещались по цене 950 у. е. за штуку при номинале 1000 у. е. Срок их обращения равен пяти годам. Купонные платежи осуществляются в конце каждого года. Купонная ставка фиксирована и равна 5% от номинала. Текущую рыночную стоимость такой облигации можно представить следующим образом:

$$950 = \frac{50}{(1+YTM_1)^1} + \frac{50}{(1+YTM_1)^2} + \frac{50}{(1+YTM_1)^3} + \frac{50}{(1+YTM_1)^4} + \frac{50+1000}{(1+YTM_1)^5},$$

где  $YTM_1$  – доходность к погашению (рыночная ставка капитализации денежных потоков по облигации или рыночная требуемая ставка доходности по облигации).

В этих условиях  $YTM_1$  будет равна 0,0619, т. е. 6,19%. Теперь предположим, что за год стоимость облигации возросла до 1050 у. е., а первый купонный платеж был произведен. До конца срока погашения облигации осталось четыре года, то есть текущую рыночную стоимость такой ценной бумаги можно выразить следующим образом:

$$1050 = \frac{50}{(1+YTM_2)^1} + \frac{50}{(1+YTM_2)^2} + \frac{50}{(1+YTM_2)^3} + \frac{50+1000}{(1+YTM_2)^4}.$$

Теперь показатель  $YTM$  равен 0,0363, т. е. 3,63%.

Стоимость (цена) долговых источников при размещении облигаций оказалась равной  $\frac{50}{950} \cdot 100\% = 5,26\%$ . Данная величина отличается от купонной ставки и первоначальной ставки капитализации, так как облигации размещались не по номиналу. Прирост стоимости долговых инструментов за год составил  $\frac{1050-950}{950} \cdot 100\% = 10,53\%$ .

Если держатель таких облигаций купил ее при размещении и продал через год, то доходность его инвестиций (без учета личных налогов и транзакционных издержек) равна следующей величине:

$$\frac{1050-950+50}{950} \cdot 100\% = 15,79\%.$$

Проанализируем теперь содержание некоторых полученных величин. Можно точно сказать, что компания осуществляет ежегодные платежи в размере 5,26% годовых от привлеченного капитала. Эту величину стоит охарактеризовать как фактическую стоимость (цену) привлеченного долгового капитала. Если бы эмитент сейчас выпустил четырехлетние облигации с годовой купонной доходностью, равной 3,63%, то он бы разместил такие бумаги по номиналу. В связи с этим текущую доходность к погашению (ставку капитализации) можно охарактеризовать как потенциальную стоимость (цену) долгового капитала.

Крайне важно обратить внимание на то, что размер прироста стоимости облигаций или доходность их держателя не свидетельствует о том, что если корпорации необходимо будет привлечь долгового капитал, то купонные ставки по этим обязательствам должны быть в пределах 10,5 – 15,8%. Связано это с тем, что при неизменных потоках при повышении рыночной цены инструмента потенциальная стоимость (цена) капитала снижается, а не возрастает. По этой причине доходность держателей, относительный прирост рыночной стоимости финансового инструмента или другие величины, рассчитанные на их основе, нельзя рассматривать ни как фактическую, ни как потенциальную цену капитала.

Из приведенного примера видно, что фактическая стоимость (цена) капитала, ставка капитализации, прирост стоимости инструмента и его фактическая доходность – разные величины, хотя по инструментам с фиксированными платежами иногда эти ставки могут быть относительно близки друг к другу. При этом ожидаемая рынком доходность может отличаться от всех ранее названных величин.

Несколько иная ситуация складывается в отношении долевых ценных бумаг. Различия в значениях ранее обозначенных ставок могут быть весьма внушительными. Следует отметить, что компании зачастую вообще не выплачивают никаких дивидендов по обыкновенным акциям и не собираются этого делать в обозримом будущем. Фактический поток денежных средств на эмитированные бумаги отсутствует, поэтому говорить о какой-либо платности по привлеченному акционерному капиталу не приходится. В то же время это не исключает того, что ставка дисконтирования «потоков» по акциям (чистая прибыль компании, которая может и не выплачиваться в виде дивидендов) существенно выше нуля. Здесь же необходимо отметить, что



модели дисконтирования дивидендов не являются единственными моделями, описывающими стоимость долевых бумаг, к тому же они не лишены недостатков.

На основании изложенного рыночную ставку дисконтирования потоков, приходящихся на соответствующие инструменты, следует именовать рыночной ставкой капитализации (требуемой ставкой доходности). Она показывает альтернативную доходность инвестиций того же риска и наряду с денежными потоками по ценной бумаге играет ключевую роль в формировании рыночной цены инструмента. Альтернативная доходность может оказаться относительно близкой к стоимости (цене) капитала только в случае с инструментами, по которым предусмотрены фиксированные платежи. В отношении долевых бумаг этого утверждать нельзя, т. к. фактических выплат по ним вообще может и не быть, т. е. стоимость (цена) капитала, привлекаемого через эмиссию акций, в этом случае равна нулю. Таким образом, под текущей стоимостью (ценой) капитала следует понимать отношение реально выплачиваемых средств по привлеченным ресурсам к их объему.

Нахождение ставки капитализации по инструментам с потоками, размеры которых не определены, является сложной задачей. В связи с этим существует достаточно много моделей, позволяющих оценить размеры требуемой ставки доходности по обыкновенным акциям.

Наиболее популярной моделью определения ставки капитализации денежных потоков по обыкновенным акциям является модель ценообразования капитальных (долгосрочных) активов (САРМ или МЦКА). В связи с этим необходимо уделить анализу этой модели особое внимание. В рамках МЦКА предполагается, что из-за возможности диверсификации финансовых активов инвесторами принимается во внимание только систематический (недиверсифицируемый) риск ценной бумаги. Рассматриваемая модель строится при значительном количестве допущений. Среди них можно выделить следующие основные допущения [5, с. 358 – 359]:

1. Ресурсы каждого инвестора малы относительно общей массы ресурсов, следовательно, ни один инвестор самостоятельно не может значительно повлиять на цену финансовых инструментов.

2. Инвесторы имеют неограниченные возможности заимствования и предложения ссуд по безрисковой ставке.

3. Отсутствуют транзакционные издержки и налоги на любые доходы по ценным бумагам.

4. Все участники рынка планируют свои инвестиционные решения на один, одинаковый для всех, период.

5. Все инвесторы пытаются сформировать портфели ценных бумаг по модели Г. Марковица (H. Markowitz).

6. Участники рынка одинаково оценивают ожидаемые ставки доходности финансовых инструментов, их среднеквадратические отклонения и корреляцию доходностей.

*Во-первых*, очевидно, что рассмотренные допущения нереалистичны.

*Во-вторых*, действительный состав и структуру рыночного портфеля никто не знает, поэтому при расчетах ожидаемой доходности вместо рыночного портфеля приходится оценивать доходность какого-либо биржевого индекса [5, с. 383].

*В-третьих*, модель формирования портфеля ценных бумаг по Марковицу отталкивается от ожидаемой доходности по инструменту. Сам по себе этот показатель плох тем, что в целом по рынку его трудно измерить. Кроме того, если рынок ожидал высокую доходность по каким-либо акциям, но результаты деятельности эмитента оказались разочаровывающими, это не значит, что рассматриваемые акции действительно принесут ожидавшуюся инвесторами доходность. Очень маловероятно, что такие акции будут расти в случае негативных финансовых результатов эмитента только потому, что большинство инвесторов ожидало чего-то большего. Аналогичная ситуация возникает тогда, когда рынок негативно оценивает перспективы вложения средств в какую-либо корпорацию. В случае если рассматриваемая компания показывает результаты лучше, чем ожидалось, то маловероятно, что ее акции потеряют в цене из-за того, что большинство участников рынка прогнозировало падение их стоимости. Иными словами, ожидаемую доходность обыкновенных акций не стоит рассматривать как детерминированную величину (пусть и в долгосрочной перспективе), т. к. прошлые прибыли компании – не гарантия будущих, в особенности это касается обыкновенных акций. Та же проблема характерна и для показателя среднеарифметической доходности, которую используют на практике вместо показателя ожидаемой рыночной доходности (из-за сложности измерения последней).

*В-четвертых*, необходимо понимать, что ожидаемая доходность или же средняя доходность и ставка капитализации – разные величины.

Мера систематического риска ценной бумаги (коэффициент  $\beta$ ) также вызывает много нареканий.



Установлено, что коэффициент  $\beta$  имеет тенденцию к изменению своего значения (с низкого до высокого и наоборот). Следовательно, нужно учитывать данный факт при расчете доходности, что влечет за собой необходимость внесения особых корректировок в модель [5, с. 381], [6, с. 14 – 15]. МЦКА предполагает, что существует некий систематический (недиверсифицируемый или рыночный) риск, который по своей сути постоянен для каждой акции. В то же время получается, что величина, которая должна быть постоянной, не является таковой.

Инвесторы скорее будут обращать внимание на общий риск инструмента, а не на его систематический риск. Это будет происходить из-за того, что различные инвесторы могут иметь разные портфели, т.е. они могут и не стремиться к наиболее масштабной диверсификации своих вложений. Далее представлены показательные результаты измерения систематического риска (коэффициента  $\beta$ ) двух компаний, ведущих бизнес в сфере розничных продаж строительных материалов. Первая корпорация – Home Depot, которая в 1995 г. имела  $\beta$  равную 1,6. Вторая компания – Wolohan Lumber Co., у которой в том же году этот же показатель был равен 0,75. Необходимо также отметить, что у последней фирмы рентабельность продаж снижалась, тогда как у первой – росла. Кроме того, Home Depot – значительно более крупная компания. Таким образом, получается, что у более успешной и крупной фирмы систематический риск

более чем на половину выше рыночного ( $\beta$  рынка по определению равна единице), в то время как у более мелкого и менее успешного конкурента этот риск ниже рыночного. Через три года показатель  $\beta$  рассматриваемых фирм был равен 0,7 [7]. Из этого можно сделать вывод, что модель ценообразования капитальных активов крайне плохо отображает систематический риск акций, а значит, и риск их эмитентов.

В связи с тем, что МЦКА, по крайней мере, в ее классическом виде, явно не дает надежных результатов, возникает необходимость корректировок. Наиболее распространенными среди них являются корректировки, учитывающие размер компании, ее финансовый рычаг, а также специфику принимаемых инвестиционных проектов. Однако, исходя из теоретических предпосылок МЦКА, коэффициент  $\beta$  в значительной степени должен отражать в себе все эти факторы, следовательно, никакие корректировки не нужны, но без них данная модель явно несостоятельна. В случае если корректировки все же делаются, возникает проблема определения их справедливости, т.е. увеличивается вероятность того, что конечный результат будет еще дальше от истины.

Причины того, что коэффициент  $\beta$  плохо отображает риск акций (если вообще отображает), находятся в методе его расчета. Коэффициент  $\beta$  является наклоном характеристической прямой. Она строится в системе координат, где на оси абсцисс отмечается рыночная премия за риск, а на оси ординат – премия по акциям какой-либо корпорации [1, с. 155]. Характеристическая прямая изображена на рис. 1.

Коэффициент  $\beta$  для  $i$ -й компании можно рассчитать, определив значение тангенса угла  $\varphi$ . (вместо ожидаемой доходности на практике рассчитывают среднемесячную доходность по соответствующему финансовому инструменту). На рис. 1 показано, что чем выше был рост стоимости акций по сравнению с рынком, тем круче будет наклон характеристической прямой, следовательно, тем

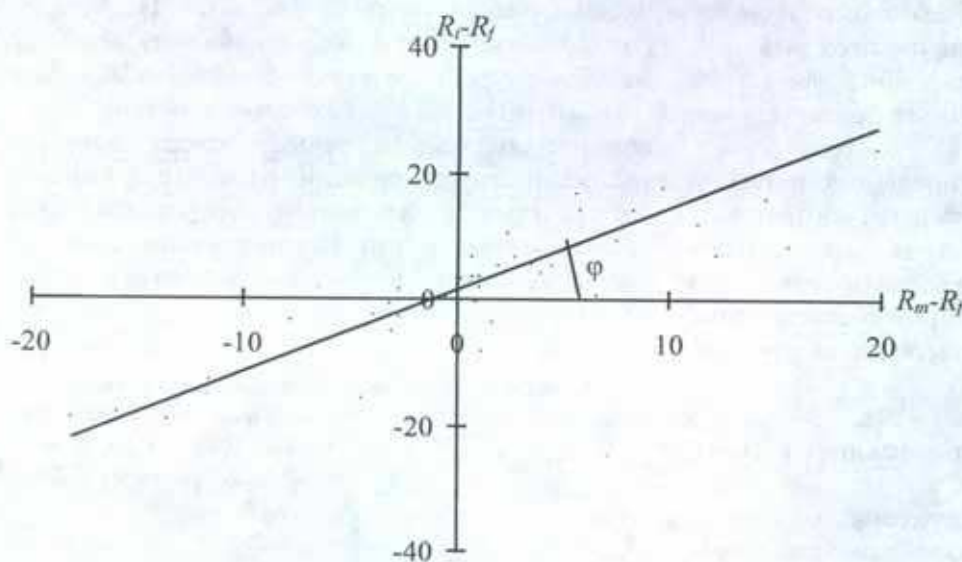


Рис. 1. Характеристическая прямая акций  $i$ -й компании:

$R_i$  – ожидаемая доходность по акциям  $i$ -й компании (%);  $R_f$  – безрисковая ставка доходности (в %);  $R_m$  – ожидаемая доходность рыночного портфеля (в %);  $\varphi$  – угол между характеристической прямой и осью  $R_m - R_f$



выше будет  $\beta$  акций этой корпорации. Если сильно рискованная фирма не продемонстрировала роста доходов, в то время как слабо рискованная компания смогла увеличить свои прибыли, то стоимость акций последней корпорации возрастет, как следствие — ее  $\beta$  при расчетах также увеличится. Причем такое развитие событий в принципе может продолжаться достаточно долго. Данный факт будет способствовать тому, что расчет  $\beta$  на основе более широкого диапазона данных может и не изменить его значение. У компаний с высокими темпами роста стоимости акций коэффициент  $\beta$  будет достаточно высок, при этом менее успешные и менее надежные конкуренты будут иметь более низкие значения  $\beta$ .

Из этого следует, что расчет систематического риска акций базируется на прошлом росте их стоимости, который в значительной степени является следствием коммерческого успеха компании, а не ее риска. Даже если возможно было бы точно вычислить ожидаемую рыночную доходность по акциям, то это все равно бы не решило проблемы, т. к. рынок может ожидать большую доходность по акциям менее рискованной, но более успешной компании. Хотя ставка капитализации у более рискованной фирмы действительно должна быть больше, чем у менее рискованной (следует помнить, что ставка капитализации и ожидаемая доходность — разные величины). Если исходить из представленного метода расчета коэффициента  $\beta$ , то для того чтобы он хотя бы в некоторой мере отображал систематический риск ценной бумаги, необходимо чтобы все компании все время демонстрировали одинаковый относительный прирост чистых прибылей на акцию. Разумеется, что выполнение такого условия абсолютно нереально.

Для того чтобы наглядно продемонстрировать изложенные идеи, далее приведены соответствующие расчеты на основе реальных данных. Формула, по которой можно определить ожидаемую доходность акций  $i$ -й компании в соответствии с прямой рынком ценных бумаг, выглядит следующим образом [1, с. 157]:

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f), \quad (1)$$

где  $R_i$  — ожидаемая доходность по акциям  $i$ -й компании;

$R_f$  — безрисковая ставка доходности;

$R_m$  — ожидаемая доходность рыночного портфеля;

$\beta_i$  — коэффициент акций  $i$ -й компании.

В качестве безрисковой ставки доходности обычно принимают доходность государственных

ценных бумаг. Существует некоторая проблема относительно того, облигации с каким сроком погашения выбрать для этой цели. На практике также вместо ожидаемой доходности рыночного портфеля и безрисковых бумаг обычно используют среднемесячную доходность, рассчитанную за три — пять последних лет [6, с. 20].

За соответствующие периоды времени автором настоящей работы была рассчитана среднемесячная доходность обыкновенных акций компании *Exxon Mobil* ( $R_{ХОМ}$ ), индекса *S&P's 500* ( $R_m$ ), 13-недельных казначейских векселей и государственных облигаций сроком погашения 30 лет. На основе этих данных были найдены коэффициенты  $\beta_{ХОМ}$  и ожидаемые доходности по акциям. Результаты расчетов представлены в таблицах 1 и 2. Последние строки таблиц отображают ожидаемую доходность по акциям компании, приведенную к годовому исчислению по методу сложных процентов.

В табл. 1 и 2 видно, что принципиального значения проблема выбора безрискового финансового инструмента не имеет. Коэффициенты  $\beta_{ХОМ}$  за одни и те же периоды времени практически идентичны, также весьма близки по значению друг к другу ожидаемые доходности по рассматриваемым акциям.

Переходя к более значимым выводам, необходимо отметить, что коэффициент  $\beta$  у компании *Exxon Mobil* резко возрос с 0,38 до 0,8, причем первый период был явно менее благоприятный как для компании, так и для экономики в целом (рис. 2 и 3). Однако показатель, измеряющий систематический риск, возрос вдвое. По идее, он должен быть постоянным, в крайнем случае можно ожидать его роста при ухудшении экономических условий, но из табл. 1 и 2 следует обратное. Таким образом, полученные данные подтверждают ранее изложенные предположения о том, что коэффициент  $\beta$  не отражает систематического риска эмитента обыкновенных акций. Следовательно, значения ожидаемых доходностей также можно считать далекими от истинных.

Таблица 1

Ожидаемая доходность по обыкновенным акциям *Exxon Mobil* (безрисковая ставка по казначейским векселям)

Показатель	С 04.01.1999 по 02.01.2003	С 02.01.2003 по 03.01.2007
$\beta_{ХОМ}$	0,375	0,816
$R_m$ , %	-0,562	1,028
$R_f$ (13-недельные казначейские векселя), %	0,32	0,216
$R_{ХОМ}$ (месячная), %	-0,011	0,878
$R_{ХОМ}$ (годовая), %	-0,129	11,063



Таблица 2

Ожидаемая доходность по обыкновенным акциям  
Exxon Mobil (безрисковая ставка по 30-летним облигациям)

Показатель	С 04.01.1999 по 02.01.2003	С 02.01.2003 по 03.01.2007
$\beta_{XOM}$	0,376	0,82
$R_{m, \%}$	-0,562	1,028
$R_f$ (30-летние государственные облигации), %	0,469	0,403
$R_{XOM}$ (месячная), %	0,081	0,915
$R_{XOM}$ (годовая), %	0,974	11,549

Тот факт, что коэффициенты  $\beta$  растущих фирм больше тех же показателей у остальных компаний иногда объясняют тем, что для продолжения роста этим компаниям нужен приток новых покупателей, который во многом зависит от благополучия экономики, что повышает величину их  $\beta$  [4, с. 253]. Возможно, данное утверждение и справедливо, однако

прочие компании, также как и растущие фирмы, в случае экономического спада могут растерять часть своей клиентуры, причем корпорации, оперирующие на новых рынках и в новых отраслях, вероятно будут более устойчивыми к деловым циклам. Кроме того, нельзя отрицать того факта, что из-за метода расчета коэффициента  $\beta$  компании с растущими в цене акциями будут иметь значения  $\beta$  более высокие, чем остальные фирмы. При этом необходимо учитывать, что в среднесрочной и долгосрочной перспективе акции менее рискованной, но коммерчески более успешной фирмы, скорее всего, будут расти более быстрыми темпами, чем долевые бумаги менее успешного и финансово менее устойчивого конкурента.

Подводя итог анализу модели ценообразования капитальных активов, можно отметить следующее:

1. Коэффициент  $\beta$  не отражает систематического риска ценных бумаг эмитента, т. к. чем выше

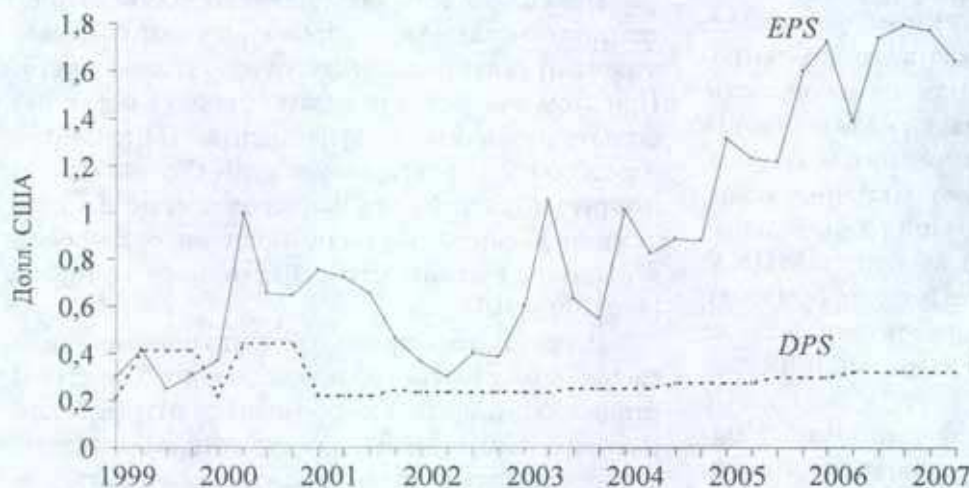


Рис. 2. Квартальная чистая прибыль на акцию (EPS) и дивиденды на акцию (DPS) компании Exxon Mobil

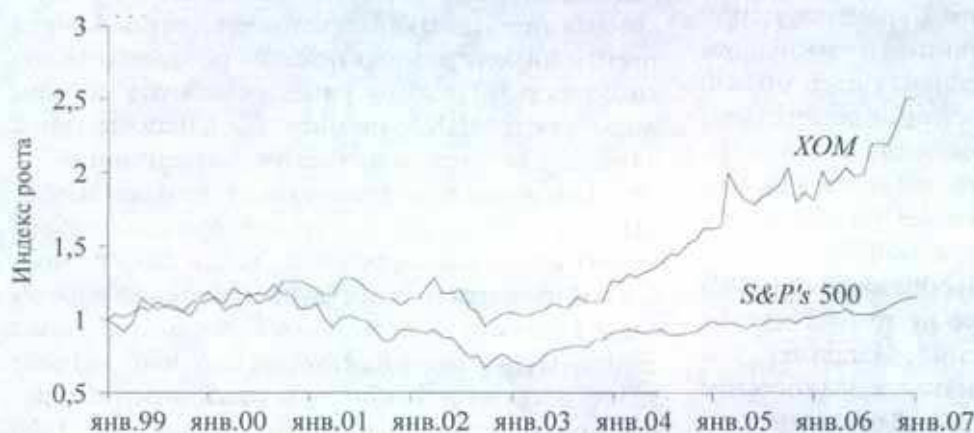


Рис. 3. Рост стоимости обыкновенных акций компании Exxon Mobil (с учетом дроблений и дивидендов)

был рост стоимости акций, тем выше будет  $\beta$ . Естественно, что сам по себе рост акций не может говорить о риске компании что-либо определенное, т. к. у менее рискованной фирмы стоимость долевых инструментов может расти быстрее, чем у более рискованной, например, в силу ее коммерческого успеха. Однако ставка капитализации у более рискованной фирмы действительно должна быть выше значения того же показателя у менее рискованной компании.

2. МЦКА ставит своей целью определить ожидаемую доходность ценной бумаги, а не ставку капитализации денежных потоков по инструменту. Эти понятия обозначают совершенно разные вещи, поэтому их подмена систематически будет приводить к ложным выводам.

3. Если бы действительно удалось найти реальную рыночную ожидаемую доходность по какому-либо финансовому



инструменту, то это не лишило бы существующую модель серьезного недостатка. Ожидания могут быть очень большими даже от фирм с небольшим риском, в то время как перспективы рискованной фирмы могут оцениваться крайне негативно. Если же следовать логике МЦКА, то рынок должен ожидать от более рискованной фирмы большей доходности только потому, что она более рискованная. Последнее утверждение было бы справедливо только для случая, когда компании любого риска все время демонстрировали бы одинаковый относительный прирост чистых прибылей, однако в такой ситуации оценивать риск не было бы необходимо.

4. Модель ценообразования капитальных активов базируется на значительном количестве нереалистичных допущений, что лишний раз подтверждает ее слабую пригодность для использования в практических расчетах.

Основываясь на изложенном материале, можно с уверенностью утверждать, что модель ценообразования капитальных активов некорректно применять для нахождения ставки капитализации денежных потоков по обыкновенным акциям. Стоит отметить, что существуют различные модификации модели ценообразования капитальных активов. Среди них можно выделить МЦКА, опирающуюся на потребление (модель Бридена), арбитражную теорию ценообразования, а также прокси-модели. Далее кратко изложены их основные черты и проблемы.

Модель Бридена (Breedен) предполагает вычисление коэффициента  $\beta$  на основе склонности инвесторов к потреблению. Определение ожидаемой доходности выполняется по формуле 1, но сам коэффициент  $\beta$  имеет несколько иной смысл. В рассматриваемой модели он является мерой чувствительности доходности актива к изменениям потребления инвесторов. Основная идея модели заключается в том, что инвестиции осуществляются для расширения потребления в будущем, следовательно, потребление является важным фактором, определяющим ожидаемую доходность финансовых инструментов [8, с. 180].

Арбитражная теория ценообразования (АТЦ) отличается от МЦКА тем, что не требует многих нереалистичных предположений. Например, для приведения цен на инструменты в равновесное состояние в соответствии с прямой рынка ценных бумаг достаточно действий нескольких рациональных инвесторов. АТЦ не ограничивается тем, что рыночный риск можно объяснить, отталкиваясь

лишь от рыночного портфеля. Она предполагает, что источников систематического риска может быть несколько. В связи с этим ожидаемая доходность актива равна [4, с. 97]:

$$R = R_f + \beta_1(R_1 - R_f) + \beta_2(R_2 - R_f) + \dots + \beta_n(R_n - R_f), \quad (2)$$

где  $R$  – ожидаемая доходность актива;

$R_f$  – ожидаемая доходность портфеля с коэффициентом  $\beta$ , равным нулю;

$R_i$  – ожидаемая доходность портфеля с коэффициентом  $\beta$ , равным единице для  $i$ -го фактора и равным нулю для всех прочих факторов (где  $i =$  факторы 1, 2, ...,  $n$ ).

Из формулы 2 делаем заключение, что модель ценообразования капитальных активов может рассматриваться как частный случай модели, предлагаемой в рамках арбитражной теории ценообразования.

Прокси-модели представляют собой эконометрические модели, которые наилучшим образом отражают связь риска и фактической доходности. При этом в качестве показателей риска могут выступать различные коэффициенты. Например, в известной двухфакторной модели Феймы (Fama) и Френча (French) это непосредственно капитализация корпорации и соотношение балансовой и рыночной стоимости собственного капитала [4, с. 100 – 101].

Ранее уже говорилось о том, что понятия «ожидаемая доходность», «фактическая доходность» и «ставка капитализации» обозначают разные вещи. В связи с этим, если бы даже существовала модель, которая идеально бы отображала ожидаемую доходность актива или предсказывала бы доходность финансового инструмента, ее результат не мог бы использоваться в качестве ставки капитализации, которая лишь показывает ценность для инвесторов тех или иных денежных потоков (альтернативную доходность). Поэтому ранее указанные модели, также как и МЦКА, не могут быть использованы для целей вычисления ставки капитализации.

Для нахождения ставки капитализации денежных потоков по акциям можно воспользоваться моделями дисконтирования. Общей для них проблемой является то, что будущие потоки не определены. Несмотря на то, что модели дисконтирования денежных потоков имеют значительно меньше теоретических изъянов, чем рассмотренные ранее модели, реально вычислить по ним что-либо крайне сложно.

Исторически первой моделью дисконтирования денежных потоков является модель



Дж. Вильямса (J. Williams). Через нее можно вычислить ставку капитализации по обыкновенным акциям. Модель Вильямса выглядит следующим образом [1, с. 118]:

$$P_m = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + Ke)^t}, \quad (3)$$

где  $P_m$  – текущая рыночная стоимость обыкновенной акции;

$D_t$  – величина дивидендов на акцию в момент времени  $t$ ;

$Ke$  – ставка капитализации денежных потоков по обыкновенной акции.

Примечательным является то, что в этой формуле фигурируют дивиденды. Кроме того, отсутствует цена продажи акции. Связывают это с тем, что предполагаемые потоки денежных средств по акции будут состоять из дивидендов и цены акции при ее продаже. Цена продажи в свою очередь будет зависеть от будущих дивидендов. Если фирма не ликвидируется и не поглощается, то потоки денежных средств, которые она обеспечит держателям обыкновенных акций, будут состоять только из дивидендов. «Следовательно, стоимость акций фирмы должна определяться как приведенное значение этого потока» [2, с. 432].

На первый взгляд с теоретической точки зрения модель Вильямса выглядит идеально. Практически же ставку капитализации вычислить по этой формуле крайне сложно, так как точно не известны два исходных параметра: периодичность и размеры дивидендных платежей по акции. Данное положение усугубляется также трудностью проведения анализа на долгосрочную перспективу, т. к. срок платежей по акциям может быть крайне велик.

Эмпирических проверок рассматриваемая модель не выдержала. Было обнаружено, что изменчивость цен акций не соответствует изменчивости дивидендов по акциям [9]. Зависимость цены акции от показателя прибыли на акцию значительно выше, чем от показателя дивидендов на акцию (см. рис. 2 и 3). Кроме того, формула 3 показывает, что если компания не выплачивает дивиденды и не собирается выплачивать их в будущем, то стоимость обыкновенных акций такой компании должна быть равна нулю. Это явно расходится с практикой, т. к. успешных компаний, которые не платят дивидендов – достаточное количество, при этом их акции всегда имеют стоимость. В противном случае может появиться возможность безрискового получения значительных прибылей. Инвестор или группа инвесторов за чисто минимальные деньги могут приобрести контрольный пакет акций такой фир-

мы, а затем инициировать ее ликвидацию. После распродажи активов и погашения всех обязательств в руках рассматриваемых инвесторов при минимальных изначальных вложениях окажется сумма близкая к балансовой стоимости собственного капитала корпорации. В связи с этим совокупная стоимость акций более или менее успешной компании как минимум будет близка к балансовой стоимости собственного капитала.

Необходимо также отметить, что возможность приносить доход – свойство активов компании. Если обыкновенные акции – права на активы компании, то они также обладают свойством приносить доход. Однако дивиденды – не весь доход, полученный от использования активов фирмы, естественно, что для держателей таких бумаг ценен весь доход, а не только его отдельная часть в виде дивидендов. В связи с этими фактами возникает необходимость построения альтернативных моделей дисконтирования, в которых должен учитываться доход не только в виде дивидендов.

Альтернативой модели Вильямса могут служить модель М. Гордона (M. Gordon), а также комбинированные модели дисконтирования дивидендов. Однако любые модели дисконтирования дивидендов не отражают реальных зависимостей.

Среди наиболее простых моделей определения ставки капитализации по акционерному капиталу является модель премии за риск. Справедливо предполагается, что премия за риск (альтернативная доходность) по акциям должна быть выше, чем по облигациям, так как долевые бумаги являются более рискованным финансовым инструментом, поэтому денежные потоки по ним (или то, что в глазах участников рынка может их заменить) ценятся инвесторами ниже. В связи с этим к требуемой ставке доходности по облигации (доходности к погашению) добавляется премия за риск по обыкновенным акциям. Недостаток этой модели заключается в том, что она не позволяет определить величину прибавляемой премии за риск. Иначе говоря, к доходности к погашению можно прибавить абсолютно любую величину [6, с. 15]. Несмотря на то, что модель премии за риск больше полагается на эмпирику и опыт аналитика, чем на теорию, она логична, проста в применении и не требует большого числа предположений.

Кумулятивная модель расчета ставки капитализации подразумевает нахождение безрисковой ставки доходности, к которой прибавляются соответствующие премии за риск. В свою очередь они связаны с видом финансового инструмента, коли-



чественными и качественными факторами риска эмитента [10, с. 126]. Кумулятивная модель схожа с моделью премии за риск, но является более детализированной, т. к. она в большей степени учитывает факторы риска самого эмитента. В целом модель премии за риск можно рассматривать как сильно упрощенный вариант кумулятивной модели.

Ставку капитализации по обыкновенным акциям также можно рассчитать путем отнесения чистой прибыли корпорации к ее капитализации. Соотношение прибыли и цены широко известно под обозначением  $E/P$ . Данный показатель можно интерпретировать как доходность собственного капитала, на которую согласны держатели обыкновенных акций в данный момент времени. Если же полученная прибыль компании не оправдывает ожидания инвесторов, то капитализация корпорации снизится, а соотношение  $E/P$  возрастет. Проблемой этого соотношения, как меры требуемой доходности по обыкновенным акциям, является то, что величина чистой прибыли одной и той же компании может сильно различаться в зависимости от применяемых национальных стандартов бухгалтерского учета. Кроме того, соотношение  $E/P$  в качестве ставки капитализации справедливо только для случая бессрочной ренты, в которой одинаковые денежные потоки представлены чистой прибылью. В реальности же чистая прибыль не может быть величиной постоянной, особенно в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Таким образом, для нахождения ставки капитализации необходимо сначала определиться с моделью, которая наиболее точно описывает рыночную стоимость обыкновенных акций. Однако с уверенностью можно говорить о том, что использование модели ценообразования капитальных активов, модели дисконтирования дивидендов и других их аналогов при расчете ставки капитализации является некорректным. При определении переоценки или недооценки рыночной стоимости той или иной компании в этих целях более предпочтительным выглядит применение модели премии за риск и расчет отношения  $E/P$ . При принятии решений в области формирования портфеля ценных бумаг необходимо учитывать, что прошлая доходность долевого инструмента в первую очередь может быть связана с финансовыми результатами компании, а не ее риском. Кроме того, доходность акций не следует рассматривать как некую детерминированную величину, т. к. прошлые доходы эмитента — не гарантия будущих, поэтому вычисление ожидаемой (будущей) доходности акций на основе осреднения

доходности за тот или иной промежуток времени не является верным.

Стоит также отметить, что при определении ставки дисконтирования прогнозируемых денежных потоков по тому или иному инвестиционному проекту не следует использовать средневзвешенную ставку капитализации. В связи с тем, что главной задачей в этом случае является определение величины, которая бы показывала альтернативную доходность по вложениям компании с аналогичным риском, в качестве ставки дисконтирования лучше всего использовать фактическую доходность по ранее удачно реализованным аналогичным проектам.

#### Список литературы

1. Ван Хорн Д. К., Вахович Д. М. Основы финансового менеджмента. Изд. 11-е / пер. с англ. М.: ИД Вильямс, 2003, 992 с.
2. Бригхэм Ю. Ф., Эрхард М. С. Финансовый менеджмент. Изд-во Питер. Изд. 10-е., 2007. 960 с.
3. Ковалев В. В. Курс финансового менеджмента: учеб. М.: Изд-во Проспект, 2008. 448 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 1342 с.
5. Боди З., Кейн А., Маркус, А. Принципы инвестиций. Изд. 4-е. / пер. с англ. М.: ИД Вильямс, 2002. 984 с.
6. Pagano M. S., Stout D. E. Calculating a firm's cost of capital: three different methods of determining the weighted average cost of capital for Microsoft and General Electric produce different results for each firm. *Management Accounting Quarterly*, Spring 2004.
7. Fink R. Corrective lenses: some experts contend that options-pricing models give a better view of cost of capital — *Spotlight Treasury. CFO: Magazine for Senior Financial Executives*, May, 2003. URL: <http://www.cfo.com/article.cfm/3009194?f=search> (дата обращения: 12.02.2007).
8. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов / пер. с англ. М.: Олимп-Бизнес, 1997. 1120 с.
9. Shiller, R. J. Do stock prices move too much to be justified by subsequent movements in dividends? // *American Economic Review*, vol. 71 (3) 1981. P. 421 — 436.
10. Оценка бизнеса: учебник / под ред. Грязновой А. Г., Федотовой М. А. М.: Финансы и статистика, 2001. 512 с.



## Финансовый контроль

### КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К ОРГАНИЗАЦИИ КОНТРОЛЬНО-СЧЕТНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ В СУБЪЕКТАХ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

*М.В. ВАСИЛЬЕВА,*

*кандидат экономических наук,*

*Волгоградский государственный университет,*

*г. Волгоград*

Процесс регулирования и развития, а также состояние современной правовой базы контрольно-счетной деятельности до сих пор не отвечают потребностям экономического развития страны и ее регионов. Это выражается в первую очередь в отсутствии необходимых правовых актов и несогласованности имеющихся, в противоречивости содержащихся в них норм и нечеткости формулировок прав и обязанностей, принципов и дефиниций.

Эти явления продолжают иметь место даже в условиях увеличивающегося количества нормативных актов, так или иначе затрагивающих или касающихся вопросов контрольно-счетной деятельности. По утверждению А. М. Тарасова, «на федеральном уровне принято более 260 различных нормативных правовых актов, в частности, законов Российской Федерации, указов Президента РФ, постановлений, распоряжений Правительства РФ, в которых определены субъекты, объекты контроля, их цели, задачи, права, обязанности, функции. Это свидетельствует об их многочисленности» [1]. Наблюдается парадокс, суть которого заключается в том, что количество нормативных актов растет, а качество правового регулирования падает. В связи с этим возникает необходимость выявить причины, устранить их и предложить более эффективные модели и варианты правового регулирования и осуществления контрольно-счетной деятельности. Объективности ради следует подчеркнуть, что аналогичные картины наблюдаются не только в сфере правового регулирования контрольной деятельности, но и в других сферах. Однако это не освобождает от обязанности решать обозначенную проблему.

Поэтому следует согласиться с мнением С. В. Степашина о том, что «сегодня... необходимо

четко выстроить все уровни контроля – и внутренние и внешние, выработать единые принципы контроля и методику его осуществления. Важно, чтобы и те, кого мы проверяем, тоже могли понимать, по каким правилам мы работаем» [2].

В последние годы идет интенсивное обсуждение вопросов создания механизмов контроля над финансовыми потоками и распоряжением собственностью на уровне муниципальных образований, процесс юридического оформления которых в стране еще не завершен.

Существующая в стране система органов и служб, на которые возложены функции финансового контроля, не отвечает требованиям и условиям дальнейшего экономического развития государства. Наблюдается разобщенность и несогласованность во взаимодействии различных контролирующих инстанций, что приводит, с одной стороны, к дублированию и параллелизму в осуществлении контрольных проверок, с другой – к тому, что отдельные получатели бюджетных средств длительное время не подвергаются финансовому контролю. В результате создаются благоприятные условия для нарушения принципов и правил финансового контроля, для совершения финансовых правонарушений и безответственности лиц, их совершивших.

В связи с этим мы разделяем мнение В. В. Бурцева о том, что «отсутствие общей для всех ветвей власти единой концепции ГФК в Российской Федерации, неразработанность основных направлений формирования методологической базы и методического обеспечения контроля, неурегулированность многих организационных вопросов взаимодействия и координации контрольных органов, неразработанность основных направлений развития внутреннего,



ведомственного и регионального контроля (контроля на региональном уровне), отсутствие единого подхода к основным понятиям ГФК и многое другое (споры по поводу определения основных субъектов ГФК – «межведомственная борьба», – отсутствие концепции стандартизации ГФК и т. д.) не позволяет придать нормативному обеспечению ГФК в системе исполнительной власти цельный, системный и завершенный характер» [3, 4].

Необходимо добавить, что перечисленные аргументы в равной степени относятся не только к контролирующим структурам в системе исполнительной власти, но обнаруживаются и в регулировании деятельности органов независимого финансового контроля, и, может быть, даже в большей степени в силу его молодого возраста в современной России.

Таким образом, становится очевидным, что в юридической литературе проблема правового регулирования организации и деятельности органов ГФК в настоящее время стоит необычайно остро [5]. Ученые озабочены тем, что контрольная деятельность в России дезорганизована и малоэффективна. Законодательная база финансового контроля еще не сложилась. Она представляет собой хаотичный и спонтанный конгломерат разноуровневых правоустановлений, не складывающихся в более или менее организованную систему. Даже официальная концепция осуществления ГФК в России до сих пор не сформулирована.

Как справедливо отмечает по этому поводу Н. Д. Погосян, «государство не предприняло практически никаких усилий для изменения форм и методов осуществления государственного контроля» [6].

Поэтому первоочередной задачей предлагается разработка и принятие на уровне постановления Государственной Думы или указа Президента Российской Федерации общедолевой концепции государственного контроля. Составной частью и продолжением этой концепции должны стать основополагающие теоретические положения, предназначенные для осуществления региональной контрольно-счетной деятельности субъектов Российской Федерации.

С учетом изложенного становится очевидной необходимость теоретического обоснования концепции финансового контроля в государстве в целом, а также в его субъектах, которая должна основываться на постулатах контрольной политики России и служить основой для формирования и совершенствования законодательной базы контрольно-счетной деятельности. Особое звучание эта проблема приобретает в субъектах страны.

Уже неоднократно поднимался вопрос о разработке концепции контрольной деятельности в разных ее вариациях. Как было сказано ранее, В. В. Бурцев указывает на необходимость разработки концепции ГФК: «необходим документ, комплексно и системно решающий все основные вопросы ГФК, правовое обеспечение которых в действующих нормативно-правовых актах отсутствует либо разработано лишь частично» [7]. В ином, обобщенно-расширенном варианте идея концептуального обеспечения высказана А. М. Тарасовым. «Таким образом, пишет автор, в настоящее время накопился комплекс проблем, связанных с недостатками в обеспечении эффективного государственного контроля, в том числе обусловленных отсутствием базового Федерального закона «О государственном контроле в РФ», а также «Концепции о государственном контроле в РФ» [8].

Обсуждаются также вопросы концептуального обеспечения системы нормативно-правовых актов о ГФК и другие аспекты концептуальной проблематики. Таким образом, мы имеем дело с несколькими видами концепций. Применительно к контрольной деятельности речь идет о концепции государственного контроля в широком смысле этого слова и о концепции ГФК. Продолжая этот ряд, необходимо дополнить его предложением о разработке концепции правового регулирования и осуществления региональной контрольно-счетной деятельности в субъектах Российской Федерации, поскольку она имеет весьма существенные особенности и отличительные черты не только в сравнении с федеральным уровнем, но и в отдельных субъектах России.

Следует отметить, что в настоящий момент уже разработаны концептуальные основы в различных сферах управленческой жизни. Правительством РФ принимались определенные меры и по разработке концепции государственного контроля еще в 1997 – 1998 гг. Однако они не были доведены до конца. Вместе с тем данный вопрос по-прежнему не утрачивает своей актуальности.

В этой связи мы согласны с мнением Ю. А. Тихомирова о необходимости разработки и принятия Федерального закона «О государственном контроле в РФ», поскольку именно в нем найдут отражение нормы о региональной контрольно-счетной деятельности ранее, чем в других федеральных законах.

А. М. Тарасовым обоснованы и достаточно подробно охарактеризованы основные положения концепции государственного контроля, которая построена на сравнительно-сопоставительном анализе различных институтов власти, наделенных контрольными полномочиями. При разработке



концепции и проекта Федерального закона «О государственном контроле в РФ» целесообразно учесть ряд общих положений (требований), таких как:

1) правовые, организационные и методические основы функционирования системы государственного контроля (данный пункт вряд ли следует предлагать в качестве требования, подлежащего учету, поскольку сама концепция должна содержать такие основы, поэтому ее формирование и есть не что иное, как создание таких основ);

2) приоритеты развития и совершенствования государственного контроля в части оптимизации механизма координации и взаимодействия всех элементов системы госконтроля;

3) создание действенного правового и организационного механизма взаимоотношений государственных контрольных органов с Генеральной прокуратурой Российской Федерации, налоговыми, финансовыми и правоохранительными органами исполнительной власти (данная позиция нуждается в более масштабном подходе, она должна быть сориентирована и на другие государственные органы);

4) определение общих и частных процедур административного и финансового контроля с учетом таких форм контроля, как проверка, ревизия, инспектирование, надзорные мероприятия (представляется недопустимым упускать из виду процедуры другой отраслевой направленности, а также процессуальное обеспечение других видов финансового контроля, применяемого в государстве);

5) исторический опыт государственного контроля в России и апробированный опыт зарубежных стран;

6) конкретное и научно обоснованное применение правовых и других терминов и понятий, связанных с контрольной деятельностью.

Последние два пункта возражений не вызывают. Кроме перечисленных обстоятельств цитируемый автор предлагает при формировании концепции учесть признаки, принципы, функции, задачи и цели государственного контроля, т. е. все, что касается его содержания. Однако предлагаемая конструкция концепции не охватывает некоторых существенных моментов, от которых зависят эффективность и качество контрольной деятельности и потому нуждается в совершенствовании.

Следует также отметить, что, хотя фрагменты концепции, предлагаемой А. М. Тарасовым, предназначены для общего государственного контроля, они не охватывают своим содержанием всех видов контроля, которые предварительно были описаны автором, и потому концепция в целом не может претендовать на завершенность.

В отличие от А. М. Тарасова, В. В. Бурцев обосновывает методологию формирования правовой концепции государственного финансового контроля, задачами которой, по мнению автора, являются:

- определить терминологию и понятийный аппарат ГФК;
- разработать методологию ГФК (цели, задачи, принципы и т. д.); определить организационную структуру системы ГФК;
- определить органы правового регулирования ГФК, их права и обязанности; определить субъекты права ГФК;
- определить предмет, отношения регулирования, цели и задачи системы нормативно-правовых актов (законодательства) ГФК;
- определить основные источники права ГФК (нормативно-правовые акты) и уровни нормативно-правового регулирования;
- определить порядок построения системы нормативно-правовых актов ГФК, ее структуру (части, разделы, подразделы и т. д., их расположение в определенной последовательности) и содержание;
- разработать порядок систематизации нормативно-правовых актов ГФК (учет, инкорпорация – издание сборников и т. д., консолидация);
- отметить основные аспекты взаимосвязи правовых актов ГФК с актами иных подотраслей (сфер) финансового права, а также с другими отраслями права [9].

Кроме того, В. В. Бурцев называет требования, которым должна соответствовать система нормативных актов о ГФК, которые в совокупности имеют в своей основе институциональные характеристики ГФК. Главная идея, которая заложена в суждениях данного автора, состоит в том, что он предлагает обособить нормативно-правовой массив, предназначенный для регулирования государственного контроля, в самостоятельное правовое образование, применяемое на собственном автономном правовом пространстве. И хотя автор ведет речь преимущественно о федеральном законе, но, судя по формулировкам целей и задач правового регулирования и определения значения этого закона, цель преследуется более масштабная, нежели всего лишь закон. И сам автор это подтверждает, говоря, что его цель – «установление нормативной основы (фундамента) функционирования, развития и совершенствования системы ГФК в Российской Федерации и ее субъектах, обеспечивающей сохранение и эффективное использование национальной собственности и роста благосостояния граждан» [10].



Третья позиция – представлена суждениями Е. Н. Синевой, которые не имеют принципиальных отличий от приведенных ранее, а отличаются лишь более углубленной характеристикой отдельных концептуальных положений и меньшей схематичностью изложения [11]. Не умаляя значения приведенных мнений, необходимо сформулировать и предложить иное видение обозначенной проблемы.

Обоснование научной концепции контрольно-счетной деятельности на региональном уровне должно быть сориентировано как на создание единой системы органов финансового контроля в Российской Федерации, включающей федеральный, региональный и муниципальный уровни, так и на разработку и принятие федерального и региональных законов о ГФК. Разработка концепции именно по этим двум магистральным направлениям способна обеспечить организацию действенного финансового контроля не только за своевременным формированием и поступлением доходной части бюджета, но и за правильностью использования бюджетных средств и распоряжением государственной собственностью на всех уровнях хозяйствования.

Теоретические основы концепции контрольно-счетной деятельности на современном этапе должны базироваться на собственном историческом опыте и опыте зарубежных государств. В России финансовый контроль относится к числу институтов, исторически формировавшихся на разных этапах развития государственности и впитавших в себя специфику каждого из них: дооктябрьский, советский и современный российский этапы. Такая обусловленность имеет принципиальное значение в первую очередь для финансового контроля регионального уровня, что подтверждается состоянием законодательной базы региональной контрольно-счетной деятельности.

Начиная с 1996 г. в отдельных субъектах России, наряду с законами о контрольно-счетных палатах субъектов, уже предприняты попытки принятия самостоятельных законов о финансовом контроле и о контрольных функциях региональных законодательных органов: Свердловская область – 1996 г. [12]; Калининградская область – 1997 г. [13]; Волгоградская область – 2002 г.; Алтайский край – 2005 г.; Республика Саха (Якутия) – 2006 г. [14].

В настоящее время эта тенденция набирает свои темпы, авторитет ее заметно усиливается. Но по своему концептуальному обеспечению и, следовательно, по форме и по содержанию соответствующие нормативные акты регионального законодательства о финансовом контроле заметно различаются.

Именно по этой причине необходимо предложить общую концепцию правового регулирования и осуществления контрольно-счетной деятельности в субъектах Российской Федерации. Это тем более необходимо, поскольку до сегодняшнего дня основные концептуальные положения подавляющего большинства региональных законов о контрольно-счетной деятельности сформировались в определенной степени стихийно, на основе принципа «копирования», с учетом степени давления законодательной и исполнительной власти конкретного субъекта России, под влиянием лоббирования «местечковых» интересов и показателей жизни каждого региона, без должного контроля и заинтересованных методических рекомендаций со стороны федерального центра.

Но, несмотря на это, крайне необходимо концепцию правового регулирования и осуществления контрольно-счетной деятельности в субъектах Российской Федерации формировать на основе следующих трех информационных каналов:

- 1) юридического анализа уже имеющейся региональной правовой базы;
- 2) практики применения региональных законов о контрольно-счетной деятельности;
- 3) обобщения общетеоретических концептуальных приемов.

Основные положения концепции должны учитывать возможности влияния разнообразных факторов, обстоятельств и условий и обеспечивать учет определенных требований. Стремясь не повториться с высказываниями ранее названных авторов, в их числе мы предлагаем следующие:

1. Учет основных направлений общегосударственной и региональной политики, составной частью которой является политика в сфере финансово-контрольной деятельности.

2. Соответствие основных принципов региональной контрольно-счетной деятельности федеральной концепции финансового контроля, проект которой уже находится в стадии апробации и которая получает свое выражение в различных вариантах проекта Федерального закона «О государственном финансовом контроле в Российской Федерации».

3. Учет разнообразных федеральных и региональных программ, предназначенных в том числе и для реализации приоритетных национальных проектов, утвержденных нормативными актами федеральной и региональной государственной власти. Например, Правительством Москвы принято постановление о порядке разработки городских программ, согласно которому без заключения



региональной КСП ни одна программа не может рассматриваться [14].

4. Обеспечение региональной концепции расстановки приоритетов контрольно-счетной деятельности на планируемый период и на долгосрочную перспективу, при этом должна быть учтена общественно-политическая и социально-экономическая ситуация в конкретном субъекте, а также в отдельном регионе – федеральном округе и в стране в целом.

5. Разработка и принятие нормативной базы для осуществления контрольно-счетной деятельности на уровне муниципальных образований субъектов Российской Федерации, в равной степени, как и совершенствование имеющихся правовых актов о деятельности КСП субъектов РФ, о финансовом контроле на территории субъекта, о контрольных функциях органов законодательной власти при строгом соблюдении принципа соответствия норм регионального законодательства нормам федеральных законов.

6. Учет планируемых важнейших государственно-политических мероприятий – проведение выборов, референдумов разного уровня, государственное финансирование политических партий, средств массовой информации и т. п.

7. На эффективность и результативность контрольно-счетной деятельности в том или ином регионе страны могут оказать существенное влияние такие явления, как возможные чрезвычайные ситуации, экологические, техногенные, природные катаклизмы, которые также требуют учета в общей концепции.

8. Учитывая все возрастающее значение новейших информационных технологий, уровень их развития и возможности использования в каждом конкретном регионе, необходимо, чтобы это нашло отражение в содержании концепции правового регулирования и осуществления контрольно-счетной деятельности субъектов Российской Федерации;

9. Эмпирическую базу концепции должны составлять итоги опыта работы контрольно-счетных органов всех уровней за предыдущие периоды, поэтому анализ этого опыта, представленный в итоговом отчетном документе контрольно-счетного органа, должен проводиться по единообразной методике, единым правилам и способам обобщения, быть объективным и достоверным.

10. Важное значение для повышения эффективности концептуальной основы имеет тот факт, как будут складываться взаимоотношения контрольно-счетных органов в субъекте Федерации с органами федеральной и региональной власти, а также учас-

тие контрольно-счетных органов в деятельности профессиональных общественных объединений и в периодически проводимых массовых мероприятиях по обмену опытом (учеба) или обсуждению назревших проблем. Выстраивание этих взаимоотношений как всегда несет на себе отпечаток того, какая кадровая политика проводится в субъекте Федерации, и какова роль субъективного фактора.

Второй информационный канал, как было отмечено ранее, посвящен непосредственной практике работы контрольно-счетных органов и результатам правоприменительной деятельности. Необходимость учета этой информации может быть подтверждена данными.

Последние десять лет работы контрольно-счетных органов страны показали, что разница между затратами на их содержание и суммами возвращенных в казну средств составляет десятки раз. Счетная палата РФ за первые 10 лет своей работы получила из федерального бюджета 2,757 млрд руб., а вернула в казну государства – 66,6 млрд руб., что в 24 раза превышает расходы на ее содержание.

По отчету об итогах работы КСП Ростовской области за 2005 г. было проверено 13 главных распорядителей средств областного бюджета и 45 муниципальных образований. Общий объем проверенных средств составил 7 640 738,1 тыс. руб., сумма же выявленных нарушений в финансовом выражении составила 659 115,8 тыс. руб., что на 187,8 млн руб. превысило одноименный показатель 2004 г. В ходе проверок счетной палатой установлены потери, допущенные при исполнении доходной части областного и местных бюджетов, в сумме 33 668,2 тыс. руб. Выявлены резервы роста доходной базы в сумме 66 352,5 тыс. руб.

Более 90 % потерь и резервов установлены при проверках бюджетов муниципальных образований области, что свидетельствует о недостаточном внимании глав муниципальных образований проверенных территорий к вопросам пополнения собственной доходной базы. Проверки исполнения доходной части местных бюджетов выявили нарушения, связанные в основном с несоблюдением порядка и методики расчета арендной платы за землю и нежилые помещения, несвоевременным или неполным перечислением средств от распоряжения муниципальной собственностью, неотражением в доходах бюджета средств от предпринимательской и иной приносящей доход деятельности на общую сумму 17 935,1 тыс. руб. Наибольший объем таких нарушений установлен в Мартыновском, Морозовском и Пролетарском районах. За допущенные нарушения привлечены к дисциплинарной ответс-



твенности 263 должностных лица, 6 из которых освобождены от занимаемых должностей [15].

По мнению председателя Счетной палаты г. Волгограда В. И. Гордина, «государственная казна в удельной составляющей органов местного самоуправления не менее чем на сумму 2,3 трлн руб. находится вне контроля государства, что больше доходной части бюджета Российской Федерации 2002 г.» [16].

Приведенные и другие статистические данные позволяют сделать следующие выводы. Контрольно-счетная деятельность построена и осуществляется на основе принципа эпизодичности проводимых проверочных мероприятий, что лишает возможности сформировать общую картину допускаемых нарушений. Учитывая достаточно большой объем работы при проведении проверок контрольно-счетными органами, следует обосновать необходимость введения принципа поэтапности их осуществления в сочетании с обязательностью проведения всеобщего контроля. Нельзя допускать ситуаций, при которых отдельные хозяйствующие субъекты или муниципальные образования выходили из-под контроля. Контроль должен быть систематически-поэтапным. Поэтому фактическое состояние результатов контрольно-счетной деятельности в субъекте за определенный плановый период (как правило, это бюджетный год), отраженное в отчетных докладах, должно быть положено в основу плана работы на очередной период и потому концептуально обосновано.

Третий информационный канал включает состояние нормативно-правовой базы, в соответствии с которой осуществляется контрольно-счетная деятельность в субъектах Российской Федерации, которое позволяет обозначить проблемы ее применения и обосновать предложения по совершенствованию. Но главное значение этого информационного канала для построения общей концепции правового регулирования и осуществления контрольно-счетной деятельности в субъектах РФ состоит в том, что в самих законах отображаются основные концептуальные положения, и состояние закона свидетельствует о качестве этих положений.

В подтверждение предлагается аргумент, вытекающий из анализа федерального законодательства. Так ФЗ № 120 от 22.08.2004 в гл. 16 БК РФ были внесены изменения, согласно которым региональные контрольно-счетные органы были лишены права проверять состояние бюджетов муниципальных образований – получателей бюджетных трансфертов. В связи с этим, по мнению Е. Н. Синевой, «в бюджетной системе может образоваться огромная «черная дыра» бесконтрольного расходования до

40% средств консолидированного бюджета страны, или более 2 трлн руб. Ведь на муниципальном уровне система государственного финансового контроля еще не создана, а органы внешнего государственного финансового контроля вышестоящих уровней бюджетной системы лишены возможности контролировать работу муниципалитетов» [17].

Понимая нелогичность такого положения, федеральный законодатель поспешил восстановить право КСП субъектов по контролю над бюджетами муниципальных образований, и в декабре 2005 г. в ст. 157 БК РФ были внесены дополнения, дающие право органам государственного финансового контроля проводить проверки нижестоящих бюджетов – получателей межбюджетных трансфертов [18].

Анализ нормативных правовых актов субъектов РФ свидетельствует о том, что на первом этапе создания собственной законодательной базы контрольно-счетной деятельности (до введения в действие БК РФ) региональным законодателем были предложены следующие концептуальные составляющие законов о финансовом контроле в субъектах, о контрольно-счетных палатах субъектов России и других актов:

- 1) принципы осуществления бюджетно-финансового контроля (законность, плановость, полнота и достоверность информации, целевое использование финансовых ресурсов, эффективность контрольной деятельности, ее гласность);
- 2) цель бюджетно-финансового контроля – обеспечение устойчивости бюджетно-финансовой системы субъекта;
- 3) объекты финансового контроля в лице регионального бюджета, собственности субъекта, договоров и соглашений, заключенных в сфере финансов, займов и кредитов, государственных целевых федеральных и региональных программ, бюджетов территориальных государственных внебюджетных фондов;
- 4) виды контроля – предварительный, текущий, разовый целевой;
- 5) формы контроля – ревизии и проверки, а также сроки, объемы и способы их проведения;
- 6) информационное обеспечение контрольной деятельности;
- 7) взаимодействие органов законодательной власти субъекта с контролирующими и правоохранительными органами;
- 8) основы контрольной компетенции законодательного органа, включая рассмотрение итогов контрольной деятельности.

На последующих этапах законотворческой деятельности субъектов РФ по созданию регио-



нальных законов о финансовом контроле и о контрольно-счетной деятельности предмет правового регулирования был заметно расширен. В него были включены:

- 1) дефиниции важнейших категорий (в том числе финансового контроля, форм и видов контроля и др.);
- 2) правовые основы осуществления финансового контроля;
- 3) система органов финансового контроля в субъекте Федерации;
- 4) задачи и функции контрольно-счетного органа;
- 5) механизм осуществления финансового контроля;
- 6) ответственность и гарантии правового статуса органов финансового контроля и их должностных лиц.

Следует также отметить дальнейшее совершенствование отдельных, ранее учрежденных концептуальных компонентов в анализируемых законах. Так, произошло четкое разграничение трех ветвей контроля: внешний финансовый контроль, осуществляемый контрольно-счетными органами субъекта; контроль, осуществляемый контрольно-счетными органами, создаваемыми на уровне местного самоуправления; административно-финансовый контроль, осуществляемый органами исполнительной власти субъекта РФ. Заметно были расширены формы осуществления финансового контроля, в их число, кроме ревизий и разного рода проверок, включены обледования и экспертизы.

Особое значение законодатель придает вопросам процедуры проведения финансового контроля, что объясняется, скорее всего, появившейся практикой обжалования действий проверяющих, в т. ч. и в судебном порядке. Предметом особого внимания становится порядок реализации материалов проверок органов финансового контроля. Так, правом применения мер принуждения к нарушителям бюджетного законодательства по материалам проверок органов финансового контроля в Волгоградской области наделен начальник (заместитель начальника) Комитета бюджетно-финансовой политики и казначейства Администрации Волгоградской области (Закон Волгоградской области «О финансовом контроле на территории Волгоградской области» от 6 декабря 2002 г.) [19].

В числе гарантий правового статуса должностных лиц органов финансового контроля закрепляется недопустимость воздействия на должностных лиц органов финансового контроля с целью воспрепятствовать исполнению ими служебных обязанностей

либо добиться принятия решения в чьих-либо интересах. За совершение насильственных действий, нанесение оскорблений или клевету, распространение искаженной информации о выполнении должностным лицом служебных обязанностей в сфере финансового контроля виновные привлекаются к ответственности, установленной законодательством Российской Федерации. Наряду с этим в законодательстве появляются положения об ответственности и самих должностных лиц органов финансового контроля, что свидетельствует о выстраивании взаимоотношений между проверяющими и проверяемыми на цивилизованных началах.

Отдельного внимания заслуживает вопрос о внешнем формальном выражении концепции финансового контроля в субъектах Федерации. Речь идет о трех разновидностях форм и их особенностях, применяемых в разных субъектах Российской Федерации. Первоначально это были законы о контрольных функциях или самого субъекта Федерации, или его законодательного органа (например, Свердловская обл. [20]). В некоторых субъектах идеи финансового контроля были формализованы в законах о бюджетном устройстве и бюджетном процессе в соответствующем субъекте Федерации (например, в Алтайском крае [21]).

Предпочтительной формой должны стать законы субъектов Российской Федерации о финансовом контроле на соответствующей территории, как это имеет место в Волгоградской области [22], Республике Саха (Якутия) [23]. Именно в таких законах возможно наиболее полно и обстоятельно на основе теоретической концепции урегулировать все отношения, возникающие в сфере финансового контроля, согласовав их с федеральным уровнем. Помимо этих законов должны быть приняты или усовершенствованы действующие законы субъектов о контрольно-счетных органах.

Таким образом, можно резюмировать, что первоначальные основные компоненты концепции финансового контроля, осуществляемого на уровне субъектов Российской Федерации, обозначились в течение десяти лет. Однако по ряду причин нельзя считать этот процесс завершенным, а концепцию — сформированной. Во-первых, далеко не во всех субъектах приняты соответствующие законы (возможно, это связано с отсутствием соответствующего закона на федеральном уровне). Во-вторых, и это главное, в принятых законах имеются многочисленные противоречия, несогласованность, пробелы, по-разному определяются одни и те же категории, присутствует различие в трактовках норм федерального законодательства, в частности, норм об



ответственности и возможностях их применения, имеются и другие недостатки.

В итоге, следует отметить, что в нормативно-правовых актах, обеспечивающих правовое регулирование и осуществление контрольно-счетной деятельности в субъектах России, должно быть в достаточной степени обозначено концептуально правовое пространство государственного и муниципального финансового контроля, должны быть в полной мере учтены все социально-экономические и политические условия, сложившиеся не только в регионе, но и в стране в целом в настоящий момент, а их концептуальная основа должна полностью отвечать требованиям нынешнего этапа государственного строительства и проводимой в государстве политики в области финансово-экономической стабилизации в обществе.

Итак, общая концепция правового регулирования и осуществления контрольно-счетной деятельности в субъектах РФ должна увязывать общегосударственные процессы с региональными, обеспечивать их гармоничное сочетание и развитие. Она должна иметь конкретно-исторические рамки, т. е. быть рассчитанной на текущий период, среднесрочную и долгосрочную перспективу. Кроме того, в концепции должны быть аккумулированы современные требования информационно-технологического характера, направленные на решение задач первостепенной важности и обеспечения стабильности.

Список литературы

1. Тарасов А. М. Проблемы законодательного обеспечения государственного контроля // Государство и право. 2004. № 10. С. 15.
2. Степанов С. В. Давайте беречь бюджетную копейку // Финансовый контроль. – 2002. № 10(12). С. 28 – 29.
3. Бурцев В. В. Государственный контроль: аспекты развития нормативно-правовой базы // Российская юстиция. 2005. № 4. С. 41.
4. Бурцев В. В. Государственный контроль: аспекты развития нормативно-правовой базы // Российская юстиция. – 2005. – № 4. – С. 40 – 44.
5. Синева Е. Н. Законодательное обеспечение деятельности органов внешнего государственного и муниципального контроля // Государство и право. 2006. № 3. С. 90 – 93.
6. Погосян Н. Д. Счетная палата Российской Федерации. М.: Юристъ, 1998. С. 106.
7. Бурцев В. В. Государственный контроль: аспекты развития нормативно-правовой базы // Российская юстиция. 2005. № 4. С. 40.
8. Тарасов А. М. Проблемы законодательного обеспечения государственного контроля // Государство и право. 2004. № 10. С. 15 – 16.
9. Бурцев В. В. Государственный контроль: аспекты развития нормативно-правовой базы // Российская юстиция. 2005. № 4. С. 42.
10. Бурцев В. В. Там же. С. 43.
11. Синева Е. Н. Законодательное обеспечение деятельности органов внешнего государственного и муниципального контроля // Государство и право. 2006. № 3. С. 90 – 93.
12. Областной закон от 14.10.1996 № 42-03 «О контрольных функциях Законодательного Собрания Свердловской области в сфере бюджета и финансов», в редакции областных законов от 19.11.1998 № 36-03 и от 28.12.2001 № 88-03 // Областная газета. 1996. № 156.
13. Закон Калининградской области от 20.04.1998 № 54 «О контрольных функциях Калининградской областной Думы в сфере бюджета и финансов» [Электронный ресурс]. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
14. Дзуреченских В. А. Выступление // Седьмая Конференция Ассоциации контрольно-счетных органов Российской Федерации. М., 2005. С. 64.
15. Информационный бюллетень КСП Ростовской области. – Ростов н/Д., 2006. Вып. № 2. С. 3 – 7.
16. Официальный сайт Волгоградской КСП. URL: <http://ksp.volgadmin.ru/news.aspx>.
17. Синева Е. Н. Законодательное обеспечение деятельности органов внешнего государственного и муниципального контроля // Государство и право. 2006. № 3. С. 91.
18. Федеральный закон от 27.12.2005 № 198-ФЗ «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации, Федеральный закон «О внесении изменений в Бюджетный кодекс Российской Федерации в части регулирования межбюджетных отношений» и Федеральный закон «Об общих принципах организации местного самоуправления в Российской Федерации» // Росс. газ. 2005. № 296.
19. Закон Волгоградской области от 6 декабря 2002 № 763-ОД «О финансовом контроле на территории Волгоградской области» // Волгогр. правда. 2002. № 226.
20. Областной закон от 14.10.1996 № 42-03 «О контрольных функциях Законодательного Собрания Свердловской области в сфере бюджета и финансов», в редакции областных законов от 19.11.1998 № 36-03 и от 28.12.2001 № 88-03 // Областная газета. 1996. № 156.
21. Закон Алтайского края от 11.11.2005 № 98-ЗС (ред. от 06.05.2006, с изм. от 27.12.2006) «О бюджетном устройстве, бюджетном процессе и финансовом контроле в Алтайском крае» // Алт. правда. 2005. № 336.
22. Закон Волгоградской области от 06.12.2002 № 763-ОД «О финансовом контроле на территории Волгоградской области» // Волгогр. правда. 2002. № 226.
23. Закон Республики Саха (Якутия) от 22.03.2006 320-3 № 653-111 «О государственном финансовом контроле в Республике Саха (Якутия)» // Якут. ведомости. 2006. 12 мая. № 29.



## Налоги и налогообложение

### НЕКОТОРЫЕ ПРОБЛЕМНЫЕ ВОПРОСЫ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ ПРИБЫЛИ РОССИЙСКИХ ОРГАНИЗАЦИЙ С ПОСТОЯННЫМ ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВОМ ЗА РУБЕЖОМ

*А.С. ТЕНДРЯКОВА*

*Финансовая академия при Правительстве РФ*

В мировой практике существование национальных границ государств имеет все меньшее значение для ведения коммерческой деятельности. Необходимость расширения бизнеса и стремление к получению дополнительных доходов приводят к тому, что предпринимательская деятельность перерастает границы одного государства и выходит на международную арену.

Для российских организаций, прежде всего крупных и средних, выход на мировые рынки сбыта, ресурсов, капитала становится одной из первоочередных задач. При выборе формы инвестирования за рубеж одним из важных факторов является порядок налогообложения, поскольку он напрямую влияет на окупаемость проекта. Одной из форм ведения бизнеса за рубежом является коммерческая деятельность через постоянное представительство (чаще всего филиал). Далее будут рассматриваться некоторые проблемные вопросы налогообложения прибыли российских организаций, получаемой через постоянные представительства за рубежом. Анализ этих вопросов позволит выявить преимущества и недостатки такой формы осуществления деятельности в иностранных юрисдикциях, а также предложить пути совершенствования российского налогового законодательства в части налогообложения таких доходов.

**Основания для признания постоянного представительства российской организации за рубежом и его налогообложение в стране создания.** Критерии для признания постоянного представительства российской компании за рубежом и подход к его налогообложению определяются национальным законодательством страны, в которой осуществляется коммерческая деятельность, и налоговыми

соглашениями, заключенными между Россией и соответствующим государством.

Как правило, концепция постоянного представительства в налоговом законодательстве большинства стран мира базируется на подходе, предлагаемом Модельной Конвенцией Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). Учитывая, что соглашения об избежании двойного налогообложения, применяемые Россией, также основаны на Модельной Конвенции, представляется целесообразным рассмотреть содержащееся в ней определение постоянного представительства.

Модельная Конвенция ОЭСР (ст. 5)<sup>1</sup> определяет постоянное представительство как постоянное место бизнеса, через которое предприятие осуществляет всю или часть своей коммерческой деятельности. При этом ключевыми являются следующие условия, при выполнении которых возникает постоянное представительство:

- существование «места осуществления деятельности» (место бизнеса), т.е. помещения или в некоторых случаях оборудования;
- место бизнеса должно быть «фиксированным», т.е. установлено в определенном месте с определенной степенью постоянства;
- осуществление коммерческой деятельности предприятия через это фиксированное место бизнеса.

Согласно разъяснениям к Модельной Конвенции ОЭСР<sup>2</sup> термин «место бизнеса» предпола-

<sup>1</sup> Model Tax Convention on Income and on Capital, condensed version 15 July 2005, OECD Committee on Fiscal Affairs.

<sup>2</sup> Commentaries on the Articles of the Model Tax Convention, condensed version 15 July 2005, OECD Committee on Fiscal Affairs.



гает любые помещения, средства или установки, используемые для осуществления коммерческой деятельности, независимо от того, исключительно они используются для этой цели или нет. В зависимости от вида деятельности, критерий места бизнеса может выполняться и без помещения – достаточно иметь в распоряжении некоторое пространство (например, стенд/палатка на улице). Не имеют значения юридические основания использования места деятельности (т.е. право собственности, аренда и т.д.).

Модельная Конвенция приводит конкретные формы деятельности, которые могут являться постоянным представительством, в частности, место управления, отделение, контора, фабрика, мастерская, шахта, нефтяная или газовая скважина, карьер или любое другое место добычи природных ресурсов. Среди этих форм целесообразно отметить «место управления», поскольку, в отличие от текущего налогового законодательства России, в зарубежных странах сам факт принятия управленческих решений от имени российской компании может приводить к созданию ее постоянного представительства. В Конвенции отдельно поименованы строительная площадка или монтажный объект, деятельность на которых приводит к образованию постоянного представительства, только если она осуществляется в течение более 12 мес. (срок может варьироваться до 36 мес. в зависимости от соглашения).

Постоянное представительство признается, только если место бизнеса имеет определенную степень постоянства, т.е. если оно не носит временного характера. Сама деятельность может предусматривать перерывы, но операции должны иметь регулярный характер. На практике это выражается в том, что внутренним законодательством многих стран определен период (как правило, 30 дней в течение года), при превышении которого зарубежная компания, осуществляющая деятельность в данной стране, должна зарегистрировать свое постоянное представительство.

Согласно мировой практике постоянное место бизнеса, через которое зарубежная компания осуществляет только подготовительную или вспомогательную деятельность в пользу головного офиса (например, сбор информации, ведение бухгалтерского учета, хранение товаров для целей демонстрации или для создания запаса товаров), не считается постоянным представительством. При этом ключевым критерием является соотношение цели и характера деятельности, осуществляемой

через такое представительство, с деятельностью всей зарубежной организации.

Также к созданию постоянного представительства сами по себе не приводят такие факты, как:

- владение имуществом на территории другой страны (в частности, акциями и долями в капитале компаний);
- заключение договора простого товарищества или иного договора на совместную деятельность;
- предоставление другой организации персонала;
- ввоз или вывоз товаров, в том числе в рамках внешнеторговых контрактов.

В то же время при наличии дополнительных квалифицирующих признаков каждый из перечисленных видов деятельности может оказаться достаточным для того, чтобы признать наличие постоянного представительства российской компании за рубежом. Например, осуществление деятельности, классифицируемой как вспомогательная или подготовительная, в рамках оказания услуг третьим лицам приводит к образованию постоянного представительства.

Вторым основанием для создания постоянного представительства, которое заложено в Модельной Конвенции, является осуществление иностранной компанией деятельности в другой юрисдикции через зависимого агента. В качестве такого агента могут выступать как физические лица, так и любые юридические образования. Согласно общепринятой трактовке зависимым агентом является лицо, которое представляет интересы иностранной организации в другой стране, действует от ее имени, имеет и регулярно использует полномочия на заключение контрактов или согласование их существенных условий от имени данной организации, создавая при этом правовые последствия для данной иностранной организации.

Перечисленные выше действия зависимый агент может совершать на основании письменной или устной договоренности с иностранной организацией. Деятельность иностранной организации, осуществляемая через зависимого агента, должна отвечать указанным ранее характеристикам, т.е. быть предпринимательской и осуществляться на регулярной основе. Для признания агента зависимым осуществляемые им действия от имени иностранной компании не должны являться его основной деятельностью. Осуществление деятельности через брокера или любого другого агента с независимым статусом не приводит к образованию постоянного представительства.

При оценке выполнения указанных выше



критериев создания постоянного представительства зарубежные юрисдикции, как правило, следуют принципу «превалирования содержания над формой». То есть вывод о наличии или отсутствии постоянного представительства российской компании за рубежом основывается на анализе фактических обстоятельств осуществления деятельности, нежели их документального оформления. Так, например, если основной акционер российской торговой компании, который формально не входит в состав органов управления этой компании, но фактически принимает все ключевые решения, будет согласовывать в рамках проводимых за рубежом переговоров ключевые условия сделок от имени этой компании, то у российской компании может возникнуть постоянное представительство за рубежом. При этом постоянное представительство может возникнуть, даже если сам контракт подписывается управляющим органом компании в России.

Модельной Конвенцией ОЭСР установлен общий принцип налогообложения доходов постоянных представительств: *если иностранная (в нашем случае – российская) организация проводит предпринимательскую деятельность через постоянное представительство в другом государстве, то это другое государство может взимать налог со всех доходов/прибыли организации, относящихся к постоянному представительству.*

**Определение части прибыли от коммерческой деятельности, относящейся к зарубежному постоянному представительству.** В международной практике предусмотрен следующий подход к распределению прибыли между головным офисом организации и ее постоянным представительством в другой юрисдикции: «к постоянному представительству относится прибыль, которую оно могло бы получить, если бы оно осуществляло такую же или аналогичную деятельность при таких же или аналогичных условиях, будучи самостоятельным предприятием и полностью независимым от предприятия, постоянным представительством которого оно является»<sup>3</sup>. В теории трансфертного ценообразования данный принцип рыночных отношений известен как принцип «вытянутой руки».

Если в исключительных случаях не представляется возможным определять прибыль постоянного представительства в соответствии с указанным выше подходом или если это связано с чрезмерными трудностями, то, как правило,

существует возможность определять эту прибыль посредством распределения общей суммы прибыли иностранной организации между ее головным офисом и соответствующим постоянным представительством. Выбранный способ распределения прибыли должен, однако, соответствовать по своим результатам приведенному ранее принципу «рыночных отношений между подразделениями одной организации». Прибыль, относящаяся к постоянному представительству, каждый год должна быть исчислена одним и тем же методом, если только не имеется достаточных причин для его изменения.

При исчислении прибыли постоянного представительства внутренним налоговым законодательством или соответствующими налоговыми соглашениями может предусматриваться возможность вычета расходов, понесенных для нужд постоянного представительства (включая управленческие и общеадминистративные расходы), независимо от того, где они понесены. Однако такие вычеты могут быть ограничены.

Помимо филиала или иного фиксированного места деятельности постоянное представительство может создаваться зависимым агентом. Порядок определения прибыли, относимой к такому постоянному представительству, не урегулирован. На практике такой тип организации бизнеса используется крайне редко (такое постоянное представительство может создаваться ненамеренно вследствие неупорядоченной структуры управления).

**Отнесение к постоянному представительству иных доходов, получаемых в юрисдикции его размещения.** Исходя из общего принципа определения налогооблагаемой прибыли постоянного представительства, можно сделать вывод, что право налогообложения не распространяется на ту прибыль/доход, которые иностранная организация может получать в этом государстве иным путем, чем через постоянное представительство.

Сложности с практическим применением этого общего принципа возникают в 2 случаях:

- *ситуация 1:* когда иностранная организация помимо активной деятельности, осуществляемой через постоянное представительство на территории другой страны, получает пассивный доход (дивиденды, проценты, роялти) от источников в той же стране;
- *ситуация 2:* когда иностранная организация осуществляет подготовительную и вспомогательную деятельность через свое постоянное представительство за рубежом, а основную коммерческую деятельность в той же стране –

<sup>3</sup> П. 2 ст. 7 Модельной Конвенции ОЭСР (Model Tax Convention on Income and on Capital).



иным способом (например, продажи через независимых агентов).

В отношении *ситуации 1* (получение в иностранной юрисдикции доходов через постоянное представительство и пассивных доходов) теория и практика обложения рассматриваемых пассивных доходов могут расходиться. Внутреннее налоговое законодательство и/или договоры об избежании двойного налогообложения большинства стран предусматривают, что пассивные доходы, выплачиваемые в пользу иностранной организации с постоянным представительством в стране источника пассивных доходов, облагаются как доходы постоянного представительства, только если прямо относятся к деятельности этого постоянного представительства. Например, такая ситуация возможна, когда постоянное представительство российской компании в Германии выдает заем своим немецким партнерам, по которому будут начисляться проценты. Поскольку заем выдан постоянным представительством, которое несет все риски и выполняет функции по администрированию выданного займа, проценты по нему будут облагаться по общей ставке налога на прибыль в Германии, которую применяют к доходам постоянного представительства. С другой стороны, если пассивный доход не связан с постоянным представительством, то он должен относиться к самой иностранной организации. Соответственно, может применяться пониженная ставка налога на такой доход, предусмотренная договором об избежании двойного налогообложения между страной источника и юрисдикцией иностранной компании. Так, если рассмотренный выше заем выдан головным офисом российской компании и не связан с ее постоянным представительством в Германии, то соответствующие проценты могут освобождаться от налога на прибыль в Германии согласно действующему налоговому соглашению (п. 1 ст. 11)<sup>4</sup>.

Зачастую у компании, получающей доходы от источника в другой юрисдикции, существует обязанность сообщить источнику выплат, выступающему в роли налогового агента, о наличии у нее постоянного представительства в этой юрисдикции. Однако обязанность доказывать или подтверждать отсутствие у нее такого постоянного представительства законодательно не предусмот-

рена. На практике для того, чтобы обезопасить компанию-источник доходов от санкций за удержание налога по пониженной ставке, в соответствующие коммерческие контракты (договор займа, лицензионные и иные договоры) закладывается пункт, согласно которому иностранная компания-получатель доходов подтверждает отсутствие у нее постоянного представительства в стране источника доходов. Такой пункт в англосаксонской системе права называется «*indemnity clause*» или «освобождение от ответственности».

*Ситуация 2* (осуществление вспомогательной/подготовительной деятельности в иностранной юрисдикции через постоянное представительство, а коммерческой – через независимых агентов) менее урегулирована законодательно. На практике для того, чтобы коммерческая деятельность иностранной организации, осуществляемая через независимых агентов, подлежала обложению в стране ее осуществления, должна быть признана ее связь с постоянным представительством.

В отношении приведенных ранее *ситуаций 1 и 2*, по мнению многих российских специалистов в области налогообложения, «если компания организует на территории другого государства постоянное представительство, то в целях более эффективного и упрощенного налогового администрирования на нее должна распространяться налоговая юрисдикция данного другого государства. При этом более предпочтительным было бы взимание налога со всей прибыли, которую эта организация получает на его территории, независимо от того, поступает ли прибыль от использования постоянного представительства или от другой деятельности на данной территории». Данный тезис представляется спорным, поскольку организация может получать доходы на территории другого государства в разных формах, их связь со страной источника дохода может быть различна, соответственно, должен отличаться и порядок их налогообложения. Применяемый в настоящее время подход, когда к налогооблагаемым доходам постоянного представительства относится только доход, который прямо связан с этим представительством, является оптимальным, поскольку он соответствует принципу справедливости в налогообложении.

Несмотря на наличие общепринятых теоретических основ концепции «постоянного представительства», на практике подход налоговых органов к определению и налогообложению постоянного представительства российской компании может существенно варьироваться в зависимости от стра-

<sup>4</sup> Соглашение между Российской Федерацией и Федеративной Республикой Германии об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы и имущество от 29 мая 1996 г.



ны. Далее приведен пример из консультационной практики автора, подтверждающий этот тезис.

Российская группа компаний, занимающаяся производством химической продукции, использовала для реализации химикатов на мировом рынке принадлежащую ей швейцарскую торговую компанию. Эта торговая компания, в свою очередь, создала дочернюю компанию в России для оказания вспомогательных услуг, связанных с реализацией химической продукции. Вспомогательная компания в России выполняла свои функции через филиалы в Китае и Индии.

Услуги компании в России, оказываемые через региональные филиалы, включали:

1. маркетинг и общую поддержку продаж: анализ и мониторинг тенденций рынка химикатов, разработку и внедрение программ развития отношений с клиентами, участие в тематических конференциях и выставках и т. д.;
2. логистику: согласование с транспортными организациями условий перевозки, на которых торговая компания в Швейцарии заключает договоры грузоперевозки;
3. информационную поддержку: взаимодействие с местными уполномоченными органами (государственными, некоммерческими и т. д.), анализ специфики местного рынка и т. д.

Головной офис российской компании координировал и управлял деятельностью региональных филиалов, контролировал выполнение бюджета, а также осуществлял функцию *HR* (т. е. одобрял назначения/снятия с должности руководителей филиалов).

Региональные филиалы отвечали за выполнение следующих функций:

1. согласование (в рамках строго установленных ограничений) условий договоров купли-продажи, заключаемых швейцарской компанией;
2. развитие отношений с клиентами;
3. координация отгрузок товара клиентам.

Российская сервисная компания не заключала контрактов на поставку химической продукции от имени швейцарской торговой компании. За оказание перечисленных ранее услуг российская компания получала вознаграждение от швейцарской торговой компании.

Российская компания рассматривала деятельность своего подразделения в Индии как подготовительную и вспомогательную. Доходы филиала в Китае для налоговых целей определялись на основании затратного метода.

Практический интерес представлял вопрос о признании постоянных представительств рос-

сийской сервисной компании в Китае и Индии, а также подход к их налогообложению в этих странах. Далее приведен краткий анализ законодательства перечисленных стран относительно постоянного представительства и соответствующие выводы.

**Филиал в Китае.** Согласно действующему налоговому законодательству Китая представительства зарубежных компаний (в рассматриваемом случае – филиал российской сервисной компании) будут облагаться налогом на доходы зарубежных предприятий (*foreign enterprise income tax*) и налогом на бизнес согласно следующей классификации:

**Категория 1.** Представительства, занимающиеся оказанием консультационных услуг в области бизнеса, юриспруденции, налогообложения, аудита и т. д., подлежат обложению налогом на доходы зарубежных предприятий и налогом на бизнес на основании фактически полученных доходов/прибыли.

**Категория 2.** Представительства, занимающиеся торговой деятельностью (в качестве принципала или агента), рекламой или туристическим бизнесом, подлежат обложению двумя указанными ранее налогами на основании условных доходов/прибыли, определенных на основании затратного метода. Расходы такого представительства должны быть увеличены на вмененную норму прибыли для определения условного дохода (для обложения налогом на бизнес) и условной прибыли (для обложения налогом на доходы зарубежных предприятий).

**Категория 3.** Представительства, занимающиеся коммерческой деятельностью, за исключением указанной ранее, подлежат обложению налогами, исходя из фактически полученных доходов/прибыли, включая те, что относятся к головному офису за рубежом. База по налогу на бизнес определяется как фактически полученные доходы, а по налогу на доходы зарубежных предприятий – как вмененная прибыль.

**Категория 4.** Представительства зарубежных государственных органов, международных организаций, благотворительных организаций, через которые осуществляется некоммерческая деятельность, освобождаются от на-



логообложения в Китае после получения одобрения соответствующего уполномоченного органа.

По действующему соглашению об избежании двойного налогообложения между РФ и КНР<sup>5</sup>, филиал российской сервисной компании также будет рассматриваться как постоянное представительство в Китае. Учитывая, что соглашение не запрещает использование любого метода отнесения прибыли к постоянному представительству, соответствующего принципу рыночных отношений (или принципу «вытянутой руки»), будет применен подход к налогообложению постоянных представительств, предусмотренный внутренним законодательством Китая.

При регистрации представительства зарубежной компании налоговые органы Китая, как правило, принимают выбор категории, сделанный налогоплательщиком (за исключением освобождаемой от налогообложения *Категории 4*). Так, филиал российской компании в Китае при создании был зарегистрирован как *Категория 2*. Однако из описания деятельности филиала следует, что он должен был попасть в *Категорию 3*, поскольку представительства *Категории 2* предполагают заключение договоров купли-продажи товаров/работ/услуг, что не соответствует рассматриваемому случаю. Следовательно, налоговые органы Китая могут оспорить порядок расчета налоговой базы филиала российской компании. Для представительств *Категории 3* налоги рассчитываются следующим образом:

База по налогу на бизнес, ставка которого составляет 5%, должна определяться как часть доходов головного офиса, относимая к представительству в Китае. Для целей отнесения доходов к китайскому филиалу может быть использовано соотношение расходов филиала и головного офиса.

База по налогу на доходы зарубежных предприятий, облагаемая по ставке 25%<sup>6</sup>, должна определяться как 10% от всей прибыли сервисной компании.

Условный расчет налогов для китайского представительства *Категории 3* за 2008 г. приведен в табл. 1.

<sup>5</sup> Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Китайской Народной Республики об избежании двойного налогообложения и предотвращении уклонения от налогообложения в отношении налогов на доходы от 27 мая 1994 г.

<sup>6</sup> Ставка налога в 2008 г. по данным Taxation trends in the European Union. Eurostat. Statistical books. 2008 Edition. [http://ec.europa.eu/taxation\\_customs/taxation/gen\\_info/economic\\_analysis/tax\\_structures/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/index_en.htm).

Таблица 1

Условный расчет налогов для китайского филиала сервисной компании в России, подпадающего под *Категорию 3*, у. е.

Доходы (относятся полностью к головному офису)	100 000
Расходы, в том числе:	80 000
Головной офис	20 000
Филиал в Китае	35 000
Филиал в Индии	25 000
<b>Расчет налога на бизнес</b>	
Коэффициент отнесения доходов = Расходы филиала в Китае/все расходы	0,4375
Доходы филиала в Китае = доходы × × коэффициент	43 750
Налог на бизнес = 5% × доходы филиала в Китае	2 188
<b>Расчет налога на доходы зарубежных предприятий</b>	
Прибыль сервисной компании	20 000
Прибыль филиала в Китае = 10% × прибыль компании	2 000
Налог на доходы зарубежных предприятий = = 25% × прибыль филиала в Китае	500
<b>Итого налогов в Китае:</b>	<b>2 688</b>

Источник: расчеты автора.

**Филиал в Индии.** Согласно закону о налоге на прибыль в Индии любой доход, получаемый зарубежной компанией через «бизнес связь» (*business connection*) с Индией, подлежит налогообложению в Индии. Понятие «бизнес связь» не определено в самом законодательстве. На практике этот термин трактуется судебными органами Индии достаточно широко. Следует отметить, что концепция «бизнес связи» схожа с концепцией постоянного представительства, предусмотренной Модельной Конвенцией ОЭСР. Однако подход индийского законодательства является более широким, чем классическое понятие постоянного представительства.

На основании судебных прецедентов, зарубежная компания может быть признана имеющей «бизнес связь» в Индии в следующих случаях:

- существует тесная связь между коммерческой деятельностью зарубежной компании, осуществляемой вне Индии, и ее деятельностью в Индии;
- эта связь прямо или косвенно способствует получению доходов от деятельности зарубежной компании;
- связь длится продолжительный период времени. Отсутствие постоянной взаимосвязи в деятельности, осуществляемой зарубежной компанией вне Индии и в Индии, обычно не рассматривается как «бизнес связь».



При наличии «бизнес связи» доход, относящийся к деятельности, осуществляемой в Индии, подлежит налогообложению в Индии. С точки зрения концепции «бизнес связи», российская компания, скорее всего, будет признана имеющей такую связь, а значит и налогооблагаемое присутствие в Индии, поскольку индийский филиал оказывает услуги, денежное вознаграждение за которые получает головной офис в России. Кроме того, российская компания будет признана создающей постоянное представительство в Индии (через филиал) и на основании действующего соглашения об избежании двойного налогообложения между Россией и Индией<sup>7</sup>.

Эффективная ставка налога на прибыль для иностранных организаций, которая применяется к прибыли их постоянных представительств на территории Индии, составляет 41,2%<sup>8</sup>.

Отнесение дохода сервисной компании к ее филиалу в Индии регулируется правилами трансфертного ценообразования (принцип «рыночных отношений» между филиалом и головным офисом). В частности, в таком случае может быть применен затратный метод, предполагающий определение доходов как расходы, увеличенные на рыночную норму прибыли сопоставимых предприятий. В рамках затратного метода рыночный уровень прибыли должен определяться на основании специального исследования.

Далее приведен условный расчет налога на прибыль для индийского филиала (табл. 2), исходя из предположения, что применяется затратный метод, и рыночная норма прибыли для осуществляемой филиалом деятельности составляет 20%.

Рассмотренный пример позволяет подтвердить вывод о том, что практика отнесения прибыли к постоянному представительству существенно отличается в разных странах, несмотря на наличие общепризнанной концепции постоянного представительства. Для российских организаций с зарубежными филиалами это означает возможность того, что к зарубежному филиалу может быть искусственно отнесена часть прибыли, фактически относящаяся к головному офису или к постоянным представительством в других странах. Устранить эту проблему двойного налогообложения потен-

<sup>7</sup> Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Республики Индии об избежании двойного налогообложения в отношении налогов на доходы от 25 марта 1997 г.

<sup>8</sup> Ставка с учетом дополнительного налога в Индии, действующая в 2008 г., по данным <http://law.incometaxindia.gov.in/TaxmannDit/IntTax/fcccont.aspx>.

Таблица 2

Условный расчет налогов для филиала российской сервисной компании, расположенного в Индии, у. е.

Доходы (относятся полностью к головному офису)	100 000
Расходы, в том числе:	80 000
Головной офис	20 000
Филиал в Китае	35 000
Филиал в Индии	25 000
<b>Расчет налога на прибыль</b>	
Прибыль филиала в Индии = расходы филиала × норма прибыли, равная 20%	5 000
Налог на прибыль = 41,2% × прибыль филиала в Индии	2 060
Итого налогов в Индии:	2 060

Источник: расчет автора.

циально возможно путем согласования с налоговыми органами задействованных стран той части прибыли, которая относится к соответствующим региональным подразделениям.

**Налогообложение зарубежного постоянного представительства российской организации в России.** Объектом обложения налогом на прибыль российских организаций являются все доходы, полученные как в России, так и за рубежом (ст. 311 Налогового кодекса РФ), уменьшенные на соответствующие расходы. При этом доходы российской компании, полученные в других юрисдикциях, учитываются в полном объеме с учетом расходов, произведенных как на территории РФ, так и за ее пределами.

Расходы, произведенные российской организацией в связи с получением доходов от источников за рубежом, учитываются в порядке и размерах, установленных российским налоговым законодательством (например, применяются ограничения для командировочных и представительских расходов), причем вне зависимости от применяемых в иностранном государстве, где были получены доходы, правил определения расходов, принимаемых в уменьшение налоговой базы.

Суммы налога, фактически уплаченные российской организацией в соответствии с законодательством иностранных государств, засчитываются при уплате ею налога на прибыль в России. Для принятия к зачету для целей налогообложения в России налог или сбор иностранного государства должен соответствовать понятию «налог на прибыль организаций» в его российской трактовке.

Возникает вопрос относительно того, вся ли сумма налога, уплаченного за рубежом, подлежит зачету в России. Согласно действующему положению в российском налоговом законодательстве



(п. 3 ст. 311 Налогового кодекса РФ) «размер засчитываемых сумм налогов, удержанных за рубежом, не может превышать сумму налога, подлежащего уплате в России».

Таким образом, Налоговый кодекс РФ формально ограничивает размер зачета только общей суммой российского налога на прибыль организации со всех доходов, а не суммой налога на прибыль, которая была бы уплачена с соответствующего зарубежного дохода. Фактически это может означать, что зарубежный налог, уплаченный иностранным филиалом российской компании, может уменьшить всю сумму российского налога этой организации, исчисленную не только с прибыли этого зарубежного филиала, но и с других доходов. Возможность такой расширительной трактовки основывается на п. 7 ст. 3 Налогового кодекса РФ о том, что «все неустраняемые сомнения, противоречия и неясности актов законодательства о налогах и сборах толкуются в пользу налогоплательщика (плательщика сборов)». Такая интерпретация законодательства благоприятна для налогоплательщика – российской организации, так как позволяет максимально «использовать» сумму зарубежного налога для уменьшения налоговых обязательств в России. Однако такой подход ущемляет налоговые интересы России, поскольку позволяет за счет зачета зарубежного налога уменьшать российский налог на прибыль, исчисленный с доходов, полученных на территории России.

Несмотря на отсутствие в Налоговом кодексе РФ ограничения размера налогового кредита по странам и видам дохода (за исключением дивидендов), большинство российских ученых и практиков рекомендует трактовать текущую формулировку российского налогового законодательства таким образом, что размер зачета должен ограничиваться суммой налога на прибыль в России, которая была бы уплачена с соответствующего зарубежного дохода. Так, для определения предельной суммы зачета «к исчисленным в соответствии с российским налоговым законодательством доходам, полученным за пределами РФ, с учетом произведенных расходов, применяется ставка налога на прибыль по российскому налоговому законодательству. Полученная предельная сумма зачета сравнивается с суммой налога, фактически уплаченного за границей» [1]. В частности, Л. В. Полежарова [2] высказывается о необходимости «рассчитывать предельную сумму зачета отдельно как по каждому виду дохода от зарубежных источников, так и по каждому государству, где получен доход, согласно

гл. 25 Налогового кодекса РФ. Предельные суммы зачета складываются для расчета общей предельной суммы зачета налога».

Ограничение суммы налога, подлежащей зачету, по странам и видам дохода предусмотрено также всеми соглашениями об устранении двойного налогообложения, заключенными Россией. Статья «Устранение двойного налогообложения» в этих соглашениях устанавливает, что «если резидент России получает доход или владеет капиталом в иностранном государстве, то сумма налога на этот доход или капитал, уплаченная в иностранном государстве, может быть вычтена из налога, взимаемого с этого резидента в России. Такой вычет, однако, не будет превышать российского налога, исчисленного с такого дохода или капитала в России в соответствии с ее налоговыми законами и правилами». Таким образом, международными соглашениями, в которых участвует Россия, прямо установлено ограничение зачета зарубежного налога: такой зачет возможен только против российского налога на прибыль, начисленного на тот же доход. Целью такого ограничения является предотвращение зачета зарубежных налогов против российского налога на прибыль с доходов из российских источников. В мировой практике такая разновидность налогового зачета получила название «обыкновенный налоговый кредит», поскольку она применяется большинством стран.

Поскольку международные договоры России в области налогообложения всегда преобладают над внутренним налоговым законодательством (п. 4 ст. 15 Конституции РФ и ст. 7 Налогового кодекса РФ), при наличии такого договора должен применяться метод ограниченного налогового кредита, при отсутствии – формально может использоваться метод полного кредита. Для устранения этой разницы в расчете предельной суммы налогового зачета и приведения российского налогового законодательства в соответствие с мировой практикой автором предлагается дополнить формулировку п. 3 ст. 311 Налогового кодекса РФ следующим образом: «Суммы налога, выплаченные в соответствии с законодательством иностранных государств российской организацией, засчитываются при уплате этой организацией налога в Российской Федерации. При этом размер засчитываемых сумм налогов, выплаченных за пределами Российской Федерации, не может превышать суммы налога, подлежащего уплате этой организацией в Российской Федерации с дохода, полученного от соответствующего источника за пределами Российской Федерации».



Необходимо отметить, что расчет предельной суммы зачета в декларации по налогу на прибыль<sup>9</sup> в настоящее время не предусмотрен. Такой расчет российская организация осуществляет самостоятельно в произвольной форме на основании данных налогового учета, подтвержденных первичными документами, и показателей специальной налоговой декларации о доходах, полученных за пределами РФ. Учитывая неоднозначность трактовки положений действующего налогового законодательства относительно ограничений при применении налогового зачета, помимо предложенного выше уточнения п. 3 ст. 311 Налогового кодекса РФ автором предлагается дополнить декларацию по налогу на прибыль строками с расчетом предельной суммы налогового зачета. Расчет предлагается осуществлять по следующей формуле:

$$ПЗ = (Д - Р) \times Ст,$$

где ПЗ – предельная сумма зачета зарубежного налога;

Д – сумма доходов, полученных за пределами РФ и учитываемых при налогообложении прибыли в РФ;

Р – сумма расходов, связанных с получением доходов за пределами РФ и учтенных при налогообложении прибыли в РФ;

Ст – ставка налога на прибыль, применяемая в РФ к соответствующему виду доходов.

Фактической величиной налогового зачета является наименьшая из рассчитанной предельной величины налогового кредита и суммы налога, уплаченного за рубежом.

После уточнения российского налогового законодательства предложенным ранее образом для устранения двойного налогообложения прибыли российских компаний, полученной через постоянное представительство за рубежом, будет применяться метод налогового зачета с ограничением по видам доходов из-за рубежа. Этот метод достаточно широко распространен в мировой практике, так же как и метод «освобождения» прибыли зарубежных постоянных представительств. Представляется целесообразным кратко сравнить налоговый эффект этих двух методов.

Если у российской организации постоянное представительство находится в стране, где ставка налога на прибыль выше российской (т.е. 20%), то оба метода будут нейтральны с налоговой точки зрения. Для оценки общей налоговой нагрузки

на доход компании часто используется понятие «эффективная налоговая ставка», которая рассчитывается как отношение всех уплаченных компанией налогов с определенного дохода к величине этого дохода. При применении методов зачета и освобождения доход, полученный зарубежным постоянным представительством в стране со ставкой налога на прибыль выше 20%, будет облагаться по эффективной ставке, равной ставке налога за рубежом.

*Пример*<sup>10</sup>. Российская сервисная компания осуществляет часть своей деятельности через филиал в Индии. Российская компания получает налогооблагаемую прибыль в размере 20 000 у.е., часть которой в размере 5 000 у.е. относится к ее филиалу в Индии. Филиал уплатил в Индии налог на прибыль в сумме 2 060 у.е. (ставка налога на прибыль в Индии составляет 41,2%).

Проведем расчет налогообложения в России дохода, полученного филиалом в Индии.

**Метод налогового зачета:**

Начисленный в России налог на доход филиала (5 000 у.е. × 20%) – 1 000 у.е.

Предельный налоговый зачет (5000 у.е. × 20%) – 1 000 у.е.

Фактически уплаченный налог в Индии – 2 060 у.е.

Налоговый зачет (наименьшая величина из 2 предшествующих строк) – 1 000 у.е.

Налог к уплате в России (начисленный налог – налоговый зачет) – 0 у.е.

Эффективная ставка = (налог в Индии + налог к уплате в России) / доход филиала – 41,2%.

**Метод освобождения:**

Начисленный в России налог на доход филиала – 0 у.е.

Фактически уплаченный налог в Индии – 2 060 у.е.

Эффективная ставка = (налог в Индии + налог к уплате в России) / доход филиала – 41,2%.

Если у российской организации постоянное представительство находится в стране, где ставка налога на прибыль ниже российской, то метод налогового зачета, в отличие от метода освобождения, приведет к дополнительному налогообложению дохода постоянного представительства в России. В этом случае эффективная ставка налогообложения дохода филиала будет равна 20% (при методе налогового кредита) или ставке в стране расположения филиала (при методе освобождения).

<sup>9</sup> Приказ Министерства финансов РФ «Об утверждении формы налоговой декларации по налогу на прибыль организаций и порядка ее заполнения» от 5 мая 2008 г. № 54н.

<sup>10</sup> Расчеты автора.



*Пример*<sup>11</sup>. Основан на данных предыдущего примера и предположении, что они относятся к филиалу российской сервисной компании на Кипре (ставка налога на прибыль на Кипре составляет 10%).

**Метод налогового зачета:**

Начисленный в России налог на доход филиала (5 000 у. е. × 20%) – 1 000 у. е.

Предельный налоговый зачет (5 000 у. е. × 20%) – 1 000 у. е.

Фактически уплаченный налог на Кипре – 500 у. е.

Налоговый зачет (наименьшая величина из 2 предшествующих строк) – 500 у. е.

Налог к уплате в России (начисленный налог – налоговый зачет) – 500 у. е.

Эффективная ставка = (налог на Кипре + налог к уплате в России) / доход филиала – 20%.

**Метод освобождения:**

Начисленный в России налог на доход филиала – 0 у. е.

Фактически уплаченный налог на Кипре – 500 у. е.

Эффективная ставка = (налог на Кипре + налог к уплате в России) / доход филиала – 10%.

На основе приведенного выше сравнения можно сделать вывод о том, что метод налогового зачета снижает мотивацию для создания постоянных представительств российских организаций в странах, в которых ставка налога на прибыль ниже российской. Это, с одной стороны, вынуждает налогоплательщиков использовать другие формы организации коммерческой деятельности в этих странах (например, через дочерние компании), с другой – препятствует переводу части бизнеса российских организаций в эти юрисдикции исключительно в целях снижения налогового бремени. С точки зрения интересов России представляется необходимым оценить целесообразность перехода к методу налоговых освобождений путем сравнения положительного влияния доходов от зарубежных инвестиций в экономику России и налоговых потерь при переходе к этому методу.

Анализ теоретических и практических аспектов налогообложения прибыли российских организаций с постоянными представительствами за рубежом позволяет сделать выводы:

1. Несмотря на наличие общепринятой концепции постоянного представительства, разработанной ОЭСР, практика применения критериев для признания постоянного пред-

ставительства и отнесения прибыли к нему существенно отличается в разных странах. Для российских организаций с зарубежными постоянными представительствами это означает необходимость уделить особое внимание вопросам распределения прибыли компании между ее подразделениями в разных странах и, по возможности, согласовать их с налоговыми органами соответствующих юрисдикций.

2. Для устранения двойного налогообложения прибыли и доходов зарубежных постоянных представительств, созданных российскими организациями, налоговое законодательство России предусматривает метод налогового зачета. При этом Налоговый кодекс РФ формально ограничивает размер такого зачета только общей суммой российского налога на прибыль организации со всех доходов, а не суммой налога на прибыль, которая была бы уплачена с соответствующего зарубежного дохода. Таким образом, зарубежный налог может быть зачтен против российского налога на прибыль с доходов от российских источников. Поскольку такой подход к применению налогового кредита противоречит мировой практике и ущемляет налоговые интересы России, автором предлагается дополнить положения налогового законодательства РФ таким образом, чтобы размер зачета был ограничен суммой налога на прибыль в России, рассчитанного с такого зарубежного дохода. В долгосрочной перспективе предлагается рассмотреть возможность и целесообразность с точки зрения экономических интересов России перехода к методу освобождений для доходов зарубежных постоянных представительств.

#### Список литературы

1. *Зернова И.* Исчисление налога на прибыль головным учреждением, имеющим обособленное подразделение за пределами РФ // Бюджетные учреждения образования: бухгалтерский учет и налогообложение. 2007. № 9.
2. *Палежарова Л. В.* Налогообложение зарубежных доходов российской фирмы // Российский налоговый курьер. 2006. № 16.

<sup>11</sup> Расчеты автора.