

# ФИНАНСОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

УЧРЕДИТЕЛЬ И ИЗДАТЕЛЬ: РОСТОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ «РИНХ»

---

<b>ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК</b>	3	<b>Евлахова Ю.С.</b> <i>Регулирование финансового рынка США</i>
	9	<b>Кривошеев В.В.</b> <i>Анализ развития системы регулирования деятельности хеджевых фондов в США</i>
	16	<b>Матвеев В.П.</b> <i>Хеджевые фонды на российском финансовом рынке</i>
<b>ФИНАНСИРОВАНИЕ НАЦИОНАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ</b>	26	<b>Есина Е.И.</b> <i>Эффективность программно-целевого метода финансирования при обеспечении экологической безопасности</i>
<b>ФИНАНСОВЫЙ КОНТРОЛЬ</b>	31	<b>Шевченко А.А., Аюбов И.А.</b> <i>Актуальные проблемы государственного финансового контроля</i>
<b>ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЙ</b>	42	<b>Чараева М.В.</b> <i>Организация системы бизнес-планирования на предприятии как основа для выработки и принятия рациональных управленческих решений</i>
	48	<b>Вороной С.П.</b> <i>Предельная эффективность бизнеса и параметры, ее определяющие</i>
	51	<b>Куницына Н.Н., Плешкова Т.Г.</b> <i>Методы оптимизации структуры капитала организации с учетом факторов внешней среды</i>
	59	<b>Мазий В.В.</b> <i>Состояние и финансирование развития малого предпринимательства в России и Ростовской области</i>



© **Евлахова Ю.С.,**

ассистент кафедры «Международные  
финансово-кредитные отношения»  
РГЭУ «РИНХ», к.э.н.

## **РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА В США**

Наблюдаемый во многих странах мира активный процесс трансформации систем регулирования финансового рынка обусловлен необходимостью адаптироваться к новым тенденциям в развитии мировой экономики в целом и финансовых рынков, в частности. Общей для разных стран причиной современных реформ систем регулирования выступает финансовая глобализация и ее последствия.

Воздействие финансовой глобализации на систему регулирования финансового рынка проявляется в трех аспектах. Во-первых, финансовые и технологические инновации приводят к необходимости совершенствовать структуру органов регулирования. Во-вторых, дерегулирование, либерализация и другие изменения в экономической политике обуславливают появление новых финансовых продуктов, которые сложно однозначно отнести к традиционным категориям банковского дела, страхования, рынка ценных бумаг. Распространение получила секьюритизация как процесс расширения использования ценных бумаг в качестве инструмента, опосредствующего движения ссудного капитала — в

широком смысле; в узком смысле — как использование денежных поступлений, предусмотренных условиями контракта (соглашения) в качестве обеспечения при выпуске долговых обязательств.<sup>1</sup>

В-третьих, стирание различий между страховыми, банковскими продуктами, ценными бумагами привело к появлению и распространению финансовых конгломератов как группы компаний, находящихся под общим контролем и осуществляющих финансовую деятельность по крайней мере в двух различных сегментах финансового рынка [1], что поставило под вопрос традиционное разделение сфер контроля между различными регуляторами и, как следствие, усложнило регулирование.

Очевидно, что объективным направлением развития системы регулирования является интеграция регулирования — от менее интегрированных (фрагментированных) систем к более интегрированным, логическим завершением которой выступает мегарегулятор.

Несмотря на значительное увеличение числа стран, осуществивших интеграцию органов регулирования, ее необходимость вызывает множество споров и дискуссий. В этих условиях повышенный интерес представляет изучение американской практики в этой области, поскольку система регулирования финансового рынка в США — одна из немногих, в которой организационная структура не подвергалась значительным изменениям.

Целью статьи является изучение системы регулирования финансового рынка США, ее особенностей и проблемных областей в качестве примера, иллюстрирующего вариант развития системы регулирования национального финансового рынка, альтернативный интеграции.

В США к числу основных регуляторов финансового рынка относятся Комиссия по ценным бумагам и биржам (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC), Федеральная резервная система (Federal

<sup>1</sup> <http://lingvo.yandex.ru>

Reserve Board) и Национальная ассоциация государственных страховых комиссаров (National Association of State Insurance Commissioners).

Главной целью деятельности Комиссии по ценным бумагам и биржам является защита инвесторов и обеспечение целостности рынка ценных бумаг в США. В сферу воздействия SEC попадают такие ключевые участники рынка ценных бумаг, как фондовые биржи, брокеры / дилеры, инвестиционные консультанты, взаимные фонды и холдинговые компании в сфере коммунального хозяйства. В своей деятельности SEC руководствуется тремя основными законами: Законом о ценных бумагах (1933), Законом о фондовых биржах (1934) и Законом об инвестиционных компаниях (1940) [2].

Федеральная резервная система США основана в 1913 г. с целью обеспечения безопасной, гибкой и стабильной денежной и финансовой системы. В настоящее время выделяют четыре основные области ее ответственности:

- проведение национальной денежной политики путем влияния на денежные и кредитные условия в экономике для обеспечения максимальной занятости, стабильности цен и умеренных долгосрочных процентных ставок;

- надзор и регулирование деятельности банков для обеспечения устойчивости национальной финансовой и банковской системы, а также для защиты прав заемщиков;

- поддержание стабильности финансовой системы и ограничение системного риска на финансовых рынках;

- предоставление финансовых услуг депозитным учреждениям, правительству США, иностранным финансовым институтам, включая выполнение главной роли в функционировании национальной платежной системы [3].

Что касается рынка страховых услуг, то в соответствии с Актом Маккарэна-Фергюсона от 1945 г. регулирование страхования в США относится к компетенции штатов, а не федеральных орга-

нов, хотя страхование подчинено федеральному антимонопольному законодательству. Это означает, что на федеральном уровне не существует специального законодательства в области страхового бизнеса. Федеральные власти вовлечены в регулирование некоторых аспектов страхования, связанных с ядерным страхованием, а также в управление национальными программами страхования от наводнения, страхования против преступлений и страхования сельского хозяйства.

Координирующим органом на федеральном уровне является Национальная Ассоциация государственных страховых комиссаров (NAIC), которая объединяет регуляторов отдельных штатов. Ассоциация не относится к органам федеральной власти, но ее деятельность направлена на гармонизацию законов государственного страхования [4].

Отметим, что система регулирования финансового рынка в США усложняется наличием регуляторов не только на федеральном уровне, но и на уровне штатов (табл.1).

Другой особенностью системы регулирования в США является неизменность ее организационной структуры со времени создания в первой половине XX века. Это объясняется тем, что совершенствование американской системы регулирования финансового рынка идет преимущественно в направлении оптимизации законодательной базы и ее адаптации к изменяющимся условиям функционирования финансового рынка. Одним из последних значимых изменений американского законодательства, отразившимся не только на финансовом рынке США, но и на финансовых рынках других стран, является Закон о реформировании компаний 2002 г. (Sarbanes-Oxley Act). Данный закон, в частности, содержит более жесткие требования к раскрытию информации публичными компаниями, размещающими в США ценные бумаги [5, с. 34–35].

Существование фрагментированной системы регулирования финансового рынка в США объясняется разграничени-

ем коммерческого и инвестиционного банковского бизнеса в 1933–2000 гг. Принятый в 1933 г. Закон о банках (Glass-Steagall Act) запретил коммерческим банкам осуществлять инвестиции в ценные бумаги корпораций, участвовать в их андеррайтинге, проводить любые брокерско-дилерские операции с такими бумагами, и в то же время брокерско-дилерским фирмам было запрещено принимать депозиты и вести текущие счета клиентов. Основные положения этого закона были отменены только в 2000 г. Законом о модернизации финансовых услуг (The Gramm-Leach-Bliley Act) [6]. Кроме

того, данный закон установил систему функционального регулирования и в отношении финансовых холдингов.

Каждая составная часть финансового холдинга находится под надзором своего основного органа регулирования (на уровне штата или федерации), а общим органом регулирования выступает Федеральная резервная система, на которую возложена функция «umbrella supervisor» — всеохватывающий орган регулирования, т.е. именно ФРС несет ответственность за стабильность финансовых рынков в целом, а не только банковской системы.

**Таблица 1.** Организационная структура регулирования финансового рынка США

Уровень регулирования	Сектора регулирования		
Федеральный уровень	Рынок ценных бумаг	Кредитная система	Страхование
	1.1. Комиссия по ценным бумагам и биржам (United States Securities and Exchange Commission)	2.1. Правление Федеральной Резервной Системы (Board of Governors of the Federal Reserve System)	3.1. Национальная ассоциация государственных страховых комиссаров (National Association of State Insurance Commissioners)
	1.2. Комиссия по торговле фьючерсами (по срочной биржевой торговле) (Commodity Futures Trading Commission)	2.2. Контролер денежного обращения (Comptroller of the Currency)	Не имеет центрального офиса, три центра ответственности.
		2.3. Федеральная корпорация по страхованию депозитов (Federal Deposit Insurance Corp.)	Офис в Канзасе является исполнительным органом; офис в Нью-Йорке занимается оценкой инвестиционного портфеля страховых компаний; офис в Вашингтоне осуществляет международное и национальное сотрудничество
		2.4. Орган по надзору за сберегательными учреждениями (Office of thrift supervision)	
		2.5. Национальная администрация кредитных союзов (National Credit Union Administration)	
		2.6. Федеральный экспертный совет по финансовым институтам (Federal Financial Institutions Examination Council)	
Уровень штатов	1.2.1. Региональные подразделения по клирингу и надзору за участниками рынка, а также по надзору за рынком и осуществлению правоприменительных функций расположены в Восточном регионе США (центр — Нью-Йорк), в Центральном регионе (центр Чикаго), в Канзасе и Миннеаполисе (здесь отсутствует подразделение, отвечающее за осуществление правоприменительных функций)	2.1.1. Федеральные резервные банки в штатах (12) 2.1.2. Филиалы Федеральной резервной системы (Federal Reserve Branches) (25) 2.3.1. Региональные (полевые) офисы в 8 крупнейших городах (Атланта, Бостон, Чикаго, Даллас, Канзас, Мемфис, Нью-Йорк, Сан-Франциско) 2.5.1. 5 региональных офисов, каждый из которых охватывает несколько штатов, а также Центр управления активами и оказания технической поддержки	3.1.1. В каждом штате функционируют департаменты (офисы) страхового надзора

Источник: составлено по данным официальных сайтов органов исполнительной власти США.

Что касается концептуальной основы регулирования финансового рынка США, то органы регулирования, в частности Федеральная резервная система, придерживаются мнения о том, что регулировать все финансовые институты невозможно — это невыполнимо ввиду сложности финансовой системы США и международной мобильности американских финансовых институтов и нежелательно из-за возможных ограничений для развития и распространения инноваций. Для определения круга финансовых институтов, нуждающихся в регулировании и надзоре, применяются два критерия:

1) угроза «морального риска», что относится в первую очередь ко всем коммерческим банкам, сберегательным учреждениям и кредитным союзам, поскольку система страхования вкладов избавляет вкладчиков от необходимости отслеживать риски, принимаемые финансовыми институтами, и эта задача возлагается на государство;

2) системная значимость, что относится к очень крупным коммерческим и инвестиционным банкам, которые могут не рассматривать свои риски в качестве рисков, приводящих к нестабильности всей финансовой системы, и поэтому нуждаются в регулировании со стороны государства.

Таким образом, с точки зрения регуляторов структура финансового сектора США включает группу финансовых институтов, которые особенно тщательно регулируются, — так называемое «ядро» и группу финансовых институтов, регулирование которых возлагается на рыночные силы — так называемая «периферия» [7].

К финансовым институтам, входящим в «ядро», относят: коммерческие банки, сберегательные учреждения и кредитные союзы, которые входят в федеральную систему страхования вкладов, агентства Fannie Mae и Freddie Mac, крупнейшие брокеры и дилеры, организованные в «Большую пятерку» инвестиционных банковских групп<sup>1</sup>. В настоящее

время активы всех финансовых институтов, входящих в «ядро», составляют менее 1/3 активов всего финансового сектора.

К финансовым институтам, относящимся к «периферии», принадлежат все остальные финансовые институты: все страховые компании, финансовые компании, ипотечные компании, корпорации экспортного финансирования, фонды частного капитала — от пенсионных фондов и взаимных фондов до ипотечных инвестиционных трастов, фондов ценных бумаг, обеспеченных активами, и хедж-фондов. Структура финансового сектора США, сложившаяся в 2006 г., представлена в табл.2.

«Ядро» и «периферия» финансового сектора США сосуществуют и дополняют друг друга за счет существования финансовых институтов, которые поддерживают оба структурных компонента. К ним относят, например, крупные банковские холдинги, начиная от тех, которые концентрируются на приеме депозитов и создании финансовых активов, и заканчивая теми, которые занимаются секьюритизацией, управлением фондами, сделками с деривативами, предоставлением брокерских услуг. Аналогично, пять крупнейших инвестиционных банковских холдингов помимо секьюритизации и предоставления брокерских услуг занимаются синдицированным кредитованием и финансированием как банковских, так и небанковских финансовых учреждений [7].

С одной стороны, такая модель регулирования облегчает передачу кредитного риска от финансовых институтов, входящих в «ядро» и имеющих системную значимость, к финансовым институтам, относящимся к «периферии», которая, по существу, должна поддерживать устойчивость финансового сектора.

Companies Inc.; The Goldman Sachs Group, Inc.; Merrill Lynch & Co., Inc.; Morgan Stanley; Lehman Brothers Holdings Inc.

<sup>1</sup> В «Большую пятерку» входят: The Bear Stearns



Таблица 2. Структура финансового сектора США в 2006 г.

Вид финансового института	% в общей сумме активов финансового сектора
<b>Финансовые институты, составляющие «ядро»</b>	
Институты, входящие в федеральную систему страхования вкладов	20%
Fannie Mae и Freddie Mac	6%
Большая 5-ка	6%
<b>Всего</b>	<b>32%</b>
<b>Финансовые институты, относящиеся к «периферии»</b>	
Другие брокерско-дилерские компании, страховые компании и пенсионные фонды	28%
Взаимные фонды	16%
Фонды ценных бумаг, обеспеченных активами	16%
Другие	8%
<b>Всего</b>	<b>68%</b>
<b>Итого</b>	<b>100%</b>

Примечание: совокупные активы финансового сектора США в 2006 г. составляли \$57 трлн, что составляло 430% ВВП США и 118% мирового ВВП.

Источник: составлено по: Ashok Vir Bhatia. New Landscape, New Challenges: Structural Change and regulation in the U.S. Financial sector. IMF Working Paper. August 2007 // www.imf.org.

С другой стороны, разделение финансовых институтов на создающих риск и принимающих риск может усилить информационную асимметрию, поскольку приводит к возникновению проблемы «принципал-агент», в соответствии с которой финансовые институты, создающие риск, заинтересованы учесть в структуре капитала уровень риска больший, чем тот, который ожидают инвесторы. С точки зрения стабильности финансового сектора, более важно, что модель изменяет, но не элиминирует риски финансовых институтов, входящих в «ядро» финансового сектора США.

Быстрое развитие финансового сектора США ставит новые задачи перед системой его регулирования. Главной тенденцией развития является секьюритизация, которая обусловила рост «периферии» американского финансового сектора, в том числе как держателя и создателя финансовых активов: вначале благодаря взаимным фондам и хедж-фондам, а затем с помощью ипотечных брокеров и фондов частного финансирования, и, соответственно, сокращение активов финансовых институтов, входящих в «ядро» финансового сектора США, в 2 раза за 1980 — 2006 гг. [7]. С одной стороны, это приводит к ограничению возможностей органов регулирования влиять на финансовый сектор, а с другой — обуславливает необходимость усиления такого влияния.

Несмотря на эти и другие проблемы органы регулирования финансового рынка США считают, что принципиально сложившаяся модель регулирования соответствует состоянию и тенденциям развития финансового сектора. Федеральная резервная система полагает, что, хотя и происходит относительное сокращение активов финансовых институтов, относящихся к «ядру», она все же имеет значительные рычаги влияния на финансовый сектор, поскольку крупнейшие и самые важные коммерческие и инвестиционные банки находятся под жестким контролем. В то же время распространение жесткого контроля (полностью или частично) на финансовые институты, относящиеся к «периферии» американского финансового сектора, по мнению регуляторов, нецелесообразно, так как может привести к возникновению «морального риска».

Примером такого подхода (государственное регулирование «ядра» финансового сектора и рыночное регулирование его «периферии») является регулирование хедж-фондов в США. Федеральная резервная система признала важность отрасли хедж-фондов как ключевого поставщика ликвидности и инновационных торговых стратегий на несколько рыночных сегментов. Тем не менее, регулятор придерживается позиции о том, что регулирование размера и леввериджа частных

фондов должно осуществляться косвенными методами: через крупные коммерческие и инвестиционные банки, которые выступают главными контрагентами хедж-фондов. Соответственно, усилия регуляторов должны быть сосредоточены на мерах, призванных гарантировать, что институты, входящие в «ядро», проводят соответствующее стресс-тестирование своих контактов с хедж-фондами и применяют консервативные меры по взаимной компенсации требований и обязательств [7].

Сложность финансового сектора США, выражающаяся в разнообразии видов финансовых институтов и используемых ими инструментов, и соответствующая ей своеобразная модель регулирования привели к развитию процессов гармонизации регулирования (regulatory harmonization). Так, предлагаемые правила и нормы регулирования, установленные одним органом, открыты для обсуждения и критики со стороны других органов; органы регулирования американского финансового рынка тесно работают над общерыночными проблемами (например, соглашение органов регулирования о резервах на потери по ссудам); создана и функционирует Рабочая группа по финансовому рынку при Президенте; проводятся совместные исследования [8].

Изучение системы регулирования финансового рынка США позволяет сделать вывод о том, что гармонизация регулирования, альтернативная интеграции, является оправданной, так как учитывает особенности финансового сектора США. Однако, как и интеграция регулирования, гармонизация не решает всех проблем,

стоящих перед регуляторами, что обусловлено динамичным развитием финансового рынка.

#### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Jose Luna Martinez, and Rose Thomas A. International Survey of Integrated Financial Sector Supervision // World Bank Policy Research Working Paper 3096, Washington, 2003 // [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
2. [www.sec.gov/about/whatwedo.shtml](http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml)
3. [www.federalreserve.gov/generalinfo/mission/default.htm](http://www.federalreserve.gov/generalinfo/mission/default.htm)
4. Сборник статей по современному экономическому состоянию России. Бюро экономического анализа // <http://lib.web-malina.com/getbook.php?bid=4962&page=1>
5. Соловьев Д. Новое в законодательстве США Закон о реформировании компаний // Рынок ценных бумаг. — 2003. — №1.
6. Рубцов Б.Б. Тенденции развития мировых фондовых рынков // Мировой фондовый рынок и интересы России: Монография / Отв.ред. Смыслов Д.В. — М.: ИМЭМО РАН, 2003.
7. Ashok Vir Bhatia. New Landscape, New Challenges: Structural Change and regulation in the U.S. Financial sector. IMF Working Paper. August 2007 // [www.imf.org](http://www.imf.org)
8. The Future of Financial Regulation: Structural Reform or Status Quo? Submitted by: Camden R. Fine. Midwest Bankers Bancorporation. Jefferson City, Missouri, 2003 // [www.fdic.gov](http://www.fdic.gov)



© **Кривошеев В.В.**,  
соискатель каф. «Антикризисного  
и корпоративного управления»  
РГЭУ «РИНХ»

### **АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ В США**

Размер индустрии хеджевых фондов, по данным на середину 2007 г., составляет более 1 трлн долл. В мире насчитывается около 9 000 хеджевых фондов. Поскольку отрасль развивается, растет и ее влияние. Хеджевые фонды обладают многофакторным действием в макроэкономическом смысле, в частности, повышают ликвидность финансовых рынков и действуют как «амортизаторы», способные стабилизировать финансовые рынки во время кризисов. Хеджевые фонды способствуют открытости рынков, используя арбитраж, что делает финансовые рынки более эффективными, и обеспечивают фирмы и инвесторов возможностями управления риском.

Во все времена деятельности хеджевых фондов, однако, существовало опасение, что хеджевые фонды способны спровоцировать кризисы финансовых рынков. Опасение приобрело более чем реальные очертания после обрушения Long-Term Capital Management (LTCM) в 1998 и его спасения, которое организовал Федеральный резервный банк Нью-Йорка, чтобы остановить цепную реак-

цию, угрожающую глобальным рынкам в случае дефолта LTCM [1].

Недавняя потеря хеджевым фондом Amaranth Advisors миллиарда долларов, связанная с торговлей природным газом, возобновила беспокойство относительно того, что фонд легко и быстро может обанкротиться и этим привести мировую экономику к далеко идущим негативным последствиям. В последнее время Федеральной Комиссией по ценным бумагам и биржам США (в дальнейшем по тексту — Комиссия) было возбуждено значительное количество дел против хеджевых фондов в связи с мошенничеством.

Хеджевые фонды были также вовлечены в скандалы, связанные с выбором момента сделки, захлестнувшие отрасль взаимных фондов в начале 2000-х. В то время как хеджевые фонды становились все более активны как акционеры, возрастало беспокойство, что они управляют сделками с помощью того, что профессора Бернард Блэк и Хенри Ху называли «empty voting» («пустое голосование»), разновидностью покупки голоса [2].

Внимание регуляторов рынка и инвесторов к деятельности хеджевых фондов будет сохраняться, поскольку они исполняют множество ключевых функций, стабилизирующих финансовые рынки, способствуют формированию капитала и облегчают управление риском.

Заметим, что случающиеся злоупотребления и последующие потрясения в отрасли не являются отличительной чертой именно хеджевых фондов, напротив, абсолютное большинство из них не занимается мошеннической или другой незаконной деятельностью, и огромное количество менеджеров хеджевых фондов являются дисциплинированными трейдерами, которые занимаются торговлей финансовыми активами, хотя и рискованной.

В связи с этим в данной статье мы обратимся к трем аспектам регулирования хеджевых фондов Комиссией по ценным бумагам США (SEC).

В первой части мы коснёмся регулирования фондов американскими феде-

ральными законами о ценных бумагах, направленными на защиту инвесторов хеджевых фондов.

На обсуждении — четыре основных и довольно очевидных варианта выбора, стоящих перед Комиссией:

- ничего не предпринимать;
- регулировать деятельность непосредственно хеджевых фондов;
- регулировать деятельность менеджеров хеджевых фондов;
- регулировать деятельность инвесторов хеджевых фондов.

Далее анализируется грань между государственным вмешательством и рыночной дисциплиной в регулировании деятельности хеджевых фондов. Попробуем ответить на вопрос, до какой степени позволять инвесторам хеджевых фондов «быть предоставленным самим себе?»

В заключение статьи рассматриваются причины, влияющие на принятие решения о регулировании, которые помогут объяснить, почему Комиссия стала ключевой фигурой в регулировании деятельности хеджевых фондов лишь в 2004 г., хотя воздерживалась от этого раньше. Эти причины лежат в области политики и психологии.

Хеджевые фонды различаются не только по характеру инвестиций, но и по степени их регулирования Комиссией.

Начало регулирования хеджевых фондов не возникло в результате махинаций или использования ими лазеек в законодательстве.

Правильнее было бы сказать, что:

- Закон «О ценных бумагах» 1933 г. (принятый в целях защиты инвесторов после фондового краха 1929–1933 гг. и требовавший регистрации эмиссии ценных бумаг до их публичной продажи);
- Закон «О ценных бумагах» 1934 г. (о раскрытии существенной информации по размещению ценных бумаг и требований к размерам заимствований);
- Закон «О ценных бумагах и биржах» 1940 г. (который регулирует деятельность взаимных фондов);

- Закон «Об инвестиционных консультантах» 1940 г. (регулирующий деятельность инвестиционных консультантов)

содержали устаревшие исключения, которые умело использовали хеджевые фонды в своей деятельности.

В 2004 г., после долгих разногласий и споров и крайне напряженных итогов голосования (три к двум), Комиссия всё же приняла решение о регулировании деятельности хеджевых фондов.

Новые правила Федеральной Комиссии по существу не регулировали непосредственно деятельность хеджевых фондов, но обязывали менеджеров хеджевых фондов регистрироваться в Комиссии как инвестиционных консультантов согласно федеральному закону «Об инвестиционных консультантах».

Параграф 203 (b) (3) закона «Об инвестиционных консультантах» утверждал, что инвестиционный консультант, такой как менеджер хедж-фонда, не обязан регистрироваться, если, помимо прочего, консультант имеет меньше 15 клиентов. При этом согласно смыслу параграфа 203 (b) (3), менеджер хеджевого фонда может считать фонд отдельным клиентом. Следовательно, по закону «Об инвестиционных консультантах» менеджер хеджевого фонда мог управлять до 14 хеджевыми фондами с неограниченным числом инвесторов, без того чтобы регистрироваться как инвестиционный консультант.

Правило Комиссии 2004 г. это изменило. Комиссия приняла новое постановление — постановление 203 (b) (3)-2 закона «Об инвестиционных консультантах», которое требовало бы от менеджера хеджевого фонда «пересчитать» участников фонда, так чтобы каждый инвестор фонда считался клиентом. Таким образом, согласно новому правилу, практически все менеджеры хеджевых фондов должны были пройти регистрацию в Комиссии как инвестиционные консультанты. В качестве зарегистрированных инвестиционных консультантов менеджеры фонда автоматически приобрели обязательства:

- предоставлять Комиссии информацию о деятельности фонда;
- предоставлять основную информацию клиентам;
- принять процедуры, касающиеся голосования фондом по доверенности;
- принять кодекс этики;
- ввести определённый внутренний контроль за правилами торговли на бирже.

Самым важным моментом, однако, явилось то, что хеджевые фонды стали обязаны вести отчетность по остаткам и предоставлять ее для проверок и инспекции Комиссии.

В таком изменённом регулирующем режиме, который вступил в силу в феврале 2006 г., рынок ценных бумаг в США прожил 6 месяцев. В деле Гольдштейн против Комиссии Федеральный Апелляционный суд округа Колумбия отменил новое правило Комиссии, назвав его «произволом» и фактически восстановив прежний режим закона «Об инвестиционных консультантах», согласно которому менеджеры хеджевых фондов не обязаны регистрироваться.

В результате Комиссия предложила другое правило в конце 2006 г. Прежде чем сформулировать его, необходимы некоторые разъяснения.

Закон «О ценных бумагах» 1933 г. постановляет, что размещение ценных бумаг должно быть зарегистрировано в Комиссии. Однако существует важная «безопасная гавань» в Законе «О ценных бумагах» для размещений, которые проводятся среди «аккредитованных инвесторов» частным образом.

Понятие «аккредитованные инвесторы» включают институциональных и индивидуальных инвесторов, которые отвечают определенным финансовым условиям. В частности, индивидуальный инвестор квалифицируется как аккредитованный инвестор, если:

- его собственный капитал (или совокупный собственный капитал с его супругой (супругом)) превышает \$ 1 000 000;
- или его ежегодный доход на про-

тяжении двух последних лет превышал \$200 000 (или ежегодный совокупный доход с его супругой (супругом), превышал \$300 000 на протяжении двух последних лет).

Логика закона такова, что такие аккредитованные инвесторы способны позаботиться о себе, то есть они могут оценить риск конкретных инвестиций и (или) взять на себя риск финансовых потерь, будучи достаточно опытными или состоятельными. Таким образом, нет крайней необходимости в их защите федеральными законами о ценных бумагах. На практике же, однако, хеджевые фонды ограничивают размещение своих ценных бумаг у аккредитованных инвесторов.

Регулирующие органы и общественность испытывали на протяжении последних лет всё большее беспокойство относительно того, что индивидуальные инвесторы, отвечающие требованиям текущего финансового порога для получения статуса аккредитованного инвестора, всё же не способны защитить себя, поскольку установленные пороговые значения стремительно устаревали.

Вследствие этого после проигранного Гольдштейну дела Комиссия предложила новое определение аккредитованного инвестора. Был введён новый вид аккредитованных инвесторов — «аккредитованное физическое лицо», которое имеет право приобретать ценные бумаги хеджевых фондов. Индивидуальный инвестор квалифицируется как «аккредитованное физическое лицо», если он выполняет условие финансовых порогов, описанное выше, и имеет минимум \$2,5 миллионов в дисконтированных по прогнозируемой ставке инфляции инвестициях (лично или совместно с супругой (супругом)).

Конечно, данная поправка в определении аккредитованного инвестора может рассматриваться и как чисто техническая для регулирования. Она, естественно, является менее радикальным изменением, чем предыдущее правило Комиссии 2004 г. Однако, помимо влияния на хед-

жевую индустрию, это предложение Комиссии об аккредитованных инвесторах важно, поскольку помогает пониманию сути регулирования ценных бумаг, иллюстрируя диапазон рычагов, которые могут быть использованы в защиту инвесторов.

Один из вариантов дальнейших действий для Комиссии — ничего не предпринимать и оставить прежний регулирующий режим 2004 г.

Второй вариант действий Комиссии направлен на регулирование непосредственно хеджевых фондов. Например, можно представить (хотя Комиссия на настоящий момент не вносила таких предложений):

- регулирование типов инвестиций, которые могут осуществлять хеджевые фонды;

- предельно возможный уровень леввериджа для них;

- введение утверждённых схем, по которым выплачивается вознаграждение менеджерам фонда.

Подобный режим регулирования действует для взаимных фондов США согласно закону «Об инвестиционных компаниях» 1940.

Третий вариант развития регулирования для Комиссии — регулирование деятельности менеджеров хеджевых фондов, как это уже пытались сделать ранее. Однако для этого возникает сейчас гораздо большее многообразие инструментов.

Предложение относительно изменения понятия аккредитованных инвесторов иллюстрирует четвертый сценарий — Комиссия может регулировать деятельность аккредитованных инвесторов, например, просто переопределяя сущность понятия. Комиссия при этом фактически регулирует, кто может инвестировать капитал в хеджевые фонды. Этот сценарий не предполагает больших регулирующих полномочий Комиссии, как это делало требование регистрации инвестиционных консультантов в 2004 г., однако вызывает определенное беспокойство, что неопытные и недостаточно состоятельные инвесторы смогут инвестировать капитал в хеджевые фонды.

Такое регулирование деятельности инвестора не ново. Комиссия в некоторый период времени делала различия между категориями инвесторов, рассматривая не только «аккредитованных инвесторов», но и «квалифицированных клиентов», «квалифицированных покупателей», «опытных» инвесторов и «квалифицированных институциональных покупателей». Сюда же теперь добавляется предложенное «аккредитованное физическое лицо».

Настоящая публикация не ставит целью анализ того, как регулирование деятельности инвестора могло бы отразиться на регулировании рынка ценных бумаг. Ограничимся утверждением, что улучшенное регулирование деятельности инвестора с введением нового определения аккредитованного инвестора не обрушит рынок частных размещений и как один из вариантов действий Комиссии заслуживает рассмотрения.

Первичная цель Комиссии заключается в защите инвестора. Очевидно, что инвесторы хеджевых фондов владеют ограниченной информацией, особенно когда речь идет о понимании инвестиционной политики хеджевых фондов. Но из этого не следует, что усиленное регулирование деятельности хеджевых фондов гарантирует защиту инвесторов.

Инвесторы хеджевого фонда являются аккредитованными инвесторами и, если предложение Комиссии, датируемое 2006 г., будет принято, индивидуальный инвестор должен будет отвечать более высоким инвестиционным требованиям, чтобы быть квалифицированным как аккредитованное физическое лицо. Такие инвесторы, способны защитить себя и без жесткого правительственного вмешательства и контроля Комиссии.

Ни сложность стратегий хеджевых фондов, ни тот факт, что инвесторы хеджевых фондов могут потерять деньги из-за мошенничества или рискованных торговых операций фонда, не являются основанием для ужесточения регулирования. Напротив, риск потери стимулирует

инвесторов на должное внимательное отношение в целях защиты собственных интересов.

Инвесторы в состоянии оценить имеющуюся информацию об инвестиционной стратегии фонда, проводимых операциях, внутреннем контроле, методах оценки и обязательствах раскрытия информации, так же как «цену» риска получения неполной информации. Конечно, нельзя утверждать, что институциональные инвесторы и состоятельные индивидуальные инвесторы всегда в должной степени оценивают риск конкретных инвестиций. Кроме того, при принятии инвестиционных решений люди не полностью рациональны. Следовательно, даже опытные инвесторы, располагающие достоверной информацией, делают ошибки. Кроме того, в последние годы инвестирование капитала в хеджевые фонды стало «модным», и инвесторы могут делать инвестиции, не проводя адекватной проверки и анализа.

Комиссия не проводила исследований по вопросу, что значит для инвестора «быть способным постоять за себя», и не занималась детальным анализом поведения инвестора. Вместо этого она обратилась к полномочиям, отраженным в определении аккредитованного инвестора, как мере по самозащите инвестора.

По предложению Комиссии индивидуальный инвестор должен быть квалифицирован как аккредитованный инвестор только при увеличении финансового порога, и таким образом было бы аккредитовано меньшее количество индивидуальных инвесторов, способных защитить себя при инвестировании в хеджевые фонды.

Хотя предложение Комиссии об аккредитованном инвесторе сужает потенциальное количество инвесторов, она не предлагает регулировать деятельность фондов или его менеджеров, пока инвесторы хеджевых фондов включают исключительно институциональных инвесторов и аккредитованных физических лиц.

В этом качественное отличие нового подхода от отмененного постановления Комиссии 2004 г., которое предусматривало регулирование деятельности менеджеров хеджевых фондов, даже когда все инвесторы были аккредитованы. Вместо этого, изменив границы рыночной дисциплины, Комиссия может фактически способствовать увеличению её эффективности.

Введение правила, например, требующего от менеджеров хеджевых фондов

- или регистрации по закону «Об инвестиционных консультантах»,
- или обоснования отказа от регистрации,

стало бы альтернативой старому правилу Комиссии, обязывающему менеджеров хедж-фондов регистрироваться как инвестиционных консультантов. В Соединенных Штатах существуют примеры таких правил по умолчанию в регулировании ценных бумаг. Закон Сарбейнса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act, 2002) обязывает открытые акционерные общества применять кодекс этики для высших финансовых служащих или объяснять отказ от принятия кодекса. Закон также требует, чтобы эти общества имели финансового эксперта в аудиторском комитете или объяснили его отсутствие.

В этой части мы коснёмся вопроса, почему Комиссия занялась регулированием отрасли хеджевых фондов именно в 2004 г., а не раньше. Причины этого, на наш взгляд, лежат, во-первых, в области политики, а точнее, политической экономии.

В Соединенных Штатах происходит расширение круга инвесторов. Приблизительно 50% семей американцев инвестируют свои средства в акции [3]. Это связано с активизацией бизнес- и финансовых средств массовой информации и исследованиями, проводящимися на рынках ценных бумаг. Тема ценных бумаг и связанных с ними вопросов становится ведущей темой серьезных общественных и политических дебатов.



Прогнозируемый результат этого процесса — своего рода демократизация регулирования ценных бумаг, поскольку регулирующие органы становятся более «чувствительными» к общественному давлению и политической повестке дня. Желание Комиссии защитить сферу своего регулирования вносит вклад в эту динамику. По нескольким случаям, например, были проведены слушания Конгресса о хеджевых фондах и даже были внесены некоторые законопроекты. Комиссия имеет институциональный интерес в сохранении своих позиций как ведущего регулирующего органа ценных бумаг в США и стремится укрепить сферу своего влияния против потенциальных вторжений Конгресса или штатов.

Сравнительное преимущество Комиссии над другими органами регулирования (а именно его знание предмета, независимость и беспристрастность) может быть поставлено под угрозу, если его члены будут поддаваться политической агитации или общественным требованиям по вопросам регулирования. Риск состоит в том, что при таких обстоятельствах регулирующие органы будут стремиться к чрезмерному регулированию. С другой стороны, в определенные периоды требуется усиление регулирования со стороны Комиссии. Например, в периоды кризиса и последующего обвала Enron — чтобы сохранить доверие инвесторов.

Во-вторых, ответ лежит также в области психологии, которая влияет на регулирующее решение, давая, например, психологическое (или поведенческое) объяснение существующего «предупредительного принципа» снижения риска.

Согласно этому принципу, девиз: «лучше быть осторожным, чем потом жалеть» — это и есть действенная регулирующая политика предупреждения.

Содержанием предупредительного подхода в регулировании является то, что регулирующие органы могут и должны предпринимать профилактические шаги вместо того, чтобы реагировать на проблемы по мере их появления. Однако

принятие таких мер может привести к чрезмерному регулированию, поскольку регулирующие органы стараются избегать предполагаемых убытков.

Предупредительный принцип в качестве ориентира не лучший выбор. Как подчеркивает профессор Касс Санштайн, предупредительные шаги относительно одного риска неизбежно приведут к другим рискам, и сразу возникает сложный вопрос, каких рисков регулирующие органы должны избегать и какие риски допускать. Какие риски представляются наиболее серьезными [4]? В значительной степени ответ зависит от ценностного суждения, а также от психологического фактора, который затрагивает оценку и принятие решения, делая некоторые риски больше внушающими страх, даже когда фактически они не столь угрожающие, как кажется.

Убытки инвестора, крушение хеджевых фондов и мошенничества — значимые события. Соответственно, эти события наверняка будут более значимы в принятии решения регулирующих органов, чем реальная значимость событий. Это непропорциональное воздействие особенно значимых событий на принятие решений связано с так называемым «превращением вероятности», согласно которому люди имеют тенденцию преувеличивать вероятность, что некое плохое недавнее событие случится снова.

Не следует также забывать, регулирующие органы имеют тенденцию предпринимать какие-либо действия в ответ на возникший риск только потому, что «должны» это делать. Суть в том, что эти органы, так же как общественность и СМИ, часто испытывают преувеличенное беспокойство по поводу мошенничества и убытков инвесторов и неадекватно оценивают затраты на защиту инвестора. Нельзя сказать, что затраты на регулирование являются трудно подсчитываемыми, однако эти затраты часто просто не выполняют своего назначения. Это подтверждают скандалы типа Enron. Практически это означает усиленную защиту ин-



вестора — возможно, слишком усиленную защиту за счет других целей, например регулирования формирования капитала. Это, по нашему мнению, в определенной степени объясняет, почему Комиссия решила осуществлять регулирование деятельности хеджевых фондов только в 2004 г. Для создания эффективного правового режима в отношении ценных бумаг регулирующие органы должны объективно и рационально оценить затраты и выгоды регулирования, не находясь под влиянием вышеописанных предубеждений. Беспристрастный, более вероятностный анализ последствий регулирования риска должен вести к более эффективному режиму регулирования.

Вывод о том, что регулирующие органы не лишены недостатков и не являются абсолютно рациональными, создает новый набор задач по регулированию, а именно:

- более тщательный анализ эффективности затрат;
- более жесткий судебный контроль за принятием решения административного органа;
- создание новых организационных структур, которые могут быть заимствованы из опыта компаний;
- использование прогноза, основанного на внутреннем аудите.

Выводы:

- во-первых, регулирование деятельности инвестора — это выбор стратегии защиты инвестора;
- во-вторых, вместо жёстких правил, регулирующие органы могут использовать правила по умолчанию или просто рекомендовать лучшие практики без принятия новых юридических требований;
- в-третьих, регулирующие органы должны противостоять вмешательству психологии в регулирование ценных бумаг.

Хотя в данной работе предметом рассмотрения была деятельность Федеральной Комиссии по ценным бумагам и биржам США, полученные выводы могут быть использованы при разработке режима финансового регулирования и в странах с развивающимися рынками.

#### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. R.Lowenstein, When Genius Failed: The Rise And Fall of Long-Term Capital Management(2000).
2. Henry T.C. Hu & Bernard Black, Empty Voting and Hidden Ownership, 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006).
3. Securities Industry Association, 2006 Securities Industry Fact Book 64.
4. Cass R.Sunstein, Laws Of Fear : Beyond the Precautionary Principle (2005).

© **Матвеев В.П.,**

соискатель каф. «Международные  
финансово-кредитные отношения» РГЭУ  
«РИНХ»

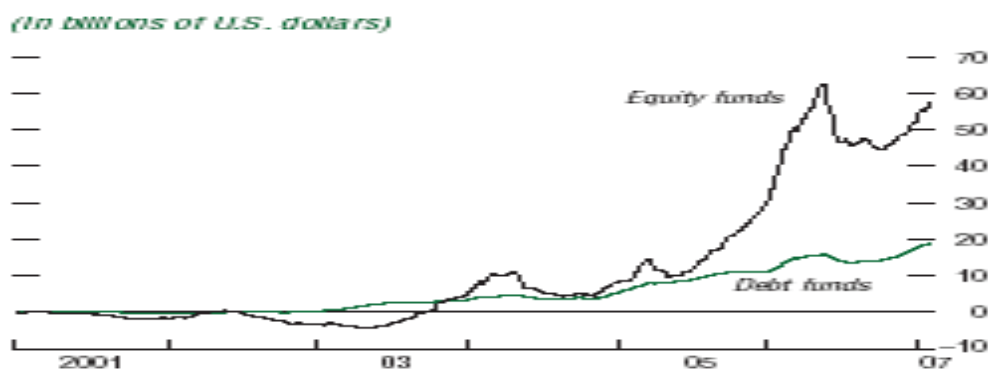
### **ХЕДЖЕВЫЕ ФОНДЫ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ**

Кризис рынка кредитных структурированных продуктов в США и его последствия, проявившиеся в усилении кредитных рисков, росте волатильности и снижении ликвидности мирового финансового рынка, привели к необходимости вновь переосмыслить роль хеджевых фондов в глобализирующейся экономике

на развивающихся финансовых рынках, в том числе и российском.

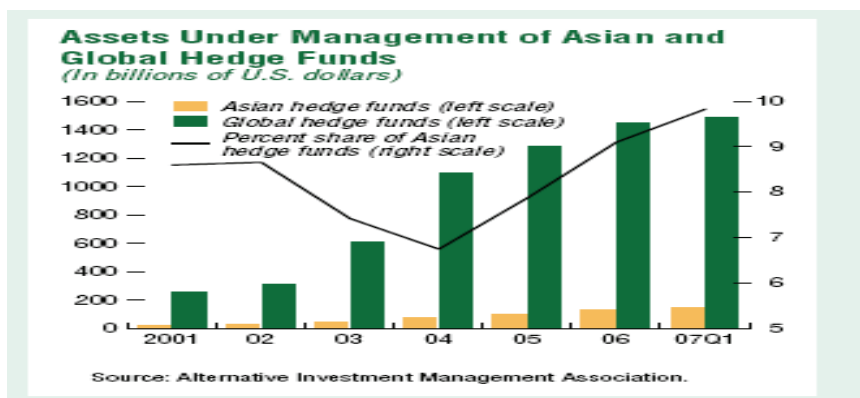
Развитие деятельности хеджевых фондов на развивающихся рынках проявляется в росте доли инвестиционных стратегий на этих рынках (до 4,2%), в наиболее высоких темпах роста активов под управлением хеджевых фондов именно на развивающихся рынках, а также в росте чистого инвестиционного потока в фонды, действующие на данных рынках в целом (см. рис. 1). При этом накопленные чистые инвестиционные потоки в фонды, с объектной специализацией на активах рынка акций в 3 раза превышают потоки в фонды, инвестирующие на долговых рынках и достигли 60 млрд долл. в начале 2007 г.

К началу 2007 г. активы хеджевых фондов распределились в приблизительно равных долях между активами рынков акций и долговых сегментов развивающихся рынков. При этом наиболее динамично развивается деятельность хеджевых фондов в сегменте развивающихся рынков Азии. Рост сосредоточенных в Азии активов хеджевых фондов опережает расширение глобальной деятельности хеджевых фондов в последние годы (см. рис. 2).



Источник: Emerging Portfolio Fund Research, Inc. / Market Developments and Issues / Global financial stability report. — april 2007 // <http://www.imf.org>

**Рис. 1.** Накопленные чистые инвестиции в фонды развивающихся рынков в 2001–2007 гг., млрд долл.



Примечание:

- — активы хеджевых фондов в Азии;
- — глобальные активы хеджевых фондов;
- — доля активов хеджевых фондов в Азии, %.

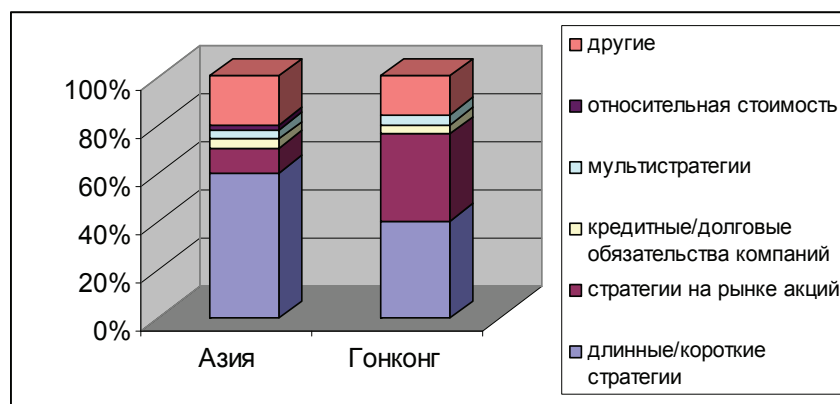
Источник: Eurekahedge. / Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies / Global Financial Stability Report, сентябрь 2007 / [www.imf.org](http://www.imf.org)

**Рис. 2.** Активы под управлением хеджевых фондов в Азии и глобальные активы хеджевых фондов, в трлн долл.

Активы под управлением хеджевых фондов в Азии увеличились почти в 7 раз с 22 млрд долл. в 2001 г. до 146 млрд долл. в конце первого квартала 2007 г. по сравнению с ростом глобальных активов хеджевых фондов в 6 раз приблизительно до 1,5 трлн долл. Хеджевые фонды, инвестирующие в развивающиеся рынки Азии, составляют почти 60% хеджевых фондов на развивающихся рынках мира. Центрами управления активами хеджевых фондов в Азии остаются США и Великобритания, а в регионе лидером является Гонконг. Благоприятные нормы регулирования, широкие возможности операций с международным капиталом, ква-

лифицированные кадры и современная финансовая инфраструктура определяют это предпочтение хеджевых фондов в Азии.

В структуре инвестиционных стратегий хеджевых фондов в Азии (см. рис. 3) доминируют стратегии на рынке акций, причем около 60% хеджевых фондов используют стратегии коротких продаж, их доля лишь немного снизилась в последние годы. Это частично отражает особенности фондовых рынков Азии, где доминирует и наиболее ликвиден рынок акций, в то время как рынки облигаций остаются фрагментированными и менее развитыми.



Источник: Eurekahedge and Hong Kong SAR, Securities and Futures Commission. / Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies / Global Financial Stability Report, сентябрь 2007 // [www.imf.org](http://www.imf.org)

**Рис. 3.** Структура инвестиционных стратегий хеджевых фондов на развивающихся рынках Азии (в %, по числу хеджевых фондов)

Использование леввериджа приблизительно соответствует положению в целом для хеджевых фондов.

Около 40% фондов, раскрывших информацию, не используют левверидж, а 85% из числа остальных фондов сообщают, что левверидж составляет менее, чем 2:1 к стоимости чистых активов.

При этом активы хеджевых фондов составляют очень малую долю рынков активов в Азии, часто менее 1% на отдельных рынках. На долговых рынках их доля выше — до 2,5% [1], что отражает относительно низкую капитализацию и относительно медленное развитие долговых рынков на развивающихся рынках.

По результатам специального исследования деятельности хеджевых фондов на развивающихся рынках [2] существуют различия в масштабах использования леввериджа в целом на азиатских рынках и развивающемся рынке Гонконга (см. рис. 4). В целом по развивающимся рынкам Азии использование леввериджа низкое — до 75% фондов вообще не используют заемные средства, в то время как на рынке Гонконга доля фондов, которые используют левверидж, — 60%. Относительно низкий уровень леввериджа компенсируется широким использованием стратегии коротких продаж. Это одна из ярких особенностей деятельности хеджевых фондов на развивающихся рынках.

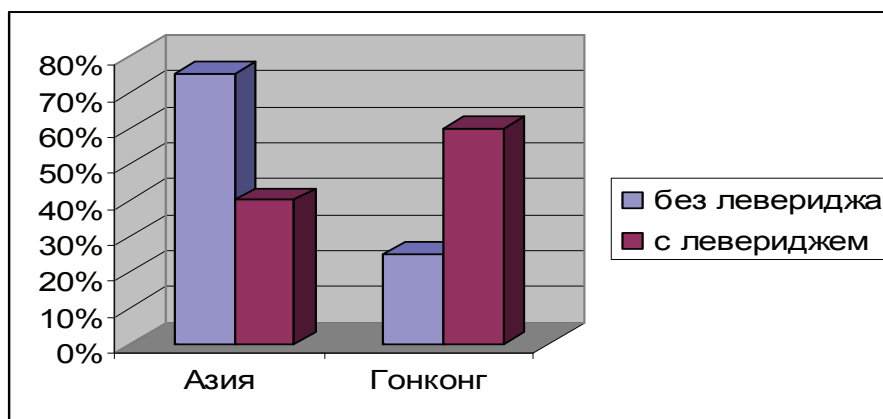
Более широкое использование леввериджа хеджевыми фондами в Гонконге приводит к относительному сокращению доли стратегии коротких продаж (до 34%) и более равномерному распределению активов по другим типам стратегий. В частности, росту доли мультистратегий (до 25%) и значительной доле инвестирования в фонды хеджевых фондов как альтернативного инструмента диверсификации активов и снижения риска (20%).

Зарубежными исследователями прогнозируется ускорение роста активов под управлением хеджевых фондов на развивающихся рынках Азии к 2010 г. Их число достигает согласно прогнозу 1,8 тыс., а активы увеличатся почти в 2 раза по сравнению с 2006 г. и составят более 225 млрд долл.

Обобщая приведенные данные, выделим особенности развития деятельности хеджевых фондов на развивающихся рынках.

1. Ускоренный рост активов под управлением хеджевых фондов на развивающихся рынках в сравнении с темпом роста глобальных активов хеджевых фондов.

Относительно более динамичный рост хеджевых фондов на развивающихся рынках Азии в структуре развивающихся рынков.



Источник: EurekaHedge и SFC's report; Ryback W.A. Hedge funds in emerging markets // [www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2007/etud1\\_0407.pdf](http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/rsf/2007/etud1_0407.pdf)

**Рис. 4.** Использование леввериджа хеджевыми фондами на развивающихся рынках Азии и Гонконга

2. Доминирование стратегий по типу объектной специализации на активах рынка акций, а не долгового рынка, что объясняется особенностями структуры развивающихся финансовых рынков (где рынки акций доминируют по капитализации, обороту, уровню ликвидности).

3. Относительно невысокие масштабы использования леввериджа (заемных средств) хеджевыми фондами, что приводит к росту доли компенсирующей этот фактор стратегии коротких продаж.

4. Рост использования леввериджа ведет к расширению спектра стратегий хеджевых фондов.

5. В структуре инвестиционных стратегий наиболее динамично расширяется инвестирование в фонды хеджевых фондов. Вместе с тем одновременно это расширение поддерживается ростом использования леввериджа (опыт Гонконга). Это означает разнонаправленные тенденции: принятие на себя более высоких рисков и их диверсификация через институт фондов хеджевых фондов, особенно в отсутствие возможностей широкого использования производных финансовых инструментов.

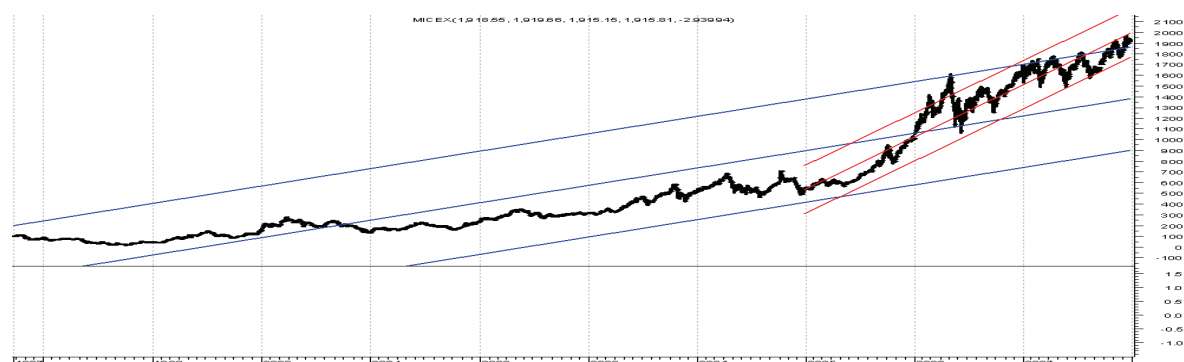
6. Доля активов хеджевых фондов на отдельных сегментах развивающихся финансовых рынков очень мала, причем она выше на долговых сегментах в силу

их меньшей развитости.

7. Отсутствие регулирования деятельности хеджевых фондов на развивающихся рынках создает благоприятные условия их развития.

Ряд особенностей структуры, динамики и качественных характеристик российского фондового рынка формируют, по нашему мнению, его привлекательность для расширения деятельности хеджевых фондов на нём, а также позволяют выделить те инвестиционные стратегии, которые могут стать приоритетом и наиболее широко использоваться хеджевыми фондами на российском развивающемся рынке. В выявлении спектра инвестиционных стратегий, более масштабное использование которых ожидается на российском рынке, мы опираемся, во-первых, на специфику российского финансового рынка как развивающегося, во-вторых, на проведенное выше обобщение особенностей деятельности хеджевых фондов на развивающихся рынках в целом.

В России продолжается экономический рост, что обеспечивает сохранение долгосрочной повышательной тенденции российского фондового рынка (см. рис. 5) и его ускорение в период 2005–2007 гг. (линия регрессии за этот период имеет больший угол наклона, чем долгосрочный тренд).



Источник: расчеты автора по данным фондовой биржи ММВБ.

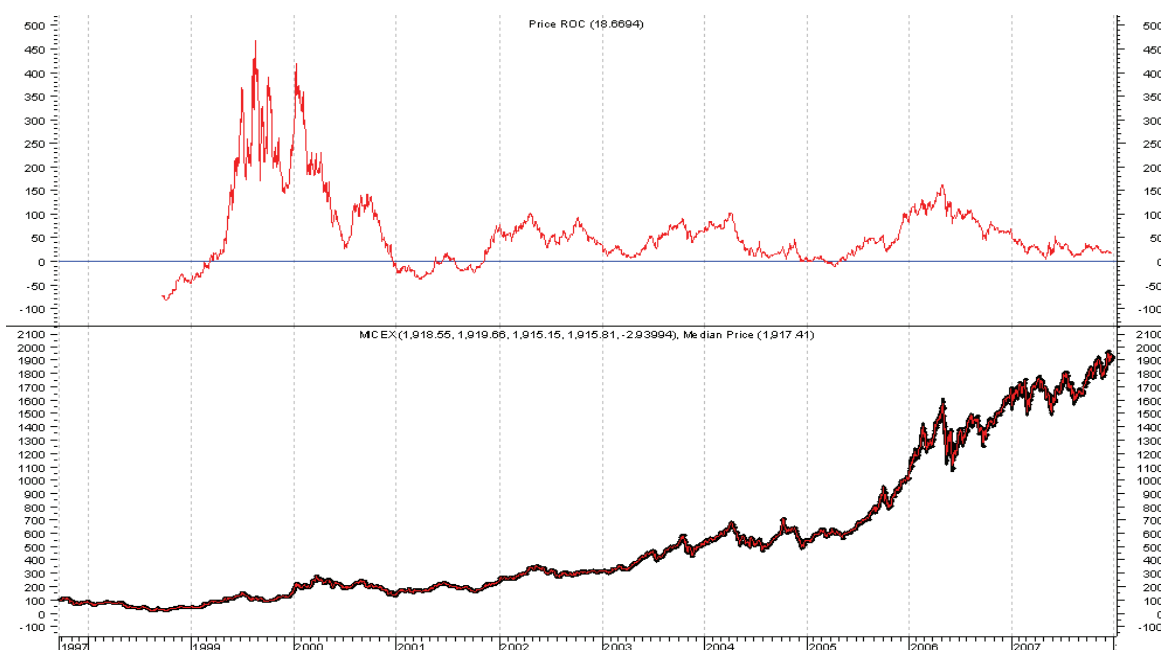
Рис. 5. Динамика российского фондового рынка в 1997–2007 гг. (по индексу ММВБ)<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Мы приводим динамику российского фондового рынка по индексу фондовой биржи ММВБ (MICEX), поскольку на неё приходится 98% биржевого оборота российского фондового рынка в 2006–2007 гг.<sup>1</sup> и динамика этого индекса лучше описывает внутренние закономерности и тенденции развития российского фондового рынка. Для международных сопоставлений целесообразно использовать также индекс РТС, поскольку он рассчитывается на основе цен акций в долларах США, что снимает проблему влияния об-

В России сложилась тенденция снижения доходности фондового рынка в последние 2 года (по индексу РТС 83% — в 2005 г., 70% в 2006 г. и 22,4% в 2007 г.). На рис. 6 приведена годовая доходность индекса РТС за период 1995–2007 гг. и основная тенденция его динамики. Это приводит к необходимости поиска инструментов инвестирования, которые при относительно невысокой доходности обеспечивали бы её стабильный уровень, независимо от основных тенденций движения рынка. В связи с этим актуализируется интерес российских инвесторов к такому финансовому инструменту, как хеджевые фонды.

С другой стороны, доходность российского фондового рынка остается выше, чем доходность мирового рынка акций (см. табл. 1), что в русле тенденции роста активов хеджевых фондов на развивающихся рынках выступает важнейшим фактором инвестиционной привлекательности активов российского рынка для хеджевых фондов, а также и для других типов международных институциональных инвесторов.

Глобальные инвестиционные группы присутствуют на российском фондовом рынке с начала 1990 гг., вместе с тем это участие существенно различается по активности в разных сегментах рынка и типам инвестиционных стратегий.



Источник: расчеты автора по данным фондовой биржи ММВБ.

Рис. 6. Динамика доходности российского фондового рынка в период 1997–2007 гг. (по индексу ММВБ)

менного курса рубля на оценку и возможности сравнения доходности, риска и других показателей динамики в контексте нашего исследования. Мы сосредоточили наше внимание на анализе фондового сегмента развивающегося финансового рынка России, поскольку, как показал предыдущий анализ, хеджевые фонды на развивающихся рынках концентрируют свои активы и реализуют инвестиционные стратегии почти исключительно на фондовом рынке, причем преимущественно на рынке акций.



**Таблица 1.** Сравнительная доходность российского фондового рынка в 2007 г., % годовых

№	Индексы	Доходность в 2007 г., в %
1	PTC	+19,2
2	Hennessee Hedge Fund Index	+11,64
3	HFRI Fund Weighted Composite Index	+10,24
4	MSCI EAFE (USD) Price Index	+8,61
5	Dow Jones Industrial Average	+6,42
6	Lehman Aggregate Bond Index	+6,96
7	NASDAQ	+9,8
8	S&P 500 Index	+3,56
9	Укрепление рубля к доллару	+7
10	Укрепление рубля к евро	-3

**Источник:** составлено автором / данные [www.rts.ru](http://www.rts.ru); Hennessee Group // [www.hennesseegroup.com](http://www.hennesseegroup.com)

В управлении клиентскими активами рыночная доля глобальных инвестиционных групп ограничивается несколькими процентами. В числе лидеров по привлечению инвестиций в паевые инвестиционные фонды всего несколько управляющих компаний с международным участием в капитале. Невелика их доля и в организации рублевых облигационных займов, а также в торговых операциях с ними. Значительна доля глобальных инвестиционных групп в сегментах организации сделок на международных рынках капитала, первичных публичных размещений (IPO), размещений еврооблигаций и синдицированных кредитов, а также в сопровождении и финансировании сделок по слияниям и поглощениям. В последнем сегменте расширяется участие зарубежных инвестиционных групп не только в сделках с иностранным партнером, но и на внутреннем рынке.

Общая рыночная стоимость российских ценных бумаг, находящихся во владении институциональных инвесторов, по данным Thomson Financial [3], составила более 27,6 млрд долл. на начало 2006 г. По оценкам агентства «Интерфакс-ЦЭА», этот объем соответствует 15-20% всей рыночной стоимости ценных бумаг, находящихся в свободном обращении (free-float) и допущенных к торгам на российских или зарубежных фондовых биржах.

В региональном разрезе основная доля (62%) этих активов приходится на институциональных инвесторов, зарегистрированных в Великобритании и США.

Высока концентрация российских активов в портфелях иностранных институциональных инвесторов — на 20 крупнейших по объемам инвестиций в российские ценные бумаги приходится 44%, причем инвестиции концентрированы на узком круге российских ценных бумаг.

Что касается развития индустрии хеджевых фондов в России, то первые в стране хеджевые фонды появились после кризиса 1998 г. Это были крупные иностранные фонды, специализирующиеся на глобальных макроэкономических стратегиях или на стратегиях развивающихся рынков, наиболее известные из них: Hermitage Capital Management, Firebird Management, Thames River Capital.

Большая часть хеджевых фондов активно торгуют АДР на российские акции на иностранных биржевых площадках. Отметим, что в связи с расширением масштабов первичного размещения (в 2005 г. — около 5 млрд долл. IPO, 2006 г. — 18 млрд долл., в 1-ом полугодии 2007 г. — уже 25 млрд долл.) [4], что привело к росту спроса на акции российских компаний, большая часть увеличившегося спроса пришлась на более консервативных инвесторов [5]. Стабильность спроса хеджевых фондов на акции российских компаний свидетельствует об их переориентации: многие хеджевые фонды перспективными направлениями развития считают продвижение на российский рынок через создание дочерних структур. Препятствиями на пути иностранных фондов являются несовершенство рыночного законодательства (прежде всего отсутствие законов, регулирующих дея-

тельность на срочном рынке), несовершенная инвестиционная инфраструктура (главная проблема — отсутствие в России единого клирингового центра), недостаток рыночной ликвидности.

Эти же проблемы препятствуют созданию российских хеджевых фондов. Но в условиях российского финансового рынка к ним добавляются отсутствие крупных российских институциональных инвесторов, которые являются основой инвестиционной базы хеджевых фондов за рубежом, незрелость инвестиционного управления институтами коллективных инвестиций как сферы профессиональной деятельности. Однако при стабильной экономической ситуации в стране российские хеджевые фонды станут реальностью уже через несколько лет.

Помимо относительно высокого уровня доходности на российском рынке сложился ряд факторов, способствующих развитию деятельности хеджевых фондов в России.

Выделим структурные характеристики российского рынка, которые способны повлиять на специфику деятельности хеджевых фондов.

Рост капитализации рынка акций почти в 4 раза за период 2005–2007 гг. и расширение сектора российских ценных бумаг, входящих в котировальные листы различных уровней на российских биржах, до более чем 800 создают условия для реализации направленных стратегий на рынке акций.

Доминирование в структуре российского фондового рынка по капитализации и по торговому обороту рынка акций (92% и 73% соответственно) типично для развивающихся рынков и приводит к значительной доле инвестиционных стратегий хеджевых фондов именно на рынке акций. В России разрешено совершение маржинальных сделок, что означает возможность широкого использования как леввериджа, так и стратегий коротких продаж, что близко к условиям финансового рынка Гонконга, сбалансировано использование этих возможностей. Однако, по-

скольку капитализация кредитного рынка России относительно невелика (6,4 % к ВВП) [6], компенсация дисбалансов между этими механизмами формирования приемлемого уровня леввериджа потребует расширения деятельности хеджевых фондов, которые составят конкуренцию фондам паевых фондов. Этому также будет способствовать слабое развитие рынка производных финансовых инструментов в России. Кроме того, зарубежные хеджевые фонды могут традиционно использовать кредитные линии зарубежных банков.

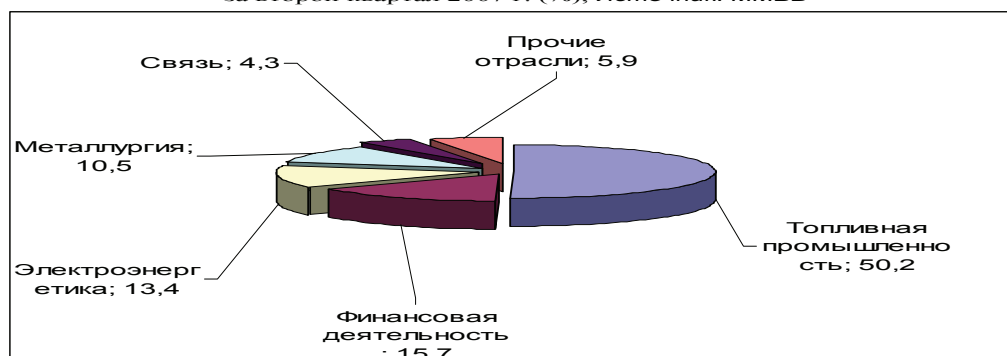
Это способно расширить инвестиционную базу российского финансового рынка, создать дополнительный источник рискованного капитала, расширить ёмкость рынка и при этом обеспечить реализацию косвенного контроля банками-кредиторами операций хеджевых фондов, как это принято в мировой практике.

На российском рынке сохраняется высокая концентрация отраслевой структуры (рис. 7), а также столь же высокая концентрация оборота биржевого рынка по кругу ценных бумаг: на 5 ценных бумаг приходится более 85% торгового оборота (см. рис. 8). Это означает, что остальные почти 800 ценных бумаг не являются высоколиквидными, относятся ко «второму и третьему эшелону», следовательно, возможны существенные отклонения их рыночных цен от «фундаментальных», справедливых их стоимостей. Это создаёт широкие возможности для использования стратегий относительной стоимости и волатильности.

Несмотря на то что 99% биржевого оборота ценными бумагами приходится на Фондовую биржу ММВБ, между индексами ММВБ и РТС корреляционная связь в 2000 — 2007 гг. колеблется в диапазоне от 0,55 — 0,82<sup>1</sup> (годовые коэффициенты корреляции), что создаёт возможности и для арбитража, и для диверсификации активов между портфелями (списками индексов) этих бирж.

<sup>1</sup> Расчёты автора по данным Фондовой биржи ММВБ.

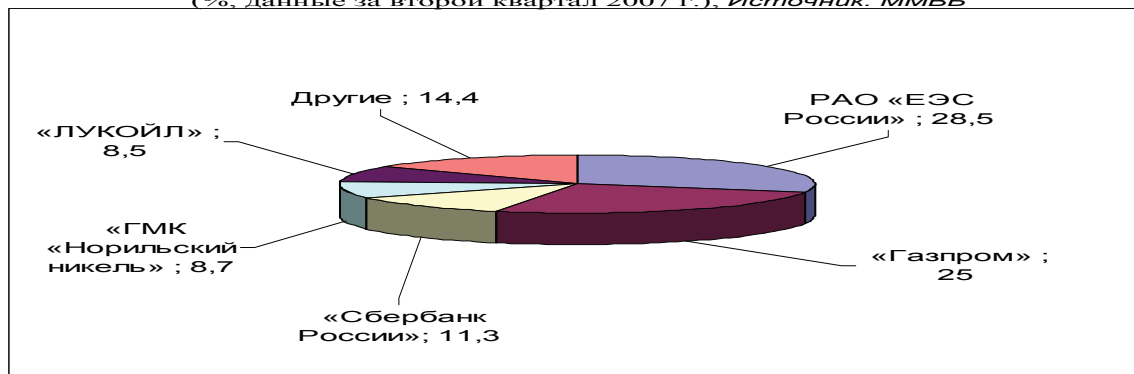
**Отраслевая структура капитализации российского рынка акций за второй квартал 2007 г. (%), Источник: ММВБ**



Источник: ММВБ.

**Рис. 7. Отраслевая структура капитализации российского рынка акций за второй квартал 2007 г., в %**

**Концентрация оборота биржевого рынка России (%), данные за второй квартал 2007 г.), Источник: ММВБ**



Источник: ММВБ

**Рис. 8. Концентрация оборота биржевого рынка России за второй квартал 2007 г., в %**

Кроме того, ряд ценных бумаг российских эмитентов обращается не только на российских биржах, но и в виде ADR и GDR (американских и глобальных депозитарных расписок) на зарубежных фондовых биржах. Это также создаёт возможности для стратегий различных видов арбитража.

Рост публичных предложений акций (IPO) как на внутреннем, так и на зарубежном рынках в I полугодии 2005 — 2007 гг. до 25 млрд долл. [4] (более чем в 5 раз) создаёт возможности вхождения хеджевых фондов на российский рынок как через национальные, так и зарубежные торговые площадки.

Последнее снижает транзакционные издержки хеджевых фондов, позволяет работать в рамках привычной инфраструктуры и институциональных норм

деятельности. Это же сохраняет возможность, с одной стороны, параллельно формировать стратегии хеджирования на международном рынке производных финансовых инструментов, способствовать интеграции российского финансового рынка в мировой во всех его сегментах, но, с другой стороны, создаёт механизм переноса («эффект заражения») и перераспределения рисков на российский рынок, вовлечение его в базу такого перераспределения рисков мирового рынка.

Важным фактором привлекательности развивающегося российского рынка для хеджевых фондов является рост его волатильности, поскольку это особый объект построения стратегий игры на «относительной волатильности». Динамика индекса относительной волатильности российского рынка акций в 1997–2007

гг., рассчитанного по значениям сводного индекса ММВБ, представлена на рис. 9. Значения индекса волатильности сглажены линейной регрессией, что наглядно выявляет повышательную тенденцию.

Важным дополнительным фактором привлекательности является явно выраженная краткосрочная тенденция снижения волатильности рынка в 2007 г., которая противоположна тенденции роста волатильности на мировом финансовом рынке и создает исключительные возможности для диверсификации рисков хеджевых фондов и включения российских активов в их инвестиционные портфели в рамках практически любого типа стратегий, даже событийных.

Другим показателем оценки динамики рисков российского рынка является изменение стандартного отклонения цен (годовые значения) и линия его регрессии за период 1995–2007 гг. Для сопоставимости с показателями мирового рынка мы провели расчеты по значениям индекса РТС, поскольку, напомним, котировки (цены) активов на этой бирже выставляются в долл. США (см. рис. 10).

Вместе с тем абсолютные значения стандартного отклонения и доходности российского фондового рынка сохраня-

ются на более высоком уровне, чем показатели мирового рынка акций.

Следовательно, выводы о сравнительно более низком уровне доходности и риска хеджевых фондов относительно мировых индексов справедливы и в отношении российских индексов рынка акций.

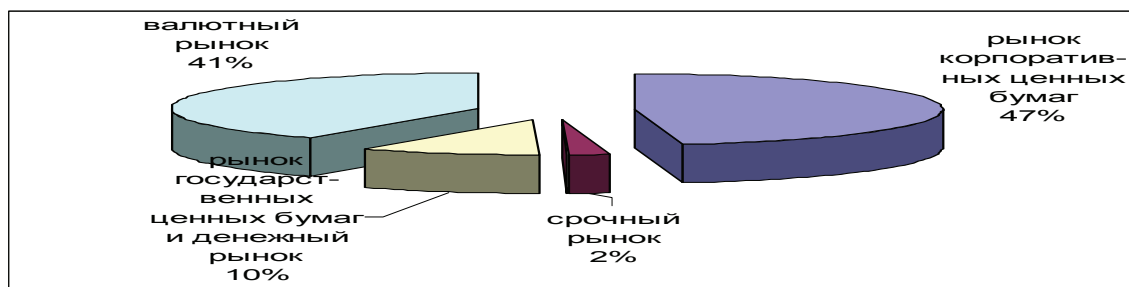
Таким образом, расширение деятельности хеджевых фондов на российском рынке акций, вероятнее всего, не повысит уровень его волатильности. Однако использование направленных стратегий на более узких (меньших по емкости) и с более низким уровнем ликвидности секторах рынка (облигаций, производных инструментов), может привести к относительно большему воздействию на них операций хеджевых фондов, и для выявления направления данного влияния и корректного анализа пока недостаточно фактических данных.

Поскольку торговый оборот биржевого валютного рынка России приблизительно равен обороту фондового рынка (что соответствует и мировой пропорции), то сделанные выводы о направлении воздействия хеджевых фондов на рыночную динамику в целом справедливы и для валютного рынка (рис. 10).



Источник: рассчитано автором по данным фондовой биржи ММВБ.

Рис. 9. Динамика индекса относительной волатильности (по значениям индекса ММВБ — МСЕСХ)



Источник: построено автором по данным: 1 квартал 2007 г.: объемы торгов продолжают расти / Статистика ММВБ // Биржевое обозрение. — 2007. — №5(43). — С. 26.

**Рис. 10.** Структура биржевого оборота российского финансового рынка за 1 кв. 2007 г., в %

Таким образом, ожидаемый спектр основных инвестиционных стратегий хеджевых фондов на российском финансовом рынке следующий:

1. Доминирующий тип — стратегии на рынке акций (Equity driven).
2. Арбитражные стратегии (arbitrage).
3. Стратегии коротких продаж (short strategy).
4. Стратегии «относительной волатильности» (relative volatility).

Институциональные особенности потенциального расширения деятельности хеджевых фондов на российском развивающемся финансовом рынке:

- широкое распространение фондов хеджевых фондов;
- использование леввериджа;
- использование зарубежной инвестиционной базы рискованных инвестиций и кредитных линий зарубежных банков.

#### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies / Global Financial Stability Report, сентябрь 2007 / [www.imf.org](http://www.imf.org)
2. EurekaHedge и SFC's report
3. [www.thomson.com/solutions/financial/](http://www.thomson.com/solutions/financial/)
4. Российский фондовый рынок: первое полугодие 2007 года / Аналитический обзор / <http://www.naufor.ru>
5. Интервью с экс-руководителем Федеральной службы по финансовым рынкам О.В. Вьюгиным. Уходящий год был переломным для фондового рынка // [www.fcsr.ru/document.asp?ob\\_no=28354](http://www.fcsr.ru/document.asp?ob_no=28354)
6. Развитие банковского сектора России в 2006-2007 гг. // Аналитический вестник Совета Федерации ФС РФ. — 2007 — №15(332) // [www.budgetrf.ru/Publications](http://www.budgetrf.ru/Publications)



© **Есина Е.И.**,

секретарь государственной гражданской  
службы Российской Федерации 3 класса,  
аспирант кафедры «Финансы»  
РГЭУ «РИНХ»

### **ЭФФЕКТИВНОСТЬ ПРОГРАММНО-ЦЕЛЕВОГО МЕТОДА ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРИ ОБЕСПЕЧЕНИИ ЭКОЛОГИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ**

В России в рамках настоящего реформирования бюджетного процесса провозглашен переход к среднесрочному бюджетированию, ориентированному на результат. Такой подход предусматривает расширение сферы применения программно-целевого метода планирования (далее — программный метод).

В развитых странах указанный метод зарекомендовал себя как один из самых точных и надежных. Он широко применяется на Западе на всех уровнях планирования и управления.

Программный метод является наиболее эффективным способом реализации стратегии развития государства или региона. Целевые программы рассматриваются как долгосрочный инструмент государственного воздействия на экономику. Программный метод в экономике увязывает цели с финансовыми ресурсами при помощи программ. Преимущество программ в том, что они обеспечивают концентрацию ресурсов на наиболее перспективных направлениях, позволяют ус-

корить развитие приоритетных отраслей, отдельных регионов и привлекать для этого дополнительные ресурсы и инвестиции. Главными преимуществами программно-целевого метода являются гибкость и мобильность. Таким образом, использование программно-целевого метода представляется наиболее эффективным для решения конкретных проблем и вопросов, в том числе и вопросов обеспечения экологической безопасности [1].

В настоящее время необходимость обеспечения экологической безопасности государства при переходе к устойчивому развитию признана как на государственном, так и на мировом уровне.

Во всем мире наблюдается взаимозависимый процесс: с одной стороны, все большее истощение природных ресурсов, а с другой — загрязнение природной среды отходами и выбросами производства, которое приводит к нарушению естественного экологического равновесия и возникновению глобального экологического кризиса. Развитие общества и более полное удовлетворение возрастающих потребностей населения связаны с постоянно возрастающей массой природных ресурсов, которые вовлекаются в хозяйственный оборот. Природные ресурсы понимаются как природные объекты и явления, используемые для прямого и непрямого потребления и способствующие созданию материальных благ. В итоге резкий рост потребления природных ресурсов привел к интенсивному изменению окружающей среды.

На сегодняшний день приобрели актуальность такие проблемы, как загрязнение атмосферного воздуха городов, неудовлетворительное качество питьевой воды, безопасность продуктов питания (содержание пестицидов и т.д.), загрязнение среды обитания диоксинами, отходами производства и потребления (свалки опасных отходов), радиоактивное загрязнение ряда территорий (районы Чернобыля и др.), возникновение цепной реакции техногенных катастроф при современном критическом уровне изношенно-



сти основных производственных фондов в промышленности и коммунальном хозяйстве.

В России правовые основы государственной политики в области охраны окружающей среды, обеспечивающие сбалансированное решение социально-экономических задач, сохранение благоприятной окружающей среды, биологического разнообразия и природных ресурсов в целях удовлетворения потребностей нынешнего и будущих поколений, укрепления правопорядка в области охраны окружающей среды и обеспечения экологической безопасности, определяются Федеральным законом «Об охране окружающей среды» [2].

В соответствии с Федеральным законом «Об охране окружающей среды» под экологической безопасностью понимается «состояние защищенности природной среды и жизненно важных интересов человека от возможного негативного воздействия хозяйственной и иной деятельности, чрезвычайных ситуаций природного и техногенного характера, их последствий» [2].

Обеспечение экологической безопасности РФ является одним из направлений реализации национальной безопасности страны. В соответствии с Концепцией национальной безопасности Российской Федерации под национальной безопасностью Российской Федерации понимается безопасность ее многонационального народа как носителя суверенитета и единственного источника власти в Российской Федерации. Одной из основных задач в области обеспечения национальной безопасности Российской Федерации является коренное улучшение экологической ситуации в стране [3].

В Российской Федерации в целях обеспечения экологической безопасности и охраны окружающей природной среды приняты «Экологическая доктрина РФ» «Государственная стратегия РФ по охране окружающей среды и обеспечению устойчивого развития» [4], «Концепция перехода РФ к устойчивому развитию» [5],

«Концепция национальной безопасности Российской Федерации» и др.

Обеспечение экологической безопасности страны, как и сохранение природных систем, поддержание их целостности и жизнеобеспечивающих функций для устойчивого развития общества, повышения качества жизни, улучшения здоровья населения и демографической ситуации, является стратегической целью государственной политики в области экологии [6].

В России статьей 14 ФЗ «Об охране окружающей природной среды» закреплены следующие методы экономического регулирования в области охраны окружающей среды:

- разработка государственных прогнозов социально-экономического развития на основе экологических прогнозов;
- разработка федеральных программ в области экологического развития Российской Федерации и целевых программ в области охраны окружающей среды субъектов Российской Федерации;
- разработка и проведение мероприятий по охране окружающей среды в целях предотвращения причинения вреда окружающей среде;
- установление платы за негативное воздействие на окружающую среду;
- установление лимитов на выбросы и сбросы загрязняющих веществ и микроорганизмов, лимитов на размещение отходов производства и потребления и другие виды негативного воздействия на окружающую среду;
- иные методы экономического регулирования по совершенствованию и эффективному осуществлению охраны окружающей среды.

В последнее десятилетие среди указанных методов регулирования в области охраны окружающей среды и обеспечения экологической безопасности в Российской Федерации широко применяется программно-целевой метод финансирования.

Так, в настоящее время наряду с другими программными мероприятиями

в России реализуется широкомасштабная Федеральная целевая программа Развитие г. Сочи как горноклиматического курорта (2006–2014 гг.) (далее — Программа).

Использование программно-целевого метода для решения проблем развития г. Сочи направлено на создание условий для максимально эффективного управления ресурсами, в том числе финансовыми, включая ресурсы федерального бюджета. В данном случае применение указанного метода позволит осуществить: координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти, органов исполнительной власти субъекта Российской Федерации и органов местного самоуправления в области развития горноклиматического курорта г. Сочи; реализацию комплекса мероприятий, способствующих сохранению и улучшению физического и духовного здоровья граждан, росту их благосостояния [7].

Программа рассчитана на 2006–2014 гг. и осуществляется в 3 этапа: 1-й этап — 2006–2007 гг.; 2-й этап — 2008–2012 гг.; 3-й этап — 2013–2014 гг.

Финансирование мероприятий Программы осуществляется за счет средств федерального бюджета, бюджета Краснодарского края, местного бюджета г. Сочи и внебюджетных источников. Общий объем финансирования Программы в 2006–2014 гг. составит 313,887 млрд руб. в том числе за счет средств федерального бюджета — 185,822 млрд руб. бюджета Краснодарского края — 4,611 млрд руб. бюджета г. Сочи — 4,624 млрд руб. и внебюджетных источников — 118,83 млрд руб.

Долевое участие в финансировании мероприятий программы наглядно представлено на рис. 1.

Таким образом, основная доля финансирования мероприятий программы приходится на федеральный бюджет. На осуществление природоохранных мероприятий выделяется 2,651 млрд руб., что в общем объеме финансирования мероприятий программы составляет 1%, причем основная доля приходится на бюдже-

ты Краснодарского края и г. Сочи. В 2007–2010 гг. из федерального бюджета финансирование охраны окружающей среды в рамках Программы запланировано в следующем объеме: 2007 г. — 0,006 млрд руб., 2008–2010 гг. — 0,017 млрд руб.

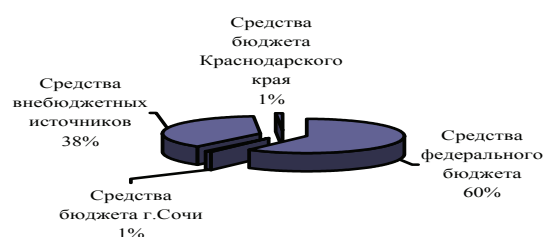


Рис. 1. Доля участия в финансировании мероприятий Программы

Для организации надзорно-контрольной деятельности в природоохранной области на период подготовки города Сочи к XXII зимним Олимпийским играм и XI Паралимпийским играм 2014 г. Ростехнадзор создан Координационный совет. Ростехнадзор осуществляет контроль за тем, как предприятия обеспечивают требования экологической, промышленной и энергетической безопасности. Таким образом, наблюдается стремление обеспечить жесткий экологический контроль при подготовке к Олимпиаде.

Рассмотрение условий проведения зимних Олимпийских игр является актуальным в связи с тем, что обеспечение экологической безопасности является важнейшим показателем качества проведения зимних олимпийских игр. Управление экологической безопасностью в регионе должно быть в целом эффективным.

Обычной задачей предолимпийской программы является в том числе и проведение комплекса природоохранных мероприятий, минимизирующих отрицательное воздействие на окружающую среду, в связи с тем что одной из ключевых тем в критериях Международного Олимпийского Комитета (МОК) является охрана окружающей среды.

Для соответствия инфраструктуры г. Сочи требованиям МОК необходимо выполнение следующих условий:

- наличие природоохранных сооружений, оснащенных передовыми технологиями хранения и переработки твердых бытовых отходов (значимость показателя в общей оценке — 30 %);

- удельный вес экологически чистого топлива в общем объеме его потребления (значимость показателя в общей оценке — 20 %);

- незасоренность ливневых стоков (значимость показателя в общей оценке — 50 %).

До начала реализации Программы степень готовности к проведению Олимпийских игр и соответствия требованиям МОК по направлению «экология» составила около 39%. По итогам реализации предолимпийской программы предполагается достичь 100%.

Для удовлетворения требований МОК и обеспечения дополнительных гарантий экологической безопасности побережья Черного моря при реализации

рушениями природоохранного законодательства. Так, проверка водоканала в районе Большого Сочи выявила повсеместное нарушение технологии очистки сточных канализационных вод. Ни одна свалка промышленных и бытовых отходов Сочи не имеет соответствующей разрешительной документации.

В связи с необходимостью обеспечения экологической безопасности г. Сочи Федеральной Целевой Программой «Развитие г. Сочи как горноклиматического курорта (2006–2014 гг.)» предусмотрены природоохранные мероприятия. Мероприятия, связанные с природоохранной деятельностью, составляют 5,6% общего количества программных мероприятий и относятся к прочим нуждам. Общий объем финансирования указанных мероприятий — 2,651 млрд руб., в том числе за счет средств федерального бюджета — 0,632 млрд руб. (24%), бюджета Краснодарского края и бюджета г. Сочи — 1,799 млрд руб. (68%), внебюджетных средств — 0,22 млрд руб. (8%). Распределение участия представлено на рис. 2.

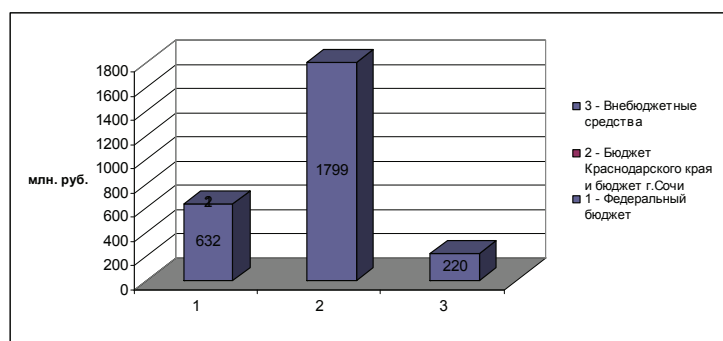


Рис. 2. Доля участия в финансировании природоохранных мероприятий Программы

Программы Ростехнадзором и Росприроднадзором проведена экологическая проверка Черноморского побережья России. В рамках проверки Черноморского побережья объектам Сочи уделено особое внимание в связи с подготовкой к Олимпийским играм 2014 г.

По итогам проверки выяснилось, что практически все очистные сооружения и свалки отходов Черноморского побережья эксплуатируются с грубыми на-

рушениями. В реализации природоохранных мероприятий основная доля участия принадлежит бюджетам Краснодарского края и г. Сочи (68%).

Таким образом, использование программно-целевого метода финансирования для обеспечения экологической безопасности как при подготовке к проведению XXII зимних Олимпийских игр и XI Паралимпийских игр 2014 года, так и при реализации других мероприятий яв-

ляется наиболее эффективным, поскольку позволяет сосредоточить средства на ключевых направлениях и целенаправленно решать поставленные задачи.

**БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСК:**

1. Жуковский А.И., Васильев С.В., Штрейс Д.С. Разработка, реализация и оценка региональных целевых программ (на основе Канадского опыта) / Под общей редакцией Фабричного С.Ю. — 2006. — С. 20–21.
2. Федеральный закон от 10 января 2002 г. №7-ФЗ «Об охране окружающей среды» (с изм. от 05.02.2007 г.)
3. Указ Президента Российской Федерации от 17 декабря 1997 г. № 1300 «О концепции национальной безопасности Российской Федерации» (в редакции Указа Президента Российской Федерации от 10 января 2000 г. № 24)
4. Указ Президента РФ от 4 февраля 1994 г. №236 «О государственной стратегии РФ по охране окружающей среды и обеспечению устойчивого развития».
5. Указ Президента РФ от 01.04.1996г. №440 «О Концепции перехода РФ к устойчивому развитию».
6. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 31 августа 2002 г. №1225-р «Об экологической доктрине Российской Федерации» (с изм. от 05.02.2007г.)
7. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 23 января 2006 г. №58-р «Федеральная целевая программа Развитие г. Сочи как горноклиматического курорта (2006–2014 гг.).

© **Шевченко А.А.**,

руководитель Территориального управления  
Федеральной службы Росфиннадзора  
в Ростовской области, к.э.н.

© **Аюбов Н.А.**,

зам. руководителя Территориального  
управления Федеральной службы  
Росфиннадзора в Ростовской области, к.э.н.

### **АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО ФИНАНСОВОГО КОНТРОЛЯ**

Государственный финансовый контроль — одна из важнейших функций государственного управления, которая направлена на вскрытие отклонений от принятых стандартов законности, целесообразности и эффективности управления финансовыми ресурсами и иной государственной собственностью, а при наличии таких отклонений — на своевременное принятие соответствующих корректирующих и превентивных мер.

В России государственный финансовый контроль главным образом реализуется в регламентированной законодательством деятельности специальных государственных общепризнанных органов (Счетная палата Российской Федерации, Росфиннадзор, Департамент регулирования государственного финансового контроля, аудиторской деятельности, бухгалтерского учета и отчетности Министерства финансов РФ), а также через такие виды контроля, как казначейский, налоговый, валютный, банковский.

Наряду с федеральной Счетной палатой, составной частью государственного финансового контроля является Федеральная служба финансово бюджетного надзора (Росфиннадзор) и ее территориальные управления в субъектах Российской Федерации, которая осуществляет: контроль и надзор за использованием средств федерального бюджета, средств государственных внебюджетных фондов, а также материальных ценностей, находящихся в федеральной собственности; за соблюдением требований бюджетного законодательства Российской Федерации получателями финансовой помощи из федерального бюджета; за исполнением органами финансового контроля федеральных органов исполнительной власти, органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации, органов местного самоуправления законодательства Российской Федерации о финансово-бюджетном контроле и надзоре; за соблюдением резидентами и нерезидентами актов валютного законодательства.

Кроме того, различные государственные органы, в пределах своих полномочий, осуществляют ведомственный финансовый контроль по оценке государственных программ и аспектов бюджетного процесса, по надзору и проверке органов государственной власти, организаций и их объединений с целью соответствия целевому назначению, рациональности, полноты и своевременности направления и использования государственных финансовых ресурсов, вскрытия резервов и их формирования и расходования, выявления отклонений от законности и эффективности финансово-хозяйственных операций и их отражения в отчетности, установления полноты и своевременности расчетов с государственным бюджетом и внебюджетными фондами, а также выявления резервов повышения эффективности деятельности и роста доходов государственного бюджета. От эффективности государственного финансового контроля зависит экономическое и политическое благополучие нации.



На сегодняшний день система государственного финансово-бюджетного надзора сложилась в примерном соответствии с распределением полномочий между различными уровнями власти. Так, Федеральная служба финансово-бюджетного надзора (Росфиннадзор) согласно российскому законодательству является уполномоченным органом, контролирующим целевой и правомерный характер расходования средств федерального бюджета собственными распорядителями бюджетных средств (министерствами, службами, агентствами и подведомственными организациями), региональными бюджетами (получающими эти средства в виде трансфертов из федерального бюджета), а также расходование средств государственных внебюджетных фондов. Контрольные органы региональных органов исполнительной власти осуществляют в соответствии с региональными законами аналогичные функции в отношении средств региональных бюджетов, а также средств муниципалитетов, полученных в виде трансфертов из региональных бюджетов. На уровне муниципалитетов контрольные функции исполняют органы, создаваемые решениями властей муниципального уровня.

Таким образом, базовые предпосылки для формирования интегрированной системы государственного финансового контроля имеются. По нашему мнению, такая задача должна быть решена достаточно быстро, за два-три года.

Интеграция надзорных органов разных уровней власти, естественно, не означает их слияния или соподчинения — конституционное устройство Российской Федерации этого в принципе не допускает. Речь идет о создании условий для более глубокой кооперации органов финансово-бюджетного надзора, в первую очередь для решения уже очевидных проблем.

Сложившаяся система межбюджетных отношений подразумевает существование значительных межбюджетных трансфертов (а межрегиональные различия в Российской Федерации таковы, что

межбюджетные трансферты в целях выравнивания бюджетной обеспеченности регионов будут существовать и в обозримом будущем). Зачисление федеральных трансфертов в доходную часть региональных бюджетов порождает для надзорных органов правовую неопределенность, которая еще более усиливается, когда реализуются проекты, софинансируемые Федерацией и регионами, не говоря уже о так называемом частно-государственном партнерстве, при котором теоретически действует не только бюджетное законодательство, но и хозяйственное право. Дополнительным усложняющим элементом становится и передача средств федерального бюджета непосредственно на муниципальный уровень, при том что эти средства проходят через счета региональных бюджетов и администрируются региональными органами управления.

Помимо правовой неопределенности тревогу вызывает неполная готовность надзорных органов регионального и муниципального уровней обеспечить финансово-бюджетный надзор как за средствами, передаваемыми из федерального бюджета, так и в целом за расширяющимися бюджетами соответствующего уровня. Дело даже не столько в малочисленности органов финансово-бюджетного надзора регионального и муниципального уровней, дело в первую очередь в отсутствии единых принципов и единой методологической базы государственного и муниципального финансового контроля. Проведенный нами анализ показывает, что существующие различия в подходах к организации контроля и вынесению санкций настолько велики, что ставят под вопрос сам тезис единства системы государственного финансового контроля.

Исходя из вышеизложенного, задачей особой важности представляется разработка единых стандартов государственного финансово-бюджетного контроля для контрольных органов исполнительной власти федерального, регионального



и муниципального уровней. Международные стандарты могут стать в данном случае хорошей исходной базой, однако должны быть существенно дополнены и конкретизированы с учетом специфики бюджетной системы Российской Федерации. Росфиннадзор разработал проект таких стандартов, однако, прежде чем их принять, необходимо внести поправки в Бюджетный кодекс Российской Федерации.

В настоящее время в отечественной науке и практике нет единого понимания государственного контроля, нет его концепции. Дают о себе знать определенная «ведомственность» интересов, отсутствие комплексного подхода к изучению и решению тех или иных вопросов контроля. Требуется законодательного решения и вопрос о необходимости узаконить основные методы осуществления государственного финансового контроля, такие как ревизия и проверка.

Различными кодексами и законами Российской Федерации, указами Президента РФ, постановлениями Правительства РФ, другими нормативно-правовыми актами определены органы власти и должностные лица, в права и обязанности которых входит назначение и проведение ревизий и проверок.

Так, например, ст. 70 Уголовно-процессуального кодекса Российской Федерации установлено, что лицо, производящее дознание, следователь, прокурор и суд вправе наряду с другими способами собирания доказательств требовать производства ревизии. Статья 22 Федерального закона от 17.01.92 г. № 2202-1 «О прокуратуре Российской Федерации» предусматривает право прокурора требовать от руководителей и других должностных лиц проведения проверок и ревизий деятельности подконтрольных или подведомственных им организаций. Ревизия и проверка признаны Бюджетным кодексом в качестве методов контроля за исполнением бюджетов (ст. 112, 157, 256 и др.).

Однако до сих пор в России нет законодательного акта, которым было бы

определено, что такое ревизия, каковы ее задачи, содержание, порядок проведения и оформления результатов. Равным образом не установлены функции, обязанности, права, способы деятельности ревизора (инспектора, проверяющего), возможности и правовое положение ревизуемой организации, требования к составлению документов ревизии. Все сказанное относится и к финансовой проверке.

В результате разные органы регламентируют свои контрольные мероприятия по-разному, т.е. к проверяемым предъявляют требования, установленные не законом, а подзаконными актами. Это открывает широкие возможности и для уклонения от контроля, и для произвольных действий проверяющих. С другой стороны, все чаще усилия контролеров наталкиваются на правовые барьеры. К примеру, ст. 12 и 13 Гражданского кодекса Российской Федерации представляют возможность оспаривать в суде даже подписанный ревизуемой стороной акт по результатам контрольного мероприятия.

Отсутствие единых методик, стандартов контрольной деятельности влечет за собой разобщенность, разнотолкование, разное действие контрольных органов на всех уровнях. Представляется, что каждый из органов государственного финансового контроля должен иметь свои специфические цели и задачи. При этом проверки и ревизии целесообразно проводить, руководствуясь едиными методиками и программами. Кроме того, изменившиеся и продолжающие динамично меняться в сторону усложнения условия хозяйствования, политическая и социально-экономическая обстановка, рост ее нестабильности требуют пересмотра старых типовых инструкций и методических указаний, регулирующих единообразно основные вопросы организации и проведения комплексных ревизий и тематических проверок.

Все эти проблемы и должна решить стандартизация государственного финансового контроля. Заметим при этом, что сравнительно новый для России метод

финансового контроля, рожденный условиями и потребностями рыночного хозяйства, — аудит — в правовом отношении методически обеспечен.

Аудиторская проверка и аудиторское заключение предполагают, что субъект проверки готовит отчетность, которая подлежит аудиту и по которой можно выразить то или иное мнение. Предполагается, что отчетность, аудит которой можно было бы проводить в соответствии с Международными стандартами аудита, будет формироваться в новой системе бюджетной отчетности. Однако вопрос о том, на каком именно уровне консолидации бюджетная отчетность может подлежать внешнему аудиту в соответствии с международными стандартами, пока остается дискуссионным. В качестве такой отчетности может рассматриваться, например, консолидированная отчетность Российской Федерации (субъекта РФ, муниципального образования) как публично-правового образования. Возможно, в качестве отчетности, подлежащей внешнему аудиту, можно рассматривать и консолидированную отчетность главного распорядителя бюджетных средств.

Стандарты бюджетного учета и отчетности должны содержать общие требования и подходы к таким вопросам, как формирование финансовой отчетности, квалификация, признание и оценка объектов учета и т.п., а также допускать использование самостоятельного профессионального суждения. Главный бухгалтер будет вправе добавлять строки в отчетность, в большей или меньшей степени детализировать информацию в пояснительной записке, вероятность наступления событий, влияющих на отчетность, рассчитывать величину резервов и т.п. Проводимая в настоящее время реформа бюджетного процесса предполагает повышение ответственности и предоставление самостоятельности его участникам и администраторам бюджетных средств.

Анализируя методы и формы организации системы финансового контроля,

можно отметить следующие главные недостатки существующей системы:

- отсутствие четкой и полномасштабной нормативно-правовой базы. Государственный финансовый контроль не стандартизирован, нет общих правил контроля. Многочисленные проверки различных контролирующих структур зачастую лишь вносят разлад в функционирование хозяйствующих субъектов. В принципе законодательство о государственном финансовом контроле основывается на соответствующих нормативно-правовых актах об органах государственного финансового контроля, но данные акты формируют только саму возможность разработки некой интегративной правовой базы общей системы государственного финансового контроля (объединяющую и справедливую для органов государственного финансового контроля всех ветвей власти), обеспечивающей ее реформирование и развитие;

- контрольная деятельность государственных органов не отвечает предъявляемым требованиям, существующая система отчетности в некоторых контрольных органах не позволяет судить о реальном исполнении ими своих функций;

- нет достаточно четкого определения места и роли каждого субъекта государственного финансового контроля в целостной системе, что, кроме всего прочего, порождает многочисленные коллизии и перекладывание ответственности;

- отсутствие четкого разграничения сфер деятельности и нерациональное разделение обязанностей между субъектами контроля. Деятельность контролирующих структур в значительной мере пересекается, что без соответствующей координации порождает неоправданное дублирование и параллелизм. Вследствие этого не только размывается ответственность контрольных органов, но и происходит нерациональное расходование выделенных на реализацию контрольных мероприятий бюджетных средств;

• органы финансового контроля слабо взаимодействуют, коммуникационные системы между ними не отработаны.

Таким образом, существующую в настоящее время систему государственного финансового контроля системой как таковой назвать весьма сложно. Существует скорее не система, а некая совокупность разрозненных и слабо связанных между собой контролирующих органов. На наш взгляд, это объясняется тем, что официальная концепция государственного финансового контроля в России до сих пор не сформулирована и отсутствием в настоящее время Закона «О государственном финансовом контроле» (далее — Закона).

Принятие Закона о государственном финансовом контроле, по сути, означало бы собой начало формирования комплексной системы законодательных и нормативных актов государственного финансового контроля в современных условиях построения развитого демократического правового государства. Закон должен учитывать все экономические и социально-политические условия, сложившиеся в стране в настоящий момент, он должен полностью отвечать требованиям нынешнего этапа государственного строительства и проводимой политике в области финансово-экономической стабилизации в обществе.

По поручению полномочного представителя Президента в Южном федеральном округе Территориальным Управлением Росфиннадзора в Ростовской области были разработаны предложения по внесению изменений в действующее законодательство, а также проект закона «О государственном финансовом контроле», который должен решить несколько важных задач, например таких, как: определить терминологию и понятийный аппарат, разработать методологию государственного финансового контроля; определить организационную структуру и органы правового регулирования государственного финансового контроля, их права и обязанности; определить субъектов

права государственного финансового контроля; определить предмет, цели и задачи системы нормативно-правовых актов, определить основные источники права и уровни нормативно-правового регулирования; определить порядок построения системы нормативно-правовых актов государственного финансового контроля, их структуру и содержание; разработать порядок систематизации нормативно-правовых актов, обозначить основные направления взаимодействия правовых актов государственного финансового контроля с актами иных подотраслей финансового права, а также с другими отраслями права.

При этом учитывалось, что в настоящее время существуют проблемы, требующие решения.

Во-первых, в бюджетном законодательстве федерального уровня четко не определены виды финансовых нарушений. В результате суды все чаще и чаще не признают факты финансовых нарушений, выявленные контрольными органами.

Во-вторых, федеральным законодательством предусмотрены санкции только в части нецелевого использования бюджетных средств. Ранее существовавшие административные санкции за иные нарушения бюджетного законодательства из последней редакции Бюджетного кодекса РФ были удалены. В части же санкций за нецелевое использование средств государственных внебюджетных фондов вообще не предусмотрена административная ответственность.

С 2004 г. за нецелевое расходование бюджетных средств предусмотрена наряду с административной и уголовная ответственность. Соответствующие статьи внесены в Уголовный кодекс Российской Федерации. Однако в настоящее время нормативный документ о порядке взаимодействия территориальных управлений Росфиннадзора с правоохранительными органами при назначении и проведении ревизий отсутствует. Единственным рычагом воздействия на нарушителей бюджетного законодательства является отра-

жение в акте проверки нецелевого использования средств федерального бюджета и передача материалов проверок в правоохранительные органы. Следует отметить, что нет ни одного нормативного документа, где четко дается определение термину «правоохранительные органы».

Принятие закона «О государственном финансовом контроле» решило бы многие проблемы, возникающие при осуществлении финансового контроля, в том числе, наложение административного штрафа за нарушение бюджетного законодательства.

В-третьих, нормы федерального законодательства предусматривают административное наказание только за сам факт нарушения финансово- бюджетного законодательства, без учета финансовых последствий таких нарушений для государства, общества и граждан.

В-четвертых, нарушение норм бюджетного законодательства, в частности нецелевое использование средств федерального бюджета, не является длящимся правонарушением, такая позиция была высказана в постановлении Президиума Высшего арбитражного суда РФ от 11 мая 2005 г. по делу №16246/04. Фактически это означает, что в том случае, если контрольные органы зафиксировали факт нарушения по истечении года, административное наказание не может быть применено.

Вступивший в силу Кодекс об административных правонарушениях (далее — КоАП) действует на протяжении 5-и лет. Однако, несмотря на достаточно большой промежуток времени и обширную судебную практику по применению КоАП, остается много положений, которые вызывают споры, различные юридические толкования.

Согласно ст. 4.5 КоАП РФ постановление по делу об административном правонарушении не может быть вынесено по истечении двух месяцев со дня совершения административного правонарушения, а за нарушение бюджетного законодательства Российской Федерации — по

истечении одного года со дня совершения административного правонарушения. Однако данная норма не позволяет Росфиннадзору решить поставленную задачу в полном объеме, поскольку проверки финансово-хозяйственной деятельности получателей бюджетных средств осуществляются с периодичностью раз в 2 года, и лишь в некоторых случаях при получении целевого задания — раз в год.

Действующие нормативно-правовые акты, в частности, не позволяют достаточно четко отнести те или иные правонарушения к категории длящихся или не длящихся. Отнесение того или иного правонарушения к длящемуся, как это следует из общих положений КоАП РФ, является компетенцией правоприменителя.

Кроме того, отсутствует единая информационная база по планируемым объемам финансирования и выделенным средствам для обеспечения планирования и проведения контрольных мероприятий. В связи с этим, к примеру, в настоящее время ТУ Росфиннадзора в Ростовской области вынуждено рассылать большое количество запросов в Управление Федерального Казначейства по Ростовской области, в Министерство финансов Ростовской области. В связи с тем, что конечных получателей данных средств (учебные и лечебные заведения, строительные организации и т.д.) могут назвать только отраслевые министерства и ведомства, ТУ Росфиннадзора в Ростовской области вынуждено вести обширную переписку с ними, что существенно затрудняет и затягивает выполнение контрольных мероприятий. Ежемесячные запросы отвлекают министерства от реализации их непосредственных целей и задач, ведут к резкому увеличению документооборота (подобные запросы министерства получают не только от ТУ Росфиннадзора в Ростовской области, но и от правоохранительных и других контролирующих и надзирающих органов), что порой вызывает обоснованное недовольство со стороны органов исполнительной власти субъектов.



Введение единых стандартов и углубление координации надзорных органов разного уровня позволит создать национальную базу данных финансово-бюджетного надзора. Такая база данных, в свою очередь, позволит не только более эффективно планировать работу всех структурных элементов интегрированной системы государственного финансово-бюджетного надзора, но и послужит основанием для введения ограничений на занятие руководящих постов должностными лицами, допускавшими особо злостные нарушения норм финансово-бюджетного законодательства.

Следует отметить, что предусмотренное реформой бюджетного процесса бюджетирование, ориентированное на результат, требует и принципиально нового подхода в осуществлении финансового контроля, позволяющего определить эффективность расходов государственных средств и использования государственной собственности при выполнении функций и задач, установленных законодательными или нормативными актами. При переходе на международные стандарты бюджетирования наиболее актуальными становятся проблемы переноса акцентов традиционной ревизионной работы на аудит эффективности использования государственных средств.

Однако в настоящее время еще не разработана нормативная база, не определена методология проведения аудита эффективности государственных расходов. Для его внедрения в практику работы контролирующих органов Российской Федерации необходимо отработать действующие механизмы и инструменты осуществления бюджетного контроля.

В частности, Бюджетный кодекс Российской Федерации не содержит положений, определяющих, что считать неэффективным использованием бюджетных средств, а также указаний на противоправность неэффективного использования бюджетных средств. Кроме того, понятие «неэффективное использование бюджетных средств» не включено в пере-

чень оснований для применения мер принуждения за нарушение бюджетного законодательства, установленных Бюджетным кодексом. Законодательно не закреплено определение эффективности и целесообразности расходов государственных средств и использования федеральной собственности, не установлено, в какой форме данная задача должна быть реализована.

С 2006 г. осуществляется финансирование федерального бюджета для реализации приоритетных национальных проектов «Здоровье», «Образование», «Доступное и комфортное жилье — гражданам России» и «Развитие агропромышленного комплекса». Контроль за расходованием средств федерального бюджета осуществляют различные контролирующие органы, что приводит к дублированию контрольных функций. Кроме того, нет единой методологической основы для единообразной трактовки нарушений у разных контролирующих структур.

Проведение проверок использования средств федерального бюджета, выделенных на реализацию приоритетных национальных проектов до завершения финансового отчетного периода, не позволяет увидеть полную и объективную картину расходования данных средств. Многие учреждения и организации не в состоянии осваивать выделяемые средства в столь короткие сроки. Данный факт объясняется не инертностью учреждений, а особенностями правовых и законодательных актов Российской Федерации, например, необходимостью проведения конкурсных торгов по закупкам для нужд государственных учреждений. Проверки по истечению отчетного периода позволили бы контролирующим органам более рационально подойти к контрольным мероприятиям, так как исключили бы необходимость многократных проверок в одних и тех же учреждениях и организациях, по каждой поступившей сумме и каждому направлению, а также позволили бы увидеть конечный результат и эффективность проведенной работы.



В ходе проверок использования государственных средств, выделенных на реализацию приоритетных национальных проектов, проведенных Территориальными управлениями Росфиннадзора в 2007 г., возник ряд вопросов, не нашедших отражения в законодательстве, регламентирующем расходование данных средств.

Например, при проверке использования средств, выделенных на реализацию приоритетного национального проекта «Здоровье», возник вопрос о правомерности оплаты родового сертификата родильному дому, если женщине, поступившей в роддом на общих основаниях, в роддоме предоставляются сервисные услуги (палата повышенной комфортности, круглосуточный пост и др.) за отдельную плату по добровольному медицинскому страхованию, тогда как постановлением установлено, что коммерческим родильным домам оплата родовых сертификатов не производится.

Кроме того, возник вопрос, правомерно ли оплачивать за счет средств родового сертификата учреждению текущие хозяйственные расходы (ремонт, приобретение хозяйственного инвентаря, ГСМ, питание, и др.). Министерство здравоохранения Ростовской области трактует, что текущие расходы оплачиваются, однако порядком предусмотрены расходы в части капитальных вложений.

Проверкой использования средств, выделенных на реализацию приоритетного национального проекта «Доступное и комфортное жилье гражданам России», установлено, что при выделении гражданам определенных категорий жилищных сертификатов предусмотренный порядок принятия обязательств гражданином-участником подпрограммы и членами его семьи по безвозмездной передаче принадлежащих им на праве собственности и свободных от обязательств жилых помещений в государственную и муниципальную собственность не проработан в части перехода права собственности от гражданина государству на указанные жилые помещения; не определено, какие катего-

рии граждан-участников подпрограммы подпадают под его действие и т.д.

Как уже говорилось, Территориальные управления Росфиннадзора осуществляют полномочия органа валютного контроля. Основными мероприятиями в области валютного контроля являются проверки хозяйствующих субъектов по отраслевой принадлежности, т.е. с учетом сложившихся экспортно-импортных потоков товаров, работ, услуг.

Также, в качестве оперативного реагирования, ТУ Росфиннадзора проводит проверки по информации о нарушениях актов валютного законодательства Российской Федерации и актов органов валютного регулирования, поступающей от Банка России, ФТС России, ФНС России, профессиональных участников рынка ценных бумаг, правоохранительных органов, государственных органов, резидентов и нерезидентов.

Решению задач по выявлению, предупреждению и пресечению нарушений валютного законодательства в значительной степени способствуют заключенные ТУ Росфиннадзора соглашения о взаимодействии при осуществлении валютного контроля с таможенными и налоговыми органами, а также «Соглашение об информационном взаимодействии между Центральным банком РФ и Федеральной службой финансово-бюджетного надзора по вопросам валютного контроля».

В то же время возникают трудности при реализации Постановления Правительства Российской Федерации от 07.02.2007 №80, утверждающего правила представления в ТУ Росфиннадзора органами и агентами валютного контроля необходимых для осуществления его функций документов и информации. Территориальные таможенные и налоговые органы отказывают ТУ Росфиннадзора в предоставлении документов и информации. Не менее актуальна проблема существования различных подходов у контролирующих органов к применению норм правовых актов и правовых «пробелов» в валютном законодательстве.

Указанные проблемы связаны с несовершенством законодательной базы как непосредственно норм валютного законодательства и актов органов валютного регулирования, так и в других областях законодательства, таких, например, как законодательство о внешнеторговой деятельности, которое не дает полноценного толкования собственных терминов, таможенное законодательство, административное — при применении мер ответственности к нарушителям. Для решения проблем разрабатываются мероприятия, повышающие эффективность выполнения функций Росфиннадзора как на федеральном уровне, так и в территориальном управлении.

Первоочередной задачей является формирование общей информационно-технологической инфраструктуры для обеспечения деятельности федеральных органов, осуществляющих валютный контроль, то есть установление уже технической инфраструктуры взаимодействия с Федеральной таможенной службой и Федеральной налоговой службой и построение единой системы по управлению процессом планирования деятельности территориальных управлений. Важное направление — информационный обмен с Центральным банком России. Активно прорабатываются вопросы передачи уполномоченными банками информации о нарушениях их клиентами актов валютного законодательства в ТУ Росфиннадзора, чтобы с двух сторон смотреть на ситуацию, не только со стороны таможни и налоговой службы, в том случае если участник ВЭД нарушает нормы валютного законодательства, но и со стороны банка, через который участник ВЭД проводит операции, обеспечивающие его деятельность, где и происходят собственно нарушения.

Одной из общих проблем является то, что правоохранительные органы не могут Росфиннадзор привлекать к проверкам бюджетных и прочих средств, используемых учреждениями, предприятиями, которые не являются получате-

лями средств из федерального бюджета. В компетенцию Росфиннадзора не входит проведение проверок других средств, кроме средств федерального бюджета.

Поэтому надзор за ситуацией со стороны иных контрольных органов (например, Счетной палаты РФ) был бы, видимо, полезен. «Контроль над контролем» должен быть довольно сильным, поскольку здесь будет доминировать административный механизм регулирования; к тому же мотивация государственных контролеров менее сильна, чем в частном секторе. Немаловажно и то, что органы Государственного финансового контроля сами нарушают финансовую дисциплину, а их работа сопровождается большим количеством крупных недостатков. Поэтому деятельность самого контрольного органа должна подвергаться действенным проверкам.

Как организовать систему таких проверок — это вопрос, выходящий за рамки концепции и относящийся к методологическим проблемам финансового контроля. К концептуальным относится, на наш взгляд, вопрос о том, как должен осуществляться контроль за верхним уровнем контрольной пирамиды, например за Счетной палатой РФ (а организация контроля за нижестоящими уровнями в значительной степени ее прерогатива) с тем, чтобы, с одной стороны, быть действенным, а с другой — не связывать ей руки. Большую роль будет играть здесь еще один инструмент, достаточно прочно вошедший в западную практику: орган национального ГФК подвергается проверке аналогичным органом другой страны. Например, деятельность Счетной палаты РФ не так давно проверялась Национальным контрольно-ревизионным управлением Великобритании. Но такой инструмент, на наш взгляд, обладает некоторыми минусами, над ослаблением которых целесообразно задуматься. Главный из них — проверяющий не обладает стопроцентной независимостью по отношению к проверяемому: возможные дружеские отношения на базе неоднократных встреч

на международных конференциях, корпоративная солидарность и т.д.

На наш взгляд, необходимо введение и усиление материальной заинтересованности контролеров в качественном финансовом контроле: штрафные санкции за явные нарушения и премии за действенные контрольные мероприятия.

Технологическая близость с бухгалтерским учетом связана с тем, что финансовый контроль осуществляет проверку достоверности именно бухгалтерской отчетности (или явным образом с ней связанной — налоговой). Ввиду этого контролер должен обладать достаточными знаниями в сфере бухгалтерского учета, а в его арсенале, кроме того, должны присутствовать аналитические процедуры, выборочные методы и т.д.

Следовательно, система нормативно-правовых актов государственного финансового контроля должна строиться при учете следующих основных требований:

- нормативно-правовые акты государственного финансового контроля не должны иметь противоречий (в том числе несоответствие в названиях, в терминологии и т.д.), не должны дублировать друг друга (то же самое относится и к правовым актам, регулирующим иные сферы государственного управления и финансов). Выполнение этого принципа в общем и целом должно быть обеспечено четкой концепцией и правилами построения системы правового регулирования государственного финансового контроля;

- должно быть четко определено то, какие конкретные вопросы государственного финансового контроля рассматривает тот или иной уровень нормативного регулирования, как он взаимодействует с иными уровнями, какие виды нормативно-правовых актов входят в тот или иной уровень;

- должна быть четко определена обязательность применения, порядок разработки и согласования нормативно-правовых актов государственного финансового контроля.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Бюджетный кодекс РФ от 31.07.1998 г. №145-ФЗ (ред. 08.11.2007) // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

2. Кодекс РФ об административных правонарушениях от 30.12.2001 г. № 195-ФЗ (ред. 03.03.2008) // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

3. Уголовно-процессуальный кодекс РФ от 18.12.2001 г. № 174-ФЗ (ред. 06.12.2007) // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

4. Федеральный закон от 21 июля 2005 г. № 94-ФЗ (ред. 08.11.2007) «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд» // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

5. Федеральный закон от 14.01.1995 г. № 4-ФЗ «О Счетной палате РФ» (ред. 24.07.2007) // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

6. Федеральный закон от 10.12.2003 года № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» (ред. 30.10.2007) // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

7. Указ Президента РФ от 25.07.1996 г. № 1095 «О мерах по обеспечению государственного финансового контроля в Российской Федерации» (ред. 18.07.2001) // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

8. Всероссийское совещание руководителей налоговых органов и федеральных органов налоговой полиции // Российская газета. — 13 февраля 2001 г.

9. Президент Российской Федерации Путин В.В. // Из приветствия участникам Всероссийского совещания руководителей контрольно-счетных органов Российской Федерации 07.12.2000 г.

10. Постановление Правительства Российской Федерации от 07.02.2007 №80 «О порядке представления органами и агентами валютного контроля в орган валютного контроля, уполномоченный Правительством Российской Федерации, не-

обходимых для осуществления его функций документов и информации» // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

11. Постановление Президиума Высшего арбитражного суда РФ от 11 мая 2005 г. «По делу об административном правонарушении» // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

12. Постановление Пленума Верховного Суда Российской Федерации от 24.03.2005 №5 «О некоторых вопросах, возникающих у судов при применении КоАП» // Справочно-правовая система Консультант-плюс.

13. Гутцайт Е.М. О концепции финансового контроля // Аудитор. — 2006. — №6.

14. Павленко С.Ю. Финансово-бюджетный надзор: состояние, задачи и наши действия // Бюджет. — 2006. — №1.

15. Зырянова Т.В., Бородиневская А.А. Стандартизация государственного финансового контроля: Россия и мировой опыт // Бухгалтерский учет в бюджетных и некоммерческих организациях. — 2007. — № 11.

16. Шевченко А.А. Проблемы и направления деятельности территориального управления Росфиннадзора в Ростовской области // Бюджет. — 2007. — №4.

© Чареева М.В.,

доцент каф. «Финансовый менеджмент»  
РГЭУ «РИНХ», к.э.н.

### **ОРГАНИЗАЦИЯ СИСТЕМЫ БИЗНЕС-ПЛАНИРОВАНИЯ НА ПРЕДПРИЯТИИ КАК ОСНОВА ДЛЯ ВЫРАБОТКИ И ПРИНЯТИЯ РАЦИОНАЛЬНЫХ УПРАВЛЕНЧЕСКИХ РЕШЕНИЙ**

В рыночной экономике бизнес-план является рабочим инструментом, используемым во всех сферах предпринимательства. Бизнес-план описывает процесс функционирования фирмы, показывает, каким образом ее руководители собираются достичь поставленных целей и задач.

Бизнес-планирование — относительно новое явление в экономике России, несмотря на то что многие понятия рыночной экономики уже вошли в деловую жизнь и практику российских предприятий.

Многочисленными специалистами-исследователями в США давно уже выявлена высокая положительная корреляция между планированием в рыночных условиях и успехом ведения дела в различных сферах бизнеса. Достоверно известно, что при планировании своей деятельности фирмы имеют значительно более высокие экономические результаты, чем без систематического планирования.

По данным Ассоциации Консультантов по экономике и управлению, спрос на консультирование по планированию

сейчас в России повышается наиболее заметно. В настоящее время можно выделить две явно преобладающие категории заказчиков. К первой относятся наиболее крупные организации, для которых характерно долгосрочное планирование своей деятельности. Ко второй можно отнести средние фирмы, которые склонны прибегать к услугам консультантов лишь тогда, когда предприятие уже оказалось в достаточно сложной ситуации [2, с. 5].

Как бы то ни было, планирование бизнеса уже сегодня существенно содействует российским предприятиям в решении их насущных задач.

Однако, к сожалению, российская специфика состояния рынка усложняет процедуры разработки бизнес-планов и учета в них ряда трудно предсказуемых факторов. К последним можно отнести уровень инфляции, плавающие банковские и налоговые ставки, перевод рублевых показателей в твердые валюты, проблемы оплаты поставок из-за кризиса неплатежей, недостаточность информационных и статистических данных и т.д.

Уже сейчас бизнес-план становится главным документом внутрифирменного планирования на предприятии. В условиях рыночной экономики подобный план должен быть плановой программой изучения рынка и конкурентов, рисков, производственно-хозяйственной и финансовой деятельности и продаж, обеспечивать адаптацию деятельности фирмы к новым условиям. Такого рода подход предполагает возможность и необходимость разработки локальных бизнес-планов по отдельным проектам, продуктам (товарам) и услугам. В кризисных же условиях бизнес-план предприятия призван, прежде всего, решать задачи улучшения его финансового состояния.

Бизнес-план — это стартовая площадка любого попавшего в затруднительное положение предприятия, фундамент его оздоровления. Но необходимо всегда помнить, что лишь тщательное исследование может привести к составлению реально выполнимого плана обеспечения рыночной стабильности фирмы.



Любая ошибка может стоить дополнительных средств, а может быть, приведет к краху всего проекта.

Под бизнесом (англ. business — дело, предпринимательство) понимают экономическую деятельность, осуществляемую за счет собственных или заемных средств на свой риск и под свою имущественную ответственность [3, с.6].

Бизнес-планирование на предприятии, как и любое планирование вообще, может быть различным по срокам, точности, по вносимым поправкам и степени координации. Однако общими для всех видов планирования являются следующие признаки:

1. Планирование — это упорядоченный процесс.
2. Основой планирования является обработка информации.
3. В рамках планирования разрабатываются определенные действия (проекта).
4. Планирование направлено на достижение определенных целей.

В соответствии с данными признаками Ф.К. Беа, Э. Дихтл и М. Швайтцер определяют планирование как упорядоченный, основанный на обработке информации процесс по разработке проекта, который определяет параметры для достижения целей в будущем [12, с.87].

При этом российский экономист В.В. Шеремет считает, что планирование — это один из принципов организации финансов предприятия, который предоставляет возможность предприятию предвидеть свое развитие и использовать это предвидение для корректировки деятельности предприятия [11, с.65].

Мы придерживаемся точки зрения, что необходимо точно представлять свои потребности на перспективу не только в материальных, трудовых, интеллектуальных, но и в финансовых ресурсах, что особенно существенно в рыночной экономике. Важно предусмотреть и источники их получения, уметь выявлять эффек-

тивность использования ресурсов в процессе работы предприятия. Отсюда, обеспечение его хозяйственной деятельности, осуществляемое на основе плана, является важнейшей задачей для любого менеджера. Обширный опыт зарубежных и российских предприятий доказывает, что недооценка планирования предпринимательской деятельности в условиях рынка, его игнорирование или некомпетентное осуществление приводят к огромным экономическим потерям и в конечном счете к банкротству.

План организации способствует решению таких задач, как максимизация прибыли предприятия и повышение благосостояния собственников, определяя наиболее выгодные источники финансирования и рациональные направления расходования средств, обеспечивая устойчивое положение предприятия на рынке.

Современная хозяйственная ситуация вынуждает бизнес особенно внимательно относиться к внутрифирменному планированию. Именно бизнес-план является наиболее прогрессивной формой подобного планирования. Успех в мире бизнеса решающим образом зависит от понимания состояния дел на данный момент, четкого представления того, что бизнес намерен достичь, и планирования процесса перехода из одного состояния в другое.

Назначение планирования можно выразить словами Огюста Конта: «Знать, чтобы предвидеть; предвидеть, чтобы управлять» [4, с.57].

Особенно важно планирование в коммерческой деятельности, где требуется предвидение в долгосрочной перспективе и предварительные разработки, предшествующие первым шагам предприятия. Составление и реализация плана — непрерывный процесс, который может быть наглядно представлен схемой (рис. 1) [6, с. 3].

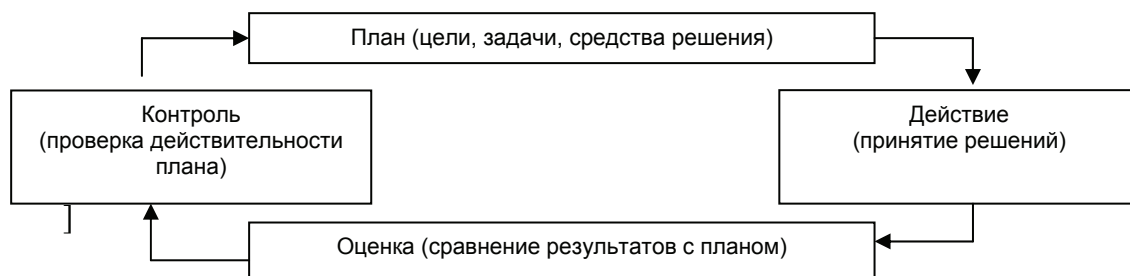


Рис. 1. Формирование и реализация плана

Овладение искусством составления бизнес-плана в условиях российской экономики стало крайне актуальным в силу следующих причин:

- во-первых, в нашей экономике появляется поколение предпринимателей, не имеющих пока опыта управления в условиях рынка;
- во-вторых, меняющиеся экономические условия требуют от опытных руководителей ставить и решать задачи по-новому;
- в-третьих, для привлечения иностранных инвестиций необходимо уметь обосновывать свои заявки и доказывать инвесторам свои способности и возможности [5, с.112].

Бизнес-планирование как целенаправленная экономическая деятельность позволяет рассматривать одновременно множество взаимосвязанных экономических, социальных, организационных, инвестиционных, управленческих и других проблем предприятия как целостную систему. Поэтому бизнес-планирование на предприятии служит основой организации и менеджмента производства, является базой для выработки и принятия рациональных управленческих решений.

Результатом процесса бизнес-планирования является система планов. План включает в себя основные показатели деятельности, которые должны быть достигнуты к концу планового периода. По существу, план — это набор инструкций для менеджеров, описывающих роль, которую каждая часть организации должна играть в процессе достижения целей фирмы.

Процесс планирования сложен и разнообразен. Этим определяется комплексный характер системы планов, кото-

рую можно разделить на следующие элементы [7, с. 93]:

1. Стратегический план, иначе называемый генеральным планом фирмы (часто составляется на 5 лет вперед). Выбор такой длительности обусловливается рядом причин, и прежде всего тем, что за этот период обычно происходят сменяемость основных фондов, кардинальные изменения в науке и технике, изменение вкусов населения в сторону новых видов продуктов и услуг и т.д.

2. Общефирменные планы, составляющие продолжение стратегического плана и определяющие главные задачи развития организации. Основой этих планов является план развития фирмы.

3. Краткосрочные планы фирмы и текущие планы подразделений, в том числе бюджетные, дополняют общефирменные планы текущей деятельности.

4. Программы (или планы-программы) и бизнес-проекты.

*Стратегическое планирование* — видение предприятия в будущем, его места и роли в экономике и общественно-экономическом устройстве страны, а также основных путей и средств достижения этого нового состояния. Речь идет о формах и методах выполнения принятых стратегических решений на основе их увязки друг с другом, соответствующего ресурсного обеспечения и выбора оптимальных способов их реализации, рассчитанных на длительный период времени. В него входят глобальные программы организации [9, с.145].

Таким образом, можно утверждать, что стратегическое планирование — это средство реализации стратегии предприятия, оно направлено на поиск необходимых ресурсов и путей по достижению це-

лей, вытекающих из принятой стратегии развития. По существу, это увязка целей и ресурсов по их достижению.

*План развития организации* оформляется в виде бизнес-плана фирмы. Являясь, по существу, наступательным планом, он включает в себя комплекс взаимосвязанных мероприятий, необходимых для создания новых сфер деятельности фирмы. План развития должен определять пути выхода на новые позиции. В нем должны быть отражены:

1. Условия спроса в будущем, в разрезе по товарам и описание внутренних элементов организации, необходимых для ее развития.

2. Новые виды продукции, которыми должна быть дополнена номенклатура предприятия, часть основной продукции, которая должна быть заменена новыми товарами и услугами.

3. Методы предупреждения ошибок при вложениях капитала и разработке новой продукции.

4. Диапазон экономических ресурсов, необходимый для производства новых товаров и услуг.

5. Организационные способы создания новых производств: будет ли это поглощение в форме скупки (аквизиций) других предприятий, слияние с организациями, производящими нужные продукты, или создание производств собственными силами, путем проведения научных исследований и разработок и осуществления предпринимательских проектов.

В силу динамичности процессов, происходящих в деятельности предприятия и страны, необходимо осуществлять текущее планирование. Его результатом являются краткосрочные планы (как правило, на год) с учетом текущих тенденций спроса и предложения. В них показатели устанавливаются на год с разбивкой по кварталам. Эти планы являются скользящими, т.е. на первые 3 месяца показатели устанавливаются жесткие, неизменные, а в последующие 9 месяцев их корректируют по мере изменения ситуации. По

сравнению с краткосрочными планами они являются более детальными, особенно в части движения производства и запасов товарно-материальных ценностей, ценообразования, издержек производства и т.д. По сути, в них увязываются задачи различных служб предприятия. Но более тесная координация различных служб предприятия имеет место в календарном планировании, период действия которого составляет, как правило, 10 дней. Это, по существу, программы движения продукта и всех факторов производства с указанием конкретных дат и служб, отвечающих за тот или иной вид деятельности.

Характерной для экономической организации является разработка программ и бизнес-проектов.

Программы обычно определяют развитие одного из важных аспектов жизни организации. Это могут быть программы по совершенствованию технологии, программы организации контроля качества, программы учета движения запасов и др.

Бизнес-проекты отличаются от программ тем, что они ориентируются на определенный аспект жизнедеятельности и развития организации. В них реализуется совокупность идей и замыслов предпринимательского характера. Они имеют установленную стоимость, график выполнения, включают технические и финансовые параметры, т.е. отличаются высоким уровнем конкретной проработки. До последнего времени они преимущественно были связаны с созданием и продвижением на рынок новых продуктов и услуг фирмы.

Одним из центральных понятий, связанных с проектом, является понятие его цели. Очень близко к этому понятию находится понятие «задача». Уточним их содержание.

Цели — желаемый результат деятельности, достигнутый в пределах некоторого интервала времени [9, с.18].

Задача — желаемый результат деятельности, достигаемый за намеченный (заданный) интервал времени и характе-

ризующийся набором количественных данных или параметров этого результата.

Таким образом, цель становится задачей, если указан срок ее достижения и заданы количественные характеристики желаемого результата.

Для лучшего понимания процесса бизнес-планирования рассмотрим основные принципы, которые формируют его цели, задачи и функции.

По мнению А. Файоля и Р. Акоффа, основными принципами планирования являются единство, участие, непрерывность, гибкость, точность, коммуникативность, адекватность, многовариантность, интеративность (табл. 1) [1, с.135]. Дан-

ные принципы являются не взаимоисключающими, а дополняющими друг друга.

В современной практике бизнес-план выполняет четыре функции [10, с.21]

Первая из них связана с возможностью его использования для разработки стратегии бизнеса. Эта функция жизненно необходима в период создания предприятия, а также при выработке новых направлений деятельности.

Вторая функция — планирование. Она позволяет оценить возможности развития нового направления деятельности, контролировать процессы внутри фирмы.

**Таблица 1.** Характеристика принципов планирования

Принципы планирования	Характеристика принципов
1. Единства	Предполагает, что планирование в организации должно иметь системный характер. Все планы организации — это совокупность документов, объединенных в систему.
2. Участия	Означает, что процесс планирования должен осуществляться всем персоналом организации независимо от должности. Бизнес-планирование, основанное на принципе участия, называют партисипативным.
3. Непрерывности	Заключается в том, что процесс планирования на предприятиях осуществляется постоянно в рамках установленного цикла. При этом разработанные планы непрерывно приходят на смену друг другу. Процесс планирования должен быть непрерывным, исходя из неопределенности внешней среды, изменения целей, задач и представлений фирмы о своих внутренних ценностях и возможностях.
4. Гибкости	Вытекает из неопределенности внешней среды. Планы должны составляться так, чтобы в них можно было вносить уточнения, увязывая их с изменяющимися внутренними и внешними условиями. При выполнении этого принципа предприятие будет нуждаться в дополнительных затратах, причем их уровень должен соотноситься с вероятным будущим риском. Например, фирма должна иметь резервы оборудования, запасов, персонала на случай, если при планировании и прогнозировании было допущено занижение объемов продаж.
5. Точности	Предполагает, что планы фирмы конкретны и детализированы в той степени, в какой позволяют внешние и внутренние условия. Учитывая неопределенность внешней среды и глубину планирования, краткосрочный план более точен, чем долгосрочный и стратегический.
6. Коммуникативности	Понимается координация и интеграция усилий. Иными словами, все должно быть взаимосвязано и взаимозависимо.
7. Адекватности	Иначе говоря, отражение реальных проблем и самооценки в процессе бизнес-планирования. Адекватность предполагает, что реально происходящие процессы с рациональной точностью должны моделироваться при составлении плана предприятия.
8. Многовариантности	Позволяет выбрать наилучшую из альтернативных возможностей поставленной цели. Соблюдение этого принципа требует разработки различных сценариев будущего развития предприятия исходя из вероятностных сценариев развития окружающей среды.
9. Интеративности	Предусматривает неоднократность увязки уже составленных разделов бизнес-плана (итерации). Это обуславливает творческий характер самого процесса бизнес-планирования.

Третья функция позволяет привлекать денежные средства — ссуды, кредиты. В современных российских условиях без кредитных ресурсов практически невозможно осуществить какой-либо значительный проект, однако получить кредит непросто. Главная причина заключается не столько в проблеме высоких процентных ставок, сколько в развившейся практике невозвращения кредитов.

Четвертая функция позволяет привлечь к реализации планов компании потенциальных партнеров, которые пожелают вложить в производство собственный капитал или имеющуюся у них технологию. Решение вопроса о предоставлении капитала, ресурсов или технологии возможно лишь при наличии бизнес-плана, отражающего курс развития компании на определенный период времени.

Таким образом, бизнес-план должен обеспечить анализ, оценку, позиционирование, контроль, управление в условиях неопределенности и динамичности как внешней, так и внутренней среды организации.

Конечным результатом бизнес-планирования является ожидаемый экономический эффект, определяющий в общем виде степень достижения заданных плановых показателей, социально-экономических или иных целей.

Таким образом, обобщая вышеизложенное, можно определить бизнес-план как аналитический документ для планирования предпринимательской деятельности, в котором описываются все основные аспекты будущего коммерческого предприятия, анализируются все проблемы, с которыми оно может столкнуться, а также определяются способы решения этих проблем. Эффективный бизнес-план определяет целесообразность вложений и прибыльность. При этом важно сформировать бизнес-план в соответствии с определенными требованиями и выполнить соответствующие расчеты — это поможет предвидеть будущие проблемы и понять, преодолимы ли они.

## БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Бизнес-планирование в условиях открытой экономики: Учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений / В.П. Галенко, Г.П. Самарина, О.А. Страхова. — М.: Издательский центр «Академия», 2005. — 288 с.
2. Владимирова Л.П. Прогнозирование и планирование в условиях рынка. Учебное пособие. — 6-е издание, переработано и дополнено. — М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2006. — 400 с.
3. Галенко В.П. Бизнес-планирование. — СПб.: Питер, 2004 — 384 с.
4. Егоров Ю.Н., Варакута С.А. Планирование на предприятии. — М.: ИНФРА-М, 2001. — 176 с.
5. Коссов В.В. Бизнес-план: обоснование решений: Учеб. пособие. — М.: ГУ ВШЭ, 2000. — 272 с.
6. Пелих А.С. Бизнес-план или как организовать собственный бизнес. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: «Ось-89», 2002.
7. Планирование, финансы, управление на предприятии: Практическое пособие /О.К. Филатов, Л.А. Козловских, Т.Н. Цветкова. — М.: Финансы и статистика, 2005. — 384 с.
8. Романова М.В. Бизнес-планирование: Учеб. пособие. — М.: ИД «ФОРУМ»: ИНФРА-М, 2007. — 240 с.
9. Сергеев А.А. Экономические основы бизнес-планирования: Учеб. пособие для вузов. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. — 303 с.
10. Складенко В.К., Прудников В.М. Экономика предприятия. Учебник. — М.: ИНФРА-М, 2005. — 528 с.
11. Управление инвестициями: в 2-х т./ Под общ. ред. В.В. Шеремета. — М.: Высшая школа, 2005.
12. Ф.К. Беа, Э. Дихтл, М. Швайццер «Экономика предприятия». — М.: Инфра-М, 2004.



© **Вороной С. П.**,  
проректор РГЭУ «РИНХ»  
по административно-хозяйственной работе

### **ПРЕДЕЛЬНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ БИЗНЕСА И ПАРАМЕТРЫ, ЕЁ ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ**

Эволюция мировой экономики, характерной чертой которой является динамизм, потребовала новых подходов к оценке эффективности. При оценке уровня эффективности хозяйственной деятельности фирмы с позиций динамического равновесия необходимо выйти за рамки традиционных методов и попытаться оценить эффективность всех сторон бизнеса. Исходными посылками в данном случае выступают соотношения темпов роста оборота  $T_o$ , активов  $T_a$  и собственного капитала  $T_k$ . При заданной доходности выражение предельной эффективности бизнеса можно представить в следующем виде<sup>1</sup>:

$$T_o \geq T_a \geq T_k \quad (1)$$

Надо различать эффективность деятельности фирмы и эффективность хо-

<sup>1</sup> В реальной практике множество случаев, когда отдельные знаки имеют противоположное направление. Эти частные случаи требуют углубленного анализа. Даже  $T_a \geq T_k$  объяснить не просто. Так Ю.М. Осипов это объясняет расхождением стоимости фактора и стоимости его производительной силы. А все неравенство выполняется, прежде всего, за счет реализации эффектов производственного и финансового рычагов.

зяйственных решений. Первое понятие с микроэкономических позиций означает: предельная эффективность капитала — это состояние, когда при заданной доходности выполняется вышеуказанное неравенство. Причем если между параметрами знак равенства, то это состояние равновесия. Эти три параметра выражают состояние бизнеса с позиции трех финансовых характеристик: доходности, ликвидности (ликвидность оборота) и риска (структура капитала).

Эффективность хозяйственного решения принято оценивать с позиций положительной разницы доходов и расходов, выраженных денежным потоком, которые после дисконтирования по ставке требуемой нормы доходности дают ответ об эффективности решения.

Формула предельной эффективности бизнеса — это лучшая основа для анализа и прогнозирования денежных потоков в будущем для оценки стоимости бизнеса, а также обоснования ставки дисконтирования в части темпа роста доходов. Представляя верхнюю границу эффективности бизнеса, легко установить действительную границу эффективности бизнеса, а дистанция между границами есть резерв роста эффективности и, следовательно, роста стоимости бизнеса.

В общем случае предельную эффективность бизнеса можно представить в следующем виде:

$$T_d \geq T_o \geq T_a \geq T_k, \quad (2)$$

где  $T_d$  — темп роста дохода (прибыли).

В обычных условиях добиться выполнения этого неравенства удастся редко, это идеальный случай, демонстрирующий достижение высшей эффективности бизнеса.

Соблюдение неравенства  $T_d \geq 0$  необходимо для обеспечения необходимой суммы на накопление и потребление, без чего не может быть никакой мотивации, тем более борьбы за воплощение стратегии наращивания стоимости компании.  $T_o$  — это индикатор удовлетворенности клиентов, создаваемых фирмой ценно-

стей для клиентов. Значит  $To$  — главный источник устойчивого создания стоимости бизнеса и роста его эффективности.

В данной модели многое объясняет накопленное экономическое знание. К примеру,  $To=Ta$  выражает предел заимствований согласно концепции финансового рычага. Между  $Ta$  и  $To$  необходимо учитывать временной лаг исходя из требований концепции временной стоимости денег (для чего, прежде всего,  $Ta$  восстанавливают). Кроме того, учет фактора времени означает учет компромисса между долгосрочными и краткосрочными целями бизнеса.

По существу, приведенное выше выражение есть интерпретация предельной эффективности капитала, которая представляет высшую эффективность бизнеса, а его компоненты есть важнейшие КРІ (ключевые показатели деятельности), определяющие стоимость данного бизнеса.

Из-за перенакопления производственных мощностей в мировом хозяйстве темп роста промышленных активов сегодня резко замедлился при стабильном росте оборота мирового хозяйства. Но и перенакопление активов общественный капитал обратил себе на пользу. Запас производственных мощностей выступает сегодня надежным обеспечением долга, что при свободном доступе на богатые рынки капитала является огромным конкурентным преимуществом западных компаний. Дешевые кредиты позволяют им проводить широкомасштабную реструктуризацию своего бизнеса, замещая потери от недоиспользования избыточных производственных мощностей доходами от активизации операций на рынке прав. В результате наращиваются обороты, но не товарного производства, а обороты по операциям с финансовыми и интеллектуальными инструментами.

В условиях высокоразвитых финансовых рынков (рынков прав) стабилизатором равновесия выступает маневрирование правами. Такая альтернатива приложения капитала принципиально меняет суть динамического равновесия и высшей

эффективности бизнеса, она модифицируется в модель вида:

$$\begin{aligned} To_{физ} &\leq Ta_{физ} \leq Tk_{физ} \\ T_{общ} &\geq To_{фин} \geq Ta_{фин} \geq Tk_{фин} \\ &\geq T_{общ} To_{инт} \geq Ta_{инт} \geq Tk_{инт} \end{aligned}$$

где  $T_{общ}$ ,  $T_{общ}$  — темп роста общего дохода и капитала соответственно;

$To_{физ}$ ,  $To_{фин}$ ,  $To_{инт}$  — темп роста оборота в части отдачи физических, финансовых и интеллектуальных активов соответственно;

$Ta_{физ}$ ,  $Ta_{фин}$ ,  $Ta_{инт}$  — темп роста физических, финансовых и интеллектуальных активов соответственно;

$Tk_{физ}$ ,  $Tk_{фин}$ ,  $Tk_{инт}$  — темп роста капитала, вложенного в физические, финансовые и интеллектуальные активы соответственно.

Пришло понимание того, что инвестиции в традиционные индустриальные активы, которые отражаются в физических активах, только возвращают стоимость капитала, но не придают добавленной ценности. Это значит, что без учета финансового рычага  $Ta < Tk$  добавленную стоимость создают инвестиции в интеллектуальные активы.

В последние годы интеллектуальный капитал начал оказывать гораздо большее влияние на эффективность деятельности компаний и их рыночную стоимость, чем финансовые и реальные активы. Американские экономисты утверждают: «Нематериальные активы, то есть те, которые никак не отражаются в финансовой отчетности предприятия, составляют более 75% стоимости компании». В этом главная проблема оценки стоимости компании и ее эффективности. Сегодня нет ни одного подходящего способа решения этой фундаментальной проблемы, актуальность которой стремительно нарастает.

Это потребовало срочного пересмотра сложившейся системы измерения результативности бизнеса. Идея измерения влияния знаний и инноваций на внутренние процессы, ценности акционеров и клиентов была реализована Капланом и Нортон в концепции ССП.

Такую структуру современного бизнеса бухгалтер не отражает, поскольку среди финансовых активов много забалансовых, а интеллектуальные активы отражаются лишь малой частью. Вот почему наступила эпоха обвальной критики традиционного бухучета. Но за этим возникают все более сложные проблемы оценки состояния бизнеса, его эффективности.

На практике встречаются случаи неблагоприятных соотношений темпов между параметрами модели высшей эффективности бизнеса, которые не свидетельствуют об ухудшении положения компании. В общем случае модель высшей эффективности бизнеса — это целевая функция, а область допустимых отклонений от идеального случая надо формулировать в соответствии со стратегией компании.

Такую структуру современного бизнеса бухгалтер не отражает, поскольку среди финансовых активов много забалансовых, а интеллектуальные активы отражаются лишь малой частью. Вот почему наступила эпоха обвальной критики традиционного бухучета. Но за этим возникают все более сложные проблемы оценки состояния бизнеса, его эффективности.

На практике встречаются случаи неблагоприятных соотношений темпов между параметрами модели высшей эффективности бизнеса, которые не свидетельствуют об ухудшении положения компании. В общем случае модель высшей эффективности бизнеса — это целевая функция, а область допустимых отклонений от идеального случая надо формулировать в соответствии со стратегией компании.

Допустимые по объективным причинам на практике отклонения в модели высшей эффективности бизнеса от идеального состояния объясняются, прежде всего, следующими обстоятельствами:

а) в общем случае модель не улавливает влияние фактора времени на эффективность бизнеса за рамками анализируемого периода, поэтому если изменение знака в модели вызвано долгосрочными решениями, отдача от которых предполагается за рамками анализируе-

мого периода, то этот факт требует учета и дополнительных интерпретаций с позиций: краткосрочный — долгосрочный аспект, простое—расширенное воспроизводство, синергетика и др.;

б) главным условием выполнения неравенства  $T_d \geq T_o$  является выполнение:  $U_{z0} \geq U_{z1}$ , где  $U_z$  — удельные затраты (на 1 руб. реализованной продукции) на начало и конец анализируемого периода соответственно.

Выполнение последнего неравенства предполагается в нормальных условиях, когда отсутствует демпинговое и трансфертное ценообразование. Если такие цены применялись в анализируемом периоде, что допустимо в стратегическом управлении, то надо отдельно исследовать эффект от их применения. Так, если демпинг использовался для завоевания рыночной доли, то это должно сказаться на росте оборота и, возможно, на росте массы прибылей (доходов), если реакция на демпинг была автоматической.

Что касается обеспечения неравенства  $T_d \geq T_o$ , сегодня оно имеет и другое объяснение — неэквивалентный обмен, характерный для высокотехнологичных компаний;

в) соотношение  $T_o \geq T_a$  характеризует, прежде всего, предел заимствований. Но выполнению этого неравенства способствует передача части функций бизнеса на аутсорсинг. Однако следует иметь в виду, что в общем случае выполнение этого неравенства связано с фактором времени. Если в анализируемом периоде введены дополнительные активы, но их отдача рассчитана на более длительный срок, то вывод об эффективности бизнеса следует делать с учетом временного плана.

#### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. <http://www.juergendaum.com/whysys.htm>
2. Каплан Роберт С., Нортон Дейвид П. Стратегические карты. Трансформация нематериальных активов в материальные результаты / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. — С. 10.

© **Куницына Н.Н.**,

профессор каф. «Финансы и кредит», д.э.н.

© **Плешкова Т.Г.**,

аспирант каф. «Финансы и кредит»  
Северо-Кавказского государственного  
технического университета

### **МЕТОДЫ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ОРГАНИЗАЦИИ С УЧЕТОМ ФАКТОРОВ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ**

В условиях рыночной экономики процесс формирования капитала, оптимизации его структуры, установления рационального соотношения различных источников финансирования и, в связи с этим, качество управления ресурсами приобретает особую важность. Полагаясь на исследования зарубежных и российских ученых, следует подчеркнуть значимость рациональной структуры капитала для эффективного функционирования организации, а также недостаточность научной проработки вопросов поиска источников финансирования в условиях их ограниченности, определения влияния факторов внешней среды на процедуру их мобилизации.

Теоретические исследования позволили осуществить классификацию подходов к оптимизации структуры капитала организации.

Так, в 1958 г. была опубликована самая известная работа в области корпоративных финансов — статья Ф. Модиль-

яни и М. Миллера «Издержки по привлечению капитала, корпоративные финансы и теория инвестирования», в которой излагалась теорема Модильяни-Миллера (ММ): стоимость организации не зависит от структуры капитала. Из теоремы следует, что какие бы источники финансирования ни использовала организация, ее стоимость останется неизменной. Теория ММ является основой в определении оптимальной структуры капитала, поскольку показывает, что при выполнении определенного набора предположений не имеет значения, как организация себя финансирует. Последовательное устранение этих предположений приводит к появлению иных моделей структуры капитала, в которых признается зависимость стоимости организации от структуры капитала:

*Модели стационарного соотношения*, представленные в работах Крауса и Литценбергера, Скотта, Кима, Брэдли, Джаррелля и Кима [1, 2, 3], учитывают влияние издержек возможного банкротства и налоговых щитов на структуру капитала организации.

*В моделях асимметричной информации* предполагается, что на рынке существуют значительные информационные асимметрии, а операторами, имеющими доступ к инсайдерской информации, являются менеджеры организаций. Все модели оптимальной структуры капитала, в основе которых лежит предположение об асимметрично распределенной информации, условно разделяют на два типа:

1. *Инвестиционные модели*, получили развитие в работах Майерса и Мэйлафа [4, 5], в них структура капитала используется менеджерами для повышения эффективности финансирования инвестиционных проектов. Первой и наиболее хорошо разработанной инвестиционной моделью асимметричной информации является теория иерархии, главная идея которой отражается в работе Г. Дональдсона: «менеджмент корпорации предпочитает внутренние фонды финансирования» [1].

2. *Сигнальные модели* нашли отражение в работах Росса, Леланда и Пайла



[3, 7], структура капитала используется менеджерами в качестве своеобразного информационного передатчика (эмиссии долевых и долговых ценных бумаг).

*Модели агентских издержек* определяют влияние агентских проблем, овеществленных в агентских издержках на структуру капитала. Агентские проблемы, в свою очередь, являются прямым следствием разделения прав собственности и прав контроля в организациях, существующих в форме ОАО. В расчет принимаются издержки в результате возникновения двух типов конфликтов: между менеджерами и акционерами относительно использования чистой прибыли; между акционерами и держателями долговых обязательств по поводу привлечения дополнительного капитала [8].

*Модели корпоративного контроля* нашли отражение в работе Р. Израэля [9] и показывают прямую взаимосвязь между эффективностью управления организацией и стоимостью его акций, т. е. изменение структуры капитала организации является результатом изменения структуры собственности. При этом следует иметь в виду, что в развитой рыночной экономике термины «контроль» и «собственность» являются синонимами.

Итак, в вышеперечисленных теоретических моделях оптимальной структуры капитала организации во внимание принимаются интересы только ее собственников и держателей долговых обязательств, без учета влияния внешней среды, в которой она функционирует. Взаимодействие физических и юридических лиц, поддерживающих организацию, отражается в *моделях стэйкхолдеров*, которые могут интегрироваться в сигнальные модели. При этом под стэйкхолдерами понимают потребителей продукции, поставщиков, работников, конкурентов организации, общественную среду [8]. Основатели теории стэйкхолдеров признают значительное негативное воздействие на структуру капитала шоков, подобных отзыву продукции, задержек в производстве и поставках, судебных тяжб и т.д. То есть

стейкхолдеры, наравне с акционерами, финансовыми менеджерами, влияют на структуру капитала организации.

От ожиданий стэйкхолдеров относительно своевременности и полноты выплат по предполагаемым обязательствам напрямую зависит цена, по которой организация может продавать эти обязательства. Чем выше текущая цена предполагаемых обязательств, тем по более высокой цене и в больших количествах организация продает прямые обязательства. Формирование благоприятных ожиданий стэйкхолдеров, в свою очередь, полностью определяется тем, насколько организации удастся поддерживать имя честного эмитента предполагаемых обязательств, и от того, насколько выполнение платежей по своим предполагаемым обязательствам является «делом чести». От лояльности стэйкхолдеров зависит цена предполагаемых обязательств, а значит, и стоимость организации в целом.

Структура капитала является гарантией предполагаемых обязательств организации: последняя так выбирает структуру капитала, чтобы минимизировать будущие альтернативные издержки выплат по предполагаемым обязательствам, то есть начинает свое финансирование с эмиссии обыкновенных акций, затем в случае необходимости переходит к гибридным ценным бумагам и долговым обязательствам, и только в крайнем случае задействует резервы собственного капитала.

В современной экономической литературе представления об оптимальной структуре капитала различаются. Так, В. В. Бочаров считает, что оптимальная структура капитала выражает такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная взаимосвязь между параметрами их доходности и тем самым максимизируется рыночная стоимость организации. При этом он выделяет ключевые критерии такой оптимизации: приемлемый уровень доходности и риска в хозяйственно-финансовой дея-



тельности организации; минимизация средневзвешенной стоимости капитала; максимизация рыночной стоимости организации [10].

Схожей позиции придерживается и Н.И. Лахметкина, полагая, что оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорция между коэффициентом рентабельности собственного капитала и коэффициентом финансовой устойчивости, т. е. максимизируется рыночная стоимость организации. Следовательно, выделяются такие критерии оптимизации, как рентабельность собственного капитала, минимизация стоимости капитала, минимизация уровня финансовых рисков [11].

Г.А. Маховикова, В.Е. Кантор считают, что оптимальной является структура, минимизирующая стоимость капитала, и, следовательно, максимизирующая благосостояние (богатство) владельцев организации и цену их акций [12].

А.И. Деева под оптимальной структурой капитала понимает ту, при которой достигается максимальный уровень чистой прибыли на акции при минимальном финансовом риске. При этом финансовый риск определяется как риск преобразования прибыли до уплаты процентов и налогов в чистую прибыль [13].

Авторский коллектив под руководством Е. И. Шохина, определяя оптимальную структуру капитала организации, в первую очередь акцентирует внимание на таком критерии оптимизации, как минимизация капитальных затрат, затем — максимизация рыночной стоимости [14].

Согласно золотому правилу финансового менеджмента, оптимальная структура капитала обеспечивается при соотношении между заемным и собственным капиталами организации как 34 %: 66 % [10].

Исследование, проведенное Ассоциацией менеджеров и Ассоциацией по

защите прав инвесторов при поддержке Center for International Private Enterprise и при участии United States Agency for International Development, показывает, что преобладающими источниками финансирования является собственный капитал (60 %), далее следуют долговые источники (30 %) и долевыми инвестициями (10 %) [8].

Н.Б. Рудык предлагает рассматривать организацию как манипулятор, стремящийся максимизировать свою рыночную стоимость и использующий для этого структуру капитала. При этом выбор источника финансирования проводится на основе того, как воспринимают его внешние инвесторы. Из этой теории следует, что оптимальной может быть любая структура капитала, ее относительная оптимальность зависит, прежде всего, от текущей ситуации, сложившейся на рынке капиталов, и возможностей по манипулированию ценами, которые она предоставляет организации. Если на отечественном фондовом рынке отсутствуют возможности по манипулированию курсами ценных бумаг, то структура капитала перестает влиять на стоимость организации [8].

Концепция манипулирования, таким образом, позволяет построить новый класс моделей оптимальной структуры капитала — поведенческие, рассматривающие синхронистическую теорию структуры капитала и теорию информационных каскадов. Суть первой заключается в том, что в момент, когда рынок на волне оптимизма переоценивает акции организации, необходимо эмитировать как можно большее количество акций, а когда акции организации недооценены рынком, следует использовать долговое финансирование и временно свободные денежные средства (или все привлеченные средства) направлять на выкуп обыкновенных голосующих акций, обращающихся на открытом фондовом рынке. Сложившуюся ситуацию на рынке называют его синхронизацией [8].

Представляет интерес и теория информационных каскадов, которая была

разработана в 1992 г. С. Бикхчандани, Д. Хиршляйфером и Уэлчем: выбирая структуру капитала своей организации, менеджеры могут стремиться имитировать структуру капитала лидера своей отрасли [15].

На основании вышеизложенного следует заключить, что единого подхода к оптимальной структуре капитала нет. Приоритет того или иного критерия оптимизации каждая организация должна вы-

бирать самостоятельно, исходя из принятой ею стратегии развития, учитывая при этом влияние факторов внешней среды.

Следуя теории стэйкхолдеров, с целью учета факторов внешней и внутренней среды, экспертным путем создана матрица перекрестного анализа, позволяющая выделить наиболее значимые для структуры капитала организации факторы и определить ответные их влиянию мероприятия (рис. 1).

Макросреда	Финансовые факторы	Учитывать состояние финансового рынка хозяйствующих субъектов				
	Правовые факторы	Иметь опытных юристов				
	Технологические факторы	Наличие развитой финансовой инфраструктуры				
	Природные факторы	Учитывать сезон отпусков				
	Социально-культурные факторы	Вести рекламу устойчивости организации				
	Состояние отрасли	Развивать бизнес				
	Степень конкуренции	Занимать свою нишу				
Мезо-среда	Нормативная база	Отслеживать изменения				
	Система налогообложения	Занижать прибыль				
Микросреда	Контроль акционеров	Определить дивидендную политику				
	Кредитный рейтинг	Иметь рейтинг				
	Финансовая гибкость	Иметь доступ к различным источникам финансирования				
	Конкуренты	Занимать свою нишу				
	Контактные аудитории	Публиковать рейтинги организации по капиталу				
	Потребители	Наращивать капитал				
	Внутренняя среда	Стратегия управления капиталом	Выбрать оптимальную			
Профессионализм менеджеров		Повышать уровень квалификации				
Степень автоматизации управления		Использовать современные информационные технологии				
		Нулевая	Низкая	Слабая	Умеренная	Сильная
		Степень влияния				

**Рис. 1.** Матрица перекрестного анализа факторов, влияющих на эффективность управления капиталом

Так, среди факторов макросреды существенными при формировании финансовой стратегии являются финансовые и правовые, поскольку при спаде экономики и высоких темпах инфляции значительно повышается рискованность финансовой деятельности хозяйствующих субъектов. Степень организованности финансового рынка и открытость информации о состоянии собственников являются определяющими. Действие правового фактора проявляется через наличие правовых коллизий, затрудняющих правоотношения в экономике. Включение технологических факторов обуславливается тем, что развитие техники и технологии расширяют или сужают возможности корпоративного бизнеса. В современных условиях с помощью информационных технологий можно управлять финансовой структурой капитала. Природные и социально-культурные факторы незначительно влияют на структуру капитала.

При рассмотрении факторов мезосреды справедливо отметить, что каждая отрасль имеет свои особенности в структуре капитала. Влияние конкуренции выражается в стратегиях управления капиталом. Путем привлечения кредитов хозяйствующие субъекты уменьшают размер налогооблагаемой прибыли и сумму налога, в себестоимость продукции (работ, услуг) включаются затраты на оплату процентов по полученным кредитам банков, за исключением ссуд, связанных с приобретением основных средств, материальных активов и иных внеоборотных активов. Влияние акционеров выражается в соотношениях распределения чистой прибыли. Наличие кредитного рейтинга в организации, присвоенного национальными или международными рейтинговыми агентствами, будет способствовать получению кредитов на кредитном рынке и снизит стоимость финансирования. Доступность различных источников финансирования определяется финансовой гибкостью. Степень и характер влияния конкурентов устанавливается тем, в какой среде находится организа-

ция: если среда агрессивная и организации конкурируют друг с другом, то капитала должно быть достаточно для поддержания соответствующего уровня конкурентоспособности. При незначительном влиянии на корпоративный бизнес со стороны конкурентов приоритет отдается учету влияния потребителей. Состояние капитала организаций должно отвечать их потребностям и способствовать удержанию завоеванной конкурентной позиции, капитал должен укреплять доверие потребителей. Влияние контактных групп выражается в лице органов местного самоуправления, средств массовой информации.

Факторы внутренней среды включают: стратегию управления капиталом, наличие квалифицированного персонала, степень автоматизации управления. Перечень факторов, влияющих на структуру капитала, может расширяться. Составлять матрицу должны финансовые менеджеры. Ответные действия, которыми заполняются ее ячейки, планируются как для положительного, так и отрицательного их влияния.

Методику сводной оценки факторов, влияющих на структуру капитала, каждая организация должна разрабатывать самостоятельно с учетом приоритетов и ситуации в регионе, стратегии своего развития. Полагаем целесообразным рассчитывать интегральный показатель устойчивости структуры капитала, показывающий степень подверженности организации влиянию этих факторов.

После определения степени влияния факторов каждому из них методом расстановки приоритетов присваивается рейтинг значимости, отражающий его относительную значимость в сравнении с другими факторами, влияющими на устойчивость структуры капитала, т. е. принимается финансовое решение. Общая сумма рейтингов всех факторов должна составлять 1. Далее, по каждому рассматриваемому фактору определяется среднерейтинговый показатель путем расчета средней арифметической взвешенной.

На основе оценки перечисленных факторов и их рейтинговой значимости в общей характеристике определяется интегральный показатель. При его расчете в зависимости от построения финансового решения экспертным путем устанавливается значимость факторов макросреды, мезоуровня, микросреды и внутренних факторов.

Интегральный показатель устойчивости структуры капитала рассчитывается по следующей формуле:

$$УСК = \sum_{i=1}^n ЭР_i * ЗЭР_i \quad (1)$$

где  $ЭР_i$  — среднерейтинговый показатель по  $i$ -му фактору;

$ЗЭР_i$  — значимость  $i$ -го фактора в общей оценке, выраженная десятичной дробью;

$n$  — число факторов.

Расчет предлагаемого показателя в динамике позволит контролировать ситуацию и при необходимости принимать соответствующие меры в организациях.

В условиях меняющейся внешней среды задачу управления капиталом можно выразить с использованием методов нечеткой логики (fuzzy logic), поскольку любое нормирование деятельности является недостаточно объективным для каждой конкретной организации.

Важное место в управлении капиталом занимает прогнозирование его состояния. Для анализа возможности нахождения в будущем величины капитала внутри диапазона его оптимальных значений необходима вероятностная оценка влияния различных внутренних и внешних факторов. Более того, для каждого хозяйствующего субъекта целесообразно устанавливать свой диапазон «разрешенного риска», внутри которого его состояние будет рассматриваться как безопасное.

Использование матрицы перекрестного анализа, учитывающей влияние факторов внешней и внутренней среды на структуру капитала, и методики их сводной оценки, а также экспертной системы управления капиталом организации по-

зволит оптимизировать его структуру по критерию «устойчивость».

Еще один важный подход к оптимизации структуры капитала, как было отмечено выше, связан с выбором направлений роста доходности активов организации.

Следует отметить, что в организациях нет четко определенной политики финансирования активов, и это не находит отражения в их внутренних документах.

По МСФО активы — ресурсы, контролируемые организацией, возникшие в результате событий прошлых периодов, от которых организация ожидает экономической выгоды в будущем. МСФО выделяют два варианта получения выгоды от актива — использование по назначению и продажа. Итак, каждая организация, исходя из специфики стратегии финансовой политики, финансового состояния, должна определять оптимальность структуры активов с позиции их диверсифицированности, предполагая преимущественное вложение средств в доходные активы.

С этой целью все активы условно делятся на следующие группы:

1) *эффективно работающие*: доходные вложения в материальные ценности; долгосрочные финансовые вложения; краткосрочные финансовые вложения; нематериальные активы; готовая продукция и товары для перепродажи (при росте цен на них);

2) *недоходные активы*: основные средства; незавершенное строительство; затраты в незавершенном производстве; сырье, материалы и другие аналогичные ценности (при росте цен на них); дебиторская задолженность; денежные средства; прочие активы.

Отнесение отдельных активов к той или иной группе должно быть экономически обоснованным, т. е. сопоставимым с влиянием каждого вида деятельности на финансовый результат в целом; также необходимо учитывать влияние макроэкономических факторов с учетом отраслевой принадлежности организации. Так, при росте цен на готовую продукцию и

товары для перепродажи они относятся к доходным активам, а при снижении — наоборот; сырье, материалы и другие аналогичные ценности при снижении цен отнесем к доходным активам, а при росте цен — в недоходные.

Механизмом обеспечения оптимальности активов выступают устанавливаемые лимиты для отдельных сфер вложений и внутри их (виды долгосрочных, краткосрочных вложений). Лимиты могут устанавливаться в абсолютных или относительных величинах. Относительный показатель, как правило, выражается в виде определенного соотношения с капиталом организации. Критерием более высокого, среднего, низкого уровня является степень риска конкретных вложений: чем выше степень риска, тем ниже устанавливаемый лимит.

При формировании активов организация должна определить для себя наиболее приемлемый риск активов, исходя из финансовых возможностей по его покрытию. При этом важно знать, какую сумму резервов можно выделить для покрытия рисков. Показателем регулирования предельной величины корпоративных рисков является устанавливаемое индивидуально каждой организацией соотношение совокупного риска и устойчивой величины капитала, поскольку именно последний может использоваться для покрытия возможных убытков.

Таким образом, механизм лимитирования предполагает предварительное углубленное изучение рискованности активов и различных их портфелей. Исходя из степени риска, на его основе определяются лимиты для каждого направления вложений, а затем проводится анализ фактической структуры активов — ее адекватности соответствующим лимитам.

Соблюдение этих лимитов может служить показателем оптимальной диверсификации активов. Положительно характеризуется структура активов и ее динамика, если они:

- свидетельствуют об определенной диверсифицированности по экономическому признаку;

- отражают рациональное размещение средств, с точки зрения рискованности;
- отражают оптимальное размещение средств по доходности;
- отражают наличие достаточного запаса ликвидных средств.

Экономическое содержание диверсификации активов определяется ее границами, которые, в свою очередь, различны применительно к разным экономическим процессам. Диверсификация активов предполагает разнообразие направлений корпоративного бизнеса, а их структура не может характеризоваться положительно, если организация допускает повышенный риск. При этом важно соблюдать следующие условия:

1. Вложения в основные средства, незавершенное строительство должны полностью покрываться устойчивыми источниками, поскольку в случае использования для этих целей заемных средств организация может через определенное время столкнуться с серьезными нарушениями ликвидности.

2. Наиболее доходные активы должны покрывать наиболее дорогие пассивы (за счет долгосрочных кредитов и займов финансируются доходные вложения в материальные ценности, долгосрочные финансовые вложения).

3. Бездоходное размещение покрывается собственным капиталом организации и бесплатными обязательствами (непросроченная кредиторская задолженность).

При этом финансовые менеджеры должны постоянно контролировать процесс финансирования активов.

Преимущественное вложение средств в доходные активы с учетом порядка их финансирования позволит достичь оптимальной структуры капитала, для реализации которой в условиях постоянно меняющейся внешней среды рекомендуется вкладывать значительные средства в специфические активы, которые создают основу для создания постоянных конкурентных преимуществ. Концепция специфического актива основывается на



том, что организация должна обладать не только активами, имеющими какую-то стоимость, но и активами редкими, не обращающимися на рынке, невозможными к имитированию и незаменимыми, связанными с областью его деятельности. К ним относятся — фирменное наименование организации, ее репутация, технологическая структура, связи с контрагентами, ноу-хау в области организации и управления, перспективность бизнеса. Так, в современных условиях в связи с ростом цен на недвижимость вложение в нее является, с одной стороны, хорошим источником дохода, с другой — надежной защитой средств от инфляции. При этом следует учитывать, что вложение в специфические активы означает принятие более высоких рисков на себя.

Негативно влияют на качество активов недостатки в управлении рисками. В связи с этим в организациях следует внедрить комплексную систему риск-менеджмента. Рисковый менеджмент — это исполнительная функция планирования, организации и контроля за деятельностью субъекта, рассматривающая специфические типы рисков. Его объекты нацелены на снижение финансовых составляющих неожиданных или непредвидимых потерь.

Предложенный способ оптимизации структуры капитала по критерию «доходность активов» позволит повысить эффективность его использования, что, в конечном итоге, положительно повлияет на структуру.

*Исследование выполнено при финансовой поддержке РГНФ в рамках научно-исследовательского проекта №07-02-00004а*

#### БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Bradley, M. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence [Text] / M. Bradley, G. Jarrell, E. H. Kim // Financial. 1974. № 39. P. 857 — 858.
2. Kim, E. H. A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure [Text] / E. H. Kim // Financial. 1978. № 33. P. 45 — 63.
3. Kraus, A., Litzenberger, R. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage [Text] / A. Kraus, R. Litzenberger // Financial. 1973. № 28. P. 911— 922.
4. Myers, S. The Search for Optimal Capital Structure [Text] / S. Myers // Corporate Finance. 1984. Spring. P. 6 — 16.
5. Myers, S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have [Text] / S. Myers, N. Majluf // Financial Economics. 1984. № 13. P. 187 — 221.
6. Ross, S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach [Text] / S. A. Ross // Financial. 1977. № 8. P. 23 — 40.
7. Patel, J. The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets. [Text] / J. Patel, R. Zeckhauser // American Economics Review. 1991. № 81. P. 232 — 236.
8. Рудык, Н. В. Структура капитала корпораций: теория и практика. — М.: Дело, 2004. — 272 с.
9. Israel, R. Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing [Text] / R. Israel // Financial. 1992. № 46. P. 1391 — 1409.
10. Бочаров, В. В. Современный финансовый менеджмент. — СПб.: Питер, 2006. — 464 с.
11. Лахметкина, Н. И. Инвестиционная стратегия предприятия: учебное пособие. — М.: КНОРУС, 2007. — 184 с.
12. Маховикова, Г. А. Инвестиционный процесс на предприятии / Г. А. Маховикова, В. Е. Кантор. — СПб.: Питер, 2001. — 176 с.
13. Деева, А. И. Инвестиции: учебное пособие. — М.: Экзамен, 2004. — 320 с.
14. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Под ред. проф. Е. И. Шохина. — М.: ИД ФБК-ПРЕСС, 2003. — 408 с.
15. Bikhchandany, S. A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Information Cascades / S. Bikhchandany, D. Hirshleifer, I. Welch // Political Economy. 1992. № 100. P. 992 — 1026.

© **Мазий В.В.**,

ассистент кафедры «Финансы и кредит»  
Ростовского государственного  
строительного университета (РГСУ)

### **СОСТОЯНИЕ И ФИНАНСИРОВАНИЕ РАЗВИТИЯ МАЛОГО ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА В РОССИИ И РОСТОВСКОЙ ОБЛАСТИ**

Для российского малого и среднего бизнеса последние полтора десятилетия стали периодом утверждения на социально-экономическом пространстве страны. С развитием малого предпринимательства связано решение ряда приоритетных задач — достижение устойчивого роста, укрепление национальной конкурентоспособности, повышение уровня и качества жизни населения. Малые предприятия все шире вовлекаются в важнейшие сферы экономики, адаптируются к меняющимся потребностям рынка, тем самым ускоряют структурные преобразования в экономике. Они создают дополнительные рабочие места, формируют конкурентную среду, оперативно внедряют передовые достижения. В сфере малого предпринимательства осуществляется большая часть всех инноваций, формируется «средний класс» как важнейший фактор социальной и политической стабильности в обществе.

С 1 января 2008 г. вступил в силу закон «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федера-

ции», определяющий новые критерии отнесения субъектов хозяйствования к категории средних, малых и микропредприятий. В соответствии с Законом к таким критериям относятся: средняя численность работников, выручка от реализации товаров, работ, услуг без учета НДС или балансовая стоимость активов за предшествующий год. При этом значения последнего критерия определяются Правительством РФ для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства. Таким образом, критерии, определяющие принадлежность субъектов хозяйствования к категории средних и малых предприятий и вводимые с 2008 г., соответствуют критериям, применяемым в большинстве развитых стран. Так, в России численность работников за предшествующий год для микропредприятий определена от 1 до 15 человек [1] (в странах ЕС — до 9 человек), для малых предприятий — от 16 до 100 человек (в странах ЕС — от 10 до 49 человек), для средних — от 101 до 250 человек (соответственно от 50 до 249 человек). С принятием закона предпринимательское сообщество связывает надежды на улучшение внешних и внутренних условий развития малого и среднего бизнеса, формирование мер косвенной и прямой поддержки как на федеральном, так и на региональном уровне.

Повышение роли малого предпринимательства в решении экономических и социальных вопросов (например, роста занятости дееспособного населения) напрямую зависит от увеличения числа малых и средних предприятий, индивидуальных предпринимателей, крестьянских (фермерских) хозяйств. Однако численность малых и средних предприятий Российской Федерации в последние годы растет незначительно, а число крестьянских (фермерских) хозяйств продолжает уменьшаться, что отражено в данных таблицы 1.

Как видно из таблицы, в 2006 г. количество малых и средних предприятий России выросло по сравнению с 2005 г.

всего лишь на 53,5 тыс. единиц. Количество индивидуальных предпринимателей в 2004 г. уменьшилось почти вдвое, на 2221,2 тыс. единиц, а прирост численности за период с 2004 г. по 01.06.2006 г. составил 328,1 тыс. единиц. Такое снижение численности зарегистрированных индивидуальных предпринимателей связано, прежде всего, с проводимой в этот период времени государственной перерегистрацией физических лиц, занимающихся предпринимательской деятельностью. Многие из них просто не возобновили свидетельство о регистрации, оценив, ведение бизнеса в России нерентабельным, что может расцениваться, по мнению ведущих экономистов страны, как тревожный сигнал для государства. Численность крестьянских (фермерских) хозяйств имеет тенденцию к снижению, наблюдающуюся с 2004 г. по настоящее время. За этот период количество крестьянских (фермерских) хозяйств уменьшилось на 8,5 тыс. человек. По федеральным округам и некоторым субъектам РФ характерна та же динамика численности малых предприятий. Ниже представлена таблица 2, составленная на основании данных Федеральной службы государственной статистики, в которой приведены данные по тем субъектам РФ, где численность малых предприятий превышает 10 тыс. человек. Анализируя таблицу, можно утверждать, что основная масса малых и средних предприятий в 2006 г. была сосредоточена в г. Москве и г. Санкт-Петербурге (30,8%), Московской области (4,3%), Краснодарском крае (3,4%), Ростовской, Самарской и Свердловской области (по 3%), Новосибирской области (2,6%), т.е. в этих субъектах Федерации представлено более половины всех малых предприятий России.

**Таблица 1.** Численность субъектов малого предпринимательства в России (в тыс. ед.)<sup>1</sup>

Субъекты малого предпринимательства	2003	2004	2005	2006
1. Малые и средние предприятия	893	953,1	979,3	1032,8
2. Индивидуальные предприниматели	4670,1	2448,9	2747,4	2777 <sup>2</sup>
3. Крестьянские (фермерские) хозяйства	263,9	261,4	257,4	255,4
Итого субъектов мп:	5827	3663,4	3984,1	4065,2

**Таблица 2.** Число малых предприятий по федеральным округам и по субъектам Российской Федерации

	2004		2005		2006	
	тыс.	в % к итогу	тыс.	в % к итогу	тыс.	в % к итогу
1	2	3	4	5	6	7
<b>Российская Федерация</b>	<b>953,1</b>	<b>100</b>	<b>979,3</b>	<b>100</b>	<b>1032,8</b>	<b>100</b>
<b>Центральный федеральный округ</b>	<b>330,0</b>	<b>34,6</b>	<b>337,4</b>	<b>34,5</b>	<b>353,1</b>	<b>34,2</b>
Воронежская область	15,0	1,6	15,0	1,5	15,2	1,5
Московская область	39,7	4,2	41,6	4,2	43,9	4,3
г. Москва	196,7	20,6	200,5	20,5	207,8	20,1
<b>Северо-Западный федеральный округ</b>	<b>153,9</b>	<b>16,1</b>	<b>163,3</b>	<b>16,7</b>	<b>162,5</b>	<b>15,7</b>
Ленинградская область	12,5	1,3	11,7	1,2	10,9	1,1
г. Санкт-Петербург	105,7	11,1	114,5	11,7	110,3	10,7
<b>Южный федеральный округ</b>	<b>106,9</b>	<b>11,2</b>	<b>109,4</b>	<b>11,2</b>	<b>112,0</b>	<b>10,8</b>
Краснодарский край	36,8	3,9	35,5	3,6	35,0	3,4
Ставропольский край	12,7	1,3	12,6	1,3	12,5	1,2

<sup>1</sup> Таблица составлена автором на основании данных Федеральной службы государственной статистики.

<sup>2</sup> На 01.06.2006 г. Официальные данные по численности индивидуальных предпринимателей, за более поздний период времени в статистических сборниках отсутствуют.

Окончание табл. 2

1	2	3	4	5	6	7
Волгоградская область	13,7	1,4	14,3	1,5	14,6	1,4
Ростовская область	25,7	2,7	29,1	3,0	31,4	3,0
<b>Приволжский федеральный округ</b>	<b>157,7</b>	<b>16,6</b>	<b>160,6</b>	<b>16,4</b>	<b>173,3</b>	<b>16,8</b>
Республика Башкортостан	19,2	2,0	19,3	2,0	20,5	2,0
Республика Татарстан	17,5	1,8	18,6	1,9	20,1	1,9
Нижегородская область	19,4	2,0	20,7	2,1	22,3	2,2
Самарская область	32,4	3,4	28,9	3,0	29,9	2,9
Саратовская область	13,7	1,4	12,7	1,3	11,7	1,1
<b>Уральский федеральный округ</b>	<b>60,6</b>	<b>6,4</b>	<b>66,3</b>	<b>6,8</b>	<b>75,9</b>	<b>7,3</b>
Свердловская область	28,6	3,0	29,1	3,0	30,3	2,9
Тюменская область	12,2	1,3	14,5	1,5	17,5	1,7
Челябинская область	16,6	1,7	19,1	1,9	24,2	2,3
<b>Сибирский федеральный округ</b>	<b>105,1</b>	<b>11,0</b>	<b>103,9</b>	<b>10,6</b>	<b>111,3</b>	<b>10,8</b>
Алтайский край	15,8	1,7	13,7	1,4	14,1	1,4
Красноярский край	11,3	1,2	9,8	1,0	10,5	1,0
Кемеровская область	14,3	1,5	13,9	1,4	15,8	1,5
Новосибирская область	25,6	2,7	25,5	2,6	25,6	2,5
Омская область	12,5	1,3	14,4	1,5	14,2	1,4
<b>Дальневосточный федеральный округ</b>	<b>39,0</b>	<b>4,1</b>	<b>38,4</b>	<b>3,9</b>	<b>44,8</b>	<b>4,3</b>
Приморский край	18,1	1,9	17,9	1,8	19,6	1,9

Для увеличения численности субъектов малого предпринимательства в регионах разрабатываются меры содействия развитию малого бизнеса. В Ростовской области согласно закону «О развитии среднего и малого предпринимательства в Ростовской области» основными формами государственной поддержки субъектов малого бизнеса являются: финансовая, имущественная, информационно-организационная; консультационная; образовательная. В соответствии с Областной целевой программой развития малого предпринимательства на 2006–2008 гг. в области предусмотрено более 10 форм прямой финансовой поддержки, представленной в виде субсидирования процентных ставок по кредитам и займам, затрат по лизинговым платежам, а также субсидий начинающим предприятиям и субсидий на возмещение стоимости основных средств и (или) программного обеспечения. Определены приоритетные сферы деятельности, которым оказывается финансовая поддержка на конкурсной основе, это: сельхозпроизводство и сельхозпереработка; коммунальное хозяйство и обслуживание жилищного фонда; инноваций; здравоохранения; бытового об-

служивания населения в сельских районах области; защиты окружающей среды; въездного и внутреннего туризма, развитие гостиничного комплекса. Увеличение численности субъектов малого бизнеса зависит от эффективности мер по поддержке малых предприятий, государственной и налоговой политики. В таблице 3 представлена взаимосвязь численности субъектов малого предпринимательства и объема финансирования программ поддержки предпринимательства в Ростовской области<sup>1</sup>.

Как видно из таблицы 3, ситуация в сфере малого предпринимательства Ростовской области аналогична ситуации в России. В области за период с 2003 г. по настоящее время наблюдается незначительный рост численности субъектов малого предпринимательства, всего на 7669 средних и малых предприятий и на 22700 индивидуальных предпринимателей, число крестьянских (фермерских) хозяйств выросло всего лишь на 800 единиц.

<sup>1</sup> Таблица составлена автором на основании данных Ростовского областного комитета государственной статистики и «Аналитической записки о работе по развитию малого и среднего предпринимательства в Ростовской области».

Таблица 3. Динамика показателей малого предпринимательства в Ростовской области

Показатели	2003 г. факт	2004 г. факт	2005 г. факт	2006 г. факт	2007 г. прогноз	2008 г. прогноз
Количество занятых на постоянной основе на малых предприятиях, тыс. человек	172	175,1	185,2	195,4	200,9	203,9
Всего объем финансирования областной программы развития малого предпринимательства из областного бюджета, млн. руб.	11887,1	18194,1	24964,9	27733,	52534,5	63519,5
Количество средних и малых предприятий, тыс. чел.	25,680	29,099	31,353	32,921	33,349	33,749
Количество индивидуальных предпринимателей, тыс. чел.	97,300	103,500	100,300	117,50	120,000	123,100
Количество крестьянских (фермерских) хозяйств, тыс.	15,900	15,700	15,300	16,400	16,700	17,000
Всего субъектов малого предпринимательства	138,880	148,299	146,953	166,82	170,049	173,849

При этом объем финансирования областной программы поддержки малого предпринимательства вырос за аналогичный период почти в 4,5 раза. Достаточно ли этого для осуществления финансовой поддержки субъектов малого предпринимательства области, можно видеть из отчета администрации Ростовской области о выполнении Областной целевой программы развития малого предпринимательства на 2006–2008 гг. Согласно отчету, финансовую помощь в 2006 г. в виде различных субсидий, предусмотренных областным законом, получили 338 малых и средних предприятий, т.е. всего 1, 03 % от общего числа предприятий. В настоящее время мероприятия программы развития малого и среднего предпринимательства финансируются из средств федерального бюджета, областного бюджета, а также средств коммерческих банков, таких как Центр-инвест, Донинвест, Юго-Западный банк СБ РФ, Банк ВТБ24, Газпромбанк и других банков, причем их доля в общем объеме финансирования программы составляет около 80%. Проведенные Институтом стратегического анализа и развития предпринимательства опросы руководителей малых предприятий свидетельствуют, что свыше 80% участников опроса нуждаются в государствен-

ной поддержке своей предпринимательской деятельности, а 70% — в надежных законодательных гарантиях. Исследования показали, что около 75% малых предприятий постоянно нуждаются в прямой финансовой поддержке со стороны федеральных, региональных и местных органов власти, около 83% — в предоставлении налоговых льгот, 57% — в получении льготных кредитов для осуществления конкретных проектов [4].

Однако, как показывают многочисленные опросы, проводимые Общероссийской организацией малого и среднего бизнеса (ОПОРА) России, недостаточная государственная поддержка не является основным фактором, сдерживающим рост и развитие субъектов малого бизнеса. Важной проблемой в развитии предпринимательства остается преодоление административно-бюрократических барьеров. В последние годы проблема активно решается путем создания межведомственных комиссий по борьбе с административными барьерами, в Ростовской области, Краснодарском крае действуют общественные экспертные Советы по поддержке малого предпринимательства при администрациях краев и областей. Минэкономразвития РФ предлагает принять ряд законов, позволяющих сокра-



тить втрое издержки малых предприятий на преодоление административных барьеров. Это проект закона, запрещающий контролирующим органам проводить плановые проверки малых и средних предприятий; законопроект, предлагающий не штрафовать предприятия по итогам первой проверки, и применять санкции лишь при повторном нарушении; законопроект, ограничивающий полномочия органов внутренних дел по отношению к малому бизнесу [6].

К факторам, ограничивающим развитие малого предпринимательства, относятся: недостаток финансово-кредитных ресурсов, их дороговизна и краткосрочность; высокая доля «теневое» сектора; высокая неравномерность развития малого предпринимательства в РФ по регионам (31,5% малых предприятий РФ сосредоточен в г. Москве и г. Санкт-Петербурге); низкий уровень организационно-экономических и правовых знаний предпринимателей (от 40 до 50% предприятий, разоряются в первый год из-за недостаточной квалификации руководителей); неотработанность организационных и правовых основ регулирования развития малого предпринимательства на региональном уровне; постоянно меняющееся законодательство в области налогообложения.

Таким образом, для стимулирования развития малого предпринимательства в России и Ростовской области; увеличения их численности; доли в валовом внутреннем и региональном продуктах; снижения безработицы; роста инвестиций в основной капитал необходимо:

- совершенствование налогового законодательства, путем устранения его неоднозначного толкования; обеспечение его стабильности посредством минимизации изменений; уменьшение огромного количества форм отчетности; освобождение от налогообложения инвестиций, направленных на развитие малых предприятий; освобождение от налогообложения на 2-3 года вновь созданных предприятий производственного профиля; предостав-

ление льгот малым предприятиям, занимающимся научной, образовательной и инновационной деятельностью; льготирование налогообложения банков, кредитующих малые предприятия; общее снижения налогового бремени на малое предпринимательство;

- совершенствование системы государственной поддержки на региональном уровне с целью сбалансирования методов прямой финансовой поддержки малых и средних предприятий с косвенными методами (например, гарантии и поручительства), практически не применяемыми в Ростовской области;

- усиление финансовой помощи и технического содействия стартующим предприятиям для обеспечения их устойчивого развития и дальнейшего роста;

- совершенствование законодательства в сфере инвестиций и формирование благоприятного инвестиционного климата в стране и регионе;

- развитие финансово-кредитных механизмов и внедрение новых финансовых технологий, направленных на развитие малого бизнеса;

- обеспечение субъектов малого предпринимательства равным доступом к финансовым ресурсам;

- привлечение более широкого круга финансовых посредников для оказания финансовой помощи субъектам малого предпринимательства;

- обеспечение сотрудничества малого и среднего бизнеса с крупными предприятиями.

При создании соответствующих условий, обеспечивающих комплексную поддержку малых и средних предприятий на общегосударственном и региональном уровнях, денежные средства инвесторов, в том числе из банковского сектора, направляются в малый бизнес, способствуя как развитию последнего, так и повышению эффективности российской экономики в целом.

**БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:**

1. Федеральный закон от 24 июля 2007 г. № 209 ФЗ «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации».
2. Областной закон «О развитии малого и среднего предпринимательства в Российской Федерации».
3. Россия в цифрах. 2007: Крат. стат. сб. / Росстат. — М., 2007. — 494 с.
4. Лапуста М.Г., Старостин Ю.Л. Малое предпринимательство: Учебник. — 2-е изд., перераб. и дополн. — М.: ИНФРА-М, 2007. — 555 с. — (Высшее образование).
5. Официальный сайт Администрации Ростовской области [www.donland.ru](http://www.donland.ru)
6. Официальный сайт Российской газеты [www.rg.ru](http://www.rg.ru)

© **Подкуйко М.С.,**

инспектор НИИ, ассистент кафедры  
«Международные финансово-кредитные  
отношения» РГЭУ «РИНХ»

### **ТРАНСФОРМАЦИЯ ФИНАНСОВО-КРЕДИТНЫХ ОТНОШЕНИЙ В УСЛОВИЯХ ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ**

Межрегиональная IV научно-практическая Интернет-конференция «Трансформация финансово-кредитных отношений в условиях финансовой глобализации» была организована и проведена Финансовым факультетом Ростовского государственного экономического университета «РИНХ» совместно с Вольным экономическим обществом России 11–19 февраля 2008 г. Целью конференции являлось создание среды виртуального общения специалистов в области финансово-кредитных отношений, стимулирование междисциплинарных контактов, способствующих постановке задач современных научных финансовых исследований и их решению.

Проведение Интернет-конференции было приурочено к празднованию Дня науки 8 февраля 2008 г., торжественное мероприятие которого состоялось 14 февраля 2008 г. В современном динамично развивающемся обществе практически нет ни одной сферы деятельности человека, где бы не использовались результаты интеллектуального, научного труда, особенно в финансово-кредитной сфере. Вы-

сокий научный уровень исследований и системы образования является одним из основных стратегических факторов развития национальной финансовой системы России.

В работе конференции приняли участие более 60 человек (что на 50% больше, чем в 2007 г.): академические ученые, научные сотрудники, аспиранты и соискатели из Южного федерального университета, Северо-Кавказского технического университета (г. Ставрополь), Южно-Уральского государственного университета (г. Челябинск), Волгоградского государственного университета, Великолукской государственной сельскохозяйственной академии, Ростовского государственного экономического университета РГЭУ «РИНХ» и его филиала в г. Волгодонске, представители сфер государственного и банковского управления: Министерства финансов Ростовской области, Управления федерального казначейства по Ростовской области, Инспекции федеральной налоговой службы по Ростовской области, Ростовской валютно-фондовой биржи, ОАО АКБ «Росбанка», промышленных предприятий и т. д.

Дискуссия проходила по следующим направлениям:

- 1. Специфика развития финансовой системы в условиях глобализации.**
- 2. Денежно-кредитный механизм устойчивого экономического роста.**
- 3. Финансирование приоритетных национальных проектов: проблемы и перспективы.**
- 4. Инновационное развитие российского финансового рынка и его инструменты.**
- 5. Современные тенденции развития финансового менеджмента и корпоративных финансов.**

В рамках предложенных тем специалисты представили тезисы по широкому кругу проблем, возникающих в связи с вовлечением России в мировую финансовую систему.

**Специфика развития финансовой системы в условиях глобализации про-**

является в функционировании самой международной финансовой системы. Она не может существовать без развитых и стабильных международных финансовых институтов, потому что принципы формирования финансовой системы в мировом масштабе — это форма организации и регулирования денежных отношений, закреплённая национальным законодательством или межгосударственными соглашениями.

Участниками Интернет-конференции было выявлено, что в условиях трансформационных процессов, происходящих в сфере совокупного национального долга России, включающего государственный внутренний и внешний, а также корпоративный долг, формируются кризисные явления. Особую опасность представляет формирование внешнего корпоративного долга сравнительно небольшой группой крупнейших российских монополий и банков.

В целом направлениями развития мировой финансовой системы являются: регулирование финансовых рынков и инвестиционных институтов; укрепление финансовой системы, реформирование финансовых институтов путем выработки и распространения международных принципов и стандартов регулирования и надзора за банковской системой, фондовым рынком и различными финансовыми институтами; укрепление финансовой инфраструктуры через принятие универсальных стандартов аудита, бухучета, процедур банкротства, платежных систем, надзора в развитых и развивающихся странах, повышение эффективности механизмов государственной поддержки частного сектора и распределения социальных выплат и т.д.

Важным направлением финансовой политики национальных государств для достижения устойчивого экономического роста является обеспечение финансовой стабильности и финансовой безопасности.

В качестве важнейшего фактора, *способствующего устойчивому экономическому росту*, исследовался *денеж-*

*но-кредитный механизм*. Одним из факторов экономического роста является укрепление национальной валюты при условии свободной конкуренции без поддержки за счет инфляционной прибыли неэффективных производств и излишних расходов государства.

По данному направлению рассмотрены проблемы оценки инвестиционной стоимости кредитных организаций и предложены пути их решения, выявлены причины слабого развития рынка образовательного кредитования, аргументировано, что грамотно проведенная сегментация клиентской базы позволяет розничным банкам разрабатывать стратегии продвижения банковских продуктов, ориентированные на группы клиентов со сходными потребностями, что положительно сказывается на взаимоотношениях банка с клиентами и повышает их лояльность.

Особое внимание уделено внедрению *национальных приоритетов* Российской Федерации, а именно развитию агропромышленного комплекса по трем направлениям: «Ускоренное развитие животноводства», «Стимулирование развития малых форм хозяйствования в агропромышленном комплексе» и «Обеспечение доступным жильем молодых специалистов (или их семей) на селе».

Расходы на социальную политику и обеспечение учреждений социально-культурного комплекса на среднесрочную перспективу являются важнейшим направлением расходов федерального бюджета, однако на муниципальном уровне политика социальных расходов является неэффективной из-за несбалансированности местных бюджетов, недостаточного количества у них собственных доходных источников, чрезмерной их зависимости от областного финансирования.

В целом реализация приоритетных национальных проектов обеспечит простое и расширенное воспроизводство капитала страны, создание новых рабочих мест в стране, прирост заработной платы и покупательной способности населения, приток налогов в бюджет.

В современном мире особое значение имеет *инновационное развитие российского финансового рынка и его инструментов*.

В качестве основных выводов следует отметить следующее: интеграция России в мировую экономику, либерализация движения капитала, а также расширяющаяся диффузия финансово-технологических инноваций накладывают отпечаток и на экономическую сущность современного акционерного капитала; в России сложились реальные предпосылки для увеличения объёмов инвестирования в компании средней капитализации, но для их реализации необходимо решить проблемы, связанные с развитием корпоративного управления; в связи с необходимостью привлечения инвестиционных ресурсов в развивающуюся российскую экономику, а также с повышающимися требованиями инвесторов к доходности и безопасности инвестирования, выработка практических подходов и методов осуществления стоимостной оценки инвестиционных проектов приобретает всё большее значение; особое внимание было уделено интернет-трейдингу — одному из основных направлений развития брокерской деятельности, позволяющему привлекать частных инвесторов с разными целями и горизонтами инвестирования к операциям на фондовом рынке, повышать эффективность работы брокерских компаний и др.

Значительное место в представленных материалах уделено *современным тенденциям развития финансового менеджмента и корпоративных финансов*. Особая роль в повышении конкурентоспособности отечественной экономики принадлежит выбору источников финансирования инвестиционной деятельности и оптимизации их структуры с учетом специфики конкретного предприятия. Предприятия должны обладать способностью к правильной и своевременной трансформации структуры своего бизнеса, постоянно проводить адекватные стратегические и оперативные изменения.

Основная особенность существования хозяйствующих субъектов в рыночных условиях проявляется в том, что кризисные ситуации могут возникнуть на любой стадии жизненного цикла предприятия. Именно выбор оптимальной модели финансового планирования на этапе формирования стратегического и тактического финансового менеджмента, позволит коммерческой организации сокращать затраты, получать максимальную прибыль, а также повышать его финансовую устойчивость.

Таким образом, любое управленческое решение должно основываться на некоторых исходных параметрах и содержать ряд выходных показателей, характеризующих как прошлое, так и текущее состояние объекта управления, где именно оценка системы управления позволит сказать об эффективности управления финансовыми ресурсами предприятия.

Интернет-конференция позволила обсудить идеи и результаты исследований участников публично, имела широкий научный резонанс. В дальнейшем проведение конференции через Интернет-портал РГЭУ «РИНХ» будет регулярным. Удобный и доступный пользовательский интерфейс, демократичный регламент проведения позволяют ознакомиться с материалами и обменяться мнениями с коллегами в удобное время и в любом месте. Для участников Интернет-конференции появилась возможность одновременного участия в нескольких секциях по различным направлениям и интересам.

Следует выразить благодарность организационному комитету конференции, а именно: заслуженному деятелю науки РФ, председателю оргкомитета, президенту РГЭУ «РИНХ», доктору экономических наук, профессору *В.С. Золотареву*; члену правления ВЭО России, декану финансового факультета доктору экономических наук, профессору *К.В. Кочмола*; зав. кафедрой «Финансово-экономический инжиниринг» РГЭУ «РИНХ», доктору экономических наук, профессору



**В.Ю. Наливайскому**; доктору экономических наук, профессору **Т.Ф. Романовой**; доктору экономических наук, профессору **О.Г. Семенюте**; заместителю декана финансового факультета по научной работе доктору экономических наук, профессору **Е.Н. Алифановой**, а также кандидату экономических наук, доценту **Л.А. Жебровской**, начальнику управления компьютеризации учебной и административной работы и его сотрудникам.

По результатам проведенной научной конференции будут опубликованы

тезисы в печатном виде. Также сохраняется возможность ознакомиться с материалами конференции на сайте РГЭУ «РИНХ» по адресу: <http://www.rsue.ru/econference/index.aspx?r=forums&id=1>.

Следующая V межрегиональная научно-практическая Интернет-конференция «Трансформация финансово-кредитных отношений в условиях финансовой глобализации» состоится в феврале 2009 г.

## **АННОТАЦИИ К СТАТЬЯМ НОМЕРА**

### **ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК**

*Евлахова Ю.С.*

*Регулирование финансового рынка в США*

Целью статьи является изучение системы регулирования финансового рынка США, ее особенностей и проблемных областей в качестве примера, иллюстрирующего вариант развития системы регулирования национального финансового рынка.

Изучение системы регулирования финансового рынка США позволяет сделать вывод о том, что гармонизация регулирования, альтернативная интеграции, является оправданной, так как учитывает особенности финансового сектора США. Однако, как и интеграция регулирования, гармонизация не решает всех проблем, стоящих перед регуляторами, что обусловлено динамичным развитием финансового рынка.

*Кривошеев В.В.*

*Анализ развития системы регулирования деятельности хеджевых фондов в США*

Хеджевые фонды обладают многофакторным действием в макроэкономическом смысле, в частности повышают ликвидность финансовых рынков и действуют как «амортизаторы», способные стабилизировать финансовые рынки во время кризисов.

Вывод о том, что регулирующие органы не лишены недостатков и не являются абсолютно рациональными, позволяет определить задачи по регулированию: более тщательный анализ эффективности затрат; более жесткий судебный контроль за принятием решения административного органа; создание новых организационных структур, которые могут быть заимствованы из опыта компаний; использование прогноза, основанного на внутреннем аудите.

*Матвеев В.П.*

*Хеджевые фонды на российском финансовом рынке*

Развитие деятельности хеджевых фондов на развивающихся рынках проявляется в росте доли инвестиционных стратегий на этих рынках, в наиболее высоких темпах роста активов под управлением хеджевых фондов именно на развивающихся рынках, а также в росте чистого инвестиционного потока в фонды.

Большая часть хеджевых фондов активно торгуют АДР на российские акции на иностранных биржевых площадках. В связи с расширением масштабов первичного размещения, что привело к росту спроса на акции российских компаний, большая часть увеличившегося спроса пришлась на более консервативных инвесторов.

В работе обосновано, что сравнительно более низкий уровень доходности и риска хеджевых фондов относительно мировых индексов справедлив и в отношении российских индексов рынка акций. Расширение деятельности хеджевых фондов на российском рынке акций, вероятнее всего, не повысит уровень его волатильности.

### **ФИНАНСИРОВАНИЕ НАЦИОНАЛЬНЫХ ПРОЕКТОВ**

*Есина Е.И.*

*Эффективность программно-целевого метода финансирования при обеспечении экологической безопасности*

В России в рамках реформирования бюджетного процесса провозглашен переход к среднесрочному бюджетированию, ориентированному на результат. Такой подход предусматривает расширение сферы применения программно-целевого метода планирования.

Использование программно-целевого метода финансирования для обеспечения экологической безопасности как при подготовке к проведению XXII зимних Олимпийских игр и XI Параолимпийских игр 2014 года, так и при реализации других мероприятий является наиболее эффективным, поскольку позволяет сосредоточить средства на ключевых направлениях и целенаправленно решать поставленные задачи.

### **ФИНАНСОВЫЙ КОНТРОЛЬ**

*Шевченко А.А., Аюбов Н.А.*

*Актуальные проблемы*

*государственного финансового контроля*

Государственный финансовый контроль — одна из важнейших функций государственного управления, которая направлена на вскрытие отклонений от принятых стандартов законности, целесообразности и эффективности управления финансовыми ресурсами и иной государственной собственностью, а при наличии таких отклонений — на своевременное принятие соответствующих корректирующих и превентивных мер.

Для решения проблем государственного финансового контроля система нормативно-правовых актов государственного финансового контроля должна строиться при учете следующих основных требований: нормативно-правовые акты государственного финансового контроля не должны иметь противоречий, не должны дублировать друг друга; должно быть четко определено то, какие конкретные вопросы государственного финансового контроля рассматривает тот или иной уровень нормативного регулирования, как он взаимодействует с иными уровнями, какие виды нормативно-правовых актов входят в тот или иной уровень и др.

### **ФИНАНСЫ ПРЕДПРИЯТИЙ**

*Чараева М.В.*

*Организация системы бизнес-планирования на предприятии как основа для выработки и принятия рациональных управленческих решений*

В рыночной экономике бизнес-план является рабочим инструментом, используемым во всех сферах предпринимательства.

Бизнес-план — это аналитический документ для планирования предпринимательской деятельности, в котором описываются все основные аспекты будущего коммерческого предприятия, анализируются все проблемы, с которыми оно может столкнуться, а также определяются способы решения этих проблем. Эффективный бизнес-план определяет целесообразность вложений и прибыльность. При этом важно сформировать бизнес-план в соответствии с определенными требованиями и выполнить соответствующие расчеты — это поможет предвидеть будущие проблемы и понять, преодолимы ли они.

*Вороной С.П.*

*Предельная эффективность бизнеса и параметры, её определяющие*

Эволюция мировой экономики, характерной чертой которой является динамизм, потребовала новых подходов к оценке эффективности. При оценке уровня эффективности хозяйственной деятельности фирмы с позиций динамического равновесия необходимо выйти за рамки традиционных методов и попытаться оценить эффективность всех сторон бизнеса. В последние годы интеллектуальный капитал начал оказывать гораздо большее влияние на эффективность деятельности компаний и их рыночную стоимость, чем финансовые и реальные активы.

*Куницына Н.Н., Плешкова Т.Г.*  
*Методы оптимизации структуры капитала*  
*организации с учётом факторов*  
*внешней среды*

В условиях рыночной экономики процесс формирования капитала, оптимизации его структуры, установления рационального соотношения различных источников финансирования и, в связи с этим, качество управления ресурсами приобретают особую важность. Полагаясь на исследования зарубежных и российских ученых, следует подчеркнуть значимость рациональной структуры капитала для эффективного функционирования организации, а также недостаточность научной проработки вопросов поиска источников финансирования в условиях их ограниченности, определения влияния факторов внешней среды на процедуру их мобилизации.

Предложенный способ оптимизации структуры капитала по критерию «доходность активов» позволит повысить эффективность его использования, что, в конечном итоге, положительно повлияет на структуру.

*Мазий В.В.*  
*Состояние и финансирование развития*  
*малого предпринимательства в России*  
*и Ростовской области*

Для российского малого и среднего бизнеса последние полтора десятилетия стали периодом утверждения на социально-экономическом пространстве страны. С развитием малого предпринимательства связано решение ряда приоритетных задач: достижение устойчивого роста, укрепление национальной конкурентоспособности, повышение уровня и качества

жизни населения. Малые предприятия все шире вовлекаются в важнейшие сферы экономики, адаптируются к меняющимся потребностям рынка, тем самым ускоряют структурные преобразования в экономике.

При создании соответствующих условий, обеспечивающих комплексную поддержку малых и средних предприятий на общегосударственном и региональном уровнях, денежные средства инвесторов, в том числе из банковского сектора, направляются в малый бизнес, способствуя как развитию последнего, так и повышению эффективности российской экономики в целом.

## **НАУЧНАЯ ЖИЗНЬ**

*Подкуйко М.С. Трансформация финансово-кредитных отношений в условиях финансовой глобализации*

В феврале 2008 г. Финансовым факультетом Ростовского государственного экономического университета «РИНХ» совместно с Вольным экономическим обществом России была проведена межрегиональная IV научно-практическая Интернет-конференция «Трансформация финансово-кредитных отношений в условиях финансовой глобализации». Целью конференции являлось создание среды виртуального общения специалистов в области финансово-кредитных отношений, стимулирование междисциплинарных контактов, способствующих постановке задач современных научных финансовых исследований и их решению.

# FINANCIAL RESEARCH

FOUNDER AND PUBLISHER:

ROSTOV STATE  
ECONOMIC UNIVERSITY "RINH"

---

<b>THE FINANCIAL MARKET</b>	3	<b>Evlahova J.S.</b> <i>Regulation of the USA financial market</i>
	9	<b>Krivosheev V.V.</b> <i>The analysis of the development of the USA hedge funds activity regulation</i>
	16	<b>Matveev V.P.</b> <i>Hedge funds in the Russian financial market</i>
<b>FINANCING OF NATIONAL PROJECTS</b>	26	<b>Esina E.I.</b> <i>Efficiency of the programme-target financing method to maintain ecological safety</i>
<b>THE FINANCIAL CONTROL</b>	31	<b>Shevchenko A.A., Ajubov N.A.</b> <i>Key problems of the state financial control</i>
<b>FINANCES OF THE ENTERPRISES</b>	42	<b>Charaeva M.V.</b> <i>The organisation of business-planning system at the enterprise as a basis for development and acceptance of rational administrative decisions</i>
	48	<b>Voronoi S.P.</b> <i>Marginal business' efficiency and its defining scope</i>
	51	<b>Kunitsyna N.N., Pleshkova T.G.</b> <i>Capital structure optimisation methods of the organisation against the environment fac- tors' background</i>
	59	<b>Mazy V.V.</b> <i>Status and financing of small business develop- ment in Russia and the Rostov region</i>
<b>SCIENTIFIC LIFE</b>	65	<b>Podkuiko M.S.</b> <i>Transformation of credit finance relations within the financial globalization frameworks</i>



## **SUMMARY**

### **THE FINANCIAL MARKET**

*Evlahova J.S.*

*Regulation of the USA financial market*

The purpose of the article is to study the system of regulation of the USA financial market, its features and problem areas illustrating as an example a way of development of the regulatory system of the national financial market.

Research of the regulatory system of the USA financial market allows to draw a conclusion that the harmonisation of regulation alternative to integration is justified as considers features of the USA financial sector. However, harmonization as well as regulation integration does not solve all the problems that regulators face that is caused by the dynamic development of the financial market.

*Krivosheev V.V.*

*The analysis of the development of the USA hedge funds activity regulation*

Hedge funds possess multifactorial activities in macroeconomic sense, in particular, raise liquidity of the financial markets and operate as the "shock-absorbers" capable to stabilise the financial markets during crises.

Considering that regulatory bodies are not deprived of shortcomings and are not absolutely rational creates a new set of regulation problems: more careful analysis of the expenses efficiency; more rigid judicial control over decision-making of the administrative body; creation of new organizational structures which can be borrowed from the companies' experience; application of the forecast based on internal audit.

*Matveev V.P.*

*Hedge funds in the Russian financial market*

Development of hedge funds' activity on emerging markets is revealed in growth of the share of investment strategy in these markets, in the highest rates of growth of emerging markets' actives under control of

hedge funds and also in growth of a pure investment stream in the funds operating in the given markets as a whole.

The majority of hedge funds actively trade ADR at the Russian stocks on foreign exchanges. In connection with expansion of scales of IPO that has led to growth of the demand for Russian companies' stocks, the majority of the increased demand was due to more conservative investors.

In work it is proved, that rather lower yield and risk level of hedge funds in regard to world indices are fair in respect of the Russian indices of the share market. Expansion of activity of hedge funds in the Russian market of shares, most likely, will not raise its volatility level.

### **FINANCING OF NATIONAL PROJECT**

*Essina E.I.*

*Efficiency of the programme-target financing method to maintain ecological safety*

Concerning budgetary process reforming in Russia the transition to the intermediate term budgeting focused on result is proclaimed. Such approach provides expansion of the sphere of application of a programme-target method of planning.

The use of a programme-target financing method maintaining ecological safety both during the arrangement for XXII winter Olympic games and XI Paraolympic games of 2014, and at realisation of other activities is the most effective as it allows to concentrate funds on the key directions and to solve tasks purposefully.

### **THE FINANCIAL CONTROL**

*Shevchenko A.A.,*

*Ajubov N.A.*

*Key problems of the state financial control*

The state financial control — one of the major functions of the government who is directed on opening of deviations from the accepted standards of legality, expediency and a management efficiency financial resources and other state ownership, and in the presence of such deviations — on timely ac-

ceptance of corresponding correcting and preventive measures.

For the decision of problems of the state financial control the system of regulatory legal acts of the state financial control should be under construction at the account of following basic requirements: regulatory legal acts of the state financial control should not have contradictions, should not duplicate each other; should be accurately defined what concrete questions of the state financial control are considered by this or that level of standard regulation as it co-operates with other levels, what kinds of regulatory legal acts enter into this or that level, etc.

## **FINANCES OF ENTERPRISES**

*Charaeva M.V.*

*The organisation of business-planning system at the enterprise as a basis for development and acceptance of rational administrative decisions*

In the market economy a business plan is the working tool used in all spheres of business.

The business plan is an analytical document for planning enterprise's activity in which all basic aspects of the commercial enterprise's future are described, all problems it can face are analyzed, and also ways of solving these problems are defined. The effective business plan defines expediency of investments and their efficiency. Thus it is important to generate the business plan according to certain requirements and to execute corresponding calculations which can help to forecast the future problems and to understand whether they are surmountable.

*Voronoi S.P.*

*Marginal business' efficiency and its defining scope*

The world's economy evolution which characteristic line is dynamism, has demanded new approaches to the assessment of efficiency. Estimating the level of efficiency of the firm's economic activities from the positions of dynamic balance it is necessary to be beyond traditional methods and to

try to estimate efficiency of all business areas. Recently the intellectual capital has started to make much bigger impact on efficiency of companies' activity and their market cost than financial and real assets.

*Kunitsyna N.N., Pleshkova T.G.*

*Capital structure optimisation methods of the organisation against the environment factors' background*

In contexts of the market economy the process of capital formation, optimisation of its structure, establishment of a rational parity of various sources of financing and quality of resources management in this connection gets special importance. Relying on researches of foreign and Russian scientists it is necessary to underline the importance of the rational capital structure for effective functioning of the organisation, and also search of scientific study's insufficiency of questions of financing sources in the conditions of their limitation, definition of factors' influence of an environment on their mobilisation procedure.

The offered way of capital's structure optimization by criterion «return on assets» will allow to increase efficiency of its use, which, finally, will positively affect the structure.

*Mazy V.V.*

*Status and financing of small business development in Russia and the Rostov region*

The Russian small and medium business saw the statement period in the social and economic space of the country during the last one and a half decades. The development of small business is connected with decision of some priority tasks — achievement of steady growth, strengthening of national competitiveness, increase of the level and the quality of life of the population. Small enterprises are involved more widely into the major spheres of economy, adapting for varying requirements of the market, thereby accelerating economy's structural transformations.

Creating the relevant conditions providing complex support of the small and medium enterprises at nation-wide and re-

gional levels, money resources of investors including bank sector will go to the small-scale business, promoting both the development of the last and the increase of the Russian economy efficiency as a whole.

### **SCIENTIFIC LIFE**

*Podkuiko M.S.*

*Transformation of credit finance relations  
within the financial globalization frameworks*

In February, 2008 the Financial faculty of Rostov state economic university "RINH" with the Free economic society of Russia

held an inter-regional IV academic and research Internet conference «Transformation of credit finance relations within the financial globalization frameworks». The purpose of the conference was creation of the environment of virtual dialogue of experts in the field of credit financial relations, stimulation of the interdisciplinary contacts promoting mission statements of modern scientific and financial research and their solution.

## ***Уважаемые коллеги!***

Приглашаем Вас к сотрудничеству. В журнале «Финансовые исследования» публикуются статьи, сообщения, рецензии, информационные и другие материалы по финансам, денежному обращению и кредиту, проблематике финансового менеджмента и развития финансового рынка. В предлагаемых для публикации материалах научного характера должно содержаться обоснование актуальности, постановка целей и задач исследований, научная аргументация, обобщения и выводы, представляющие интерес новизной, научной и практической значимостью.

**По вопросам публикации или подписки просим обращаться по адресу:**

344002, г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 69, ауд.414  
Ростовский государственный экономический университет «РИНХ»  
Редакция журнала «Финансовые исследования»  
Контактный телефон (863) 261-38-41, 237-02-64  
e-mail [research@rsue.ru](mailto:research@rsue.ru)  
Научный редактор Алифанова Е.Н.  
Технический секретарь Подкуйко М.С.

---

### **Требования к представлению и оформлению рукописей для авторов журнала «Финансовые исследования»**

1. Материал, предлагаемый для публикации, должен быть оригинальным, не опубликованным ранее в других печатных изданиях, написан в контексте современной научной литературы и содержать очевидный элемент создания нового знания.
2. Авторы присылают в редакцию 2 экземпляра статьи в печатном и в электронном виде по электронной почте (для иногородних авторов по адресу: [research@rsue.ru](mailto:research@rsue.ru)). Информация в печатном и в электронном виде должна содержать следующие файлы: статья, сведения об авторе.
3. Сведения об авторе(ах) содержат: название статьи и ФИО авторов (до двух авторов), место работы, должность, ученая степень, ученое звание, адрес и контактный телефон, а также аннотацию статьи объемом до 7 строк. Аннотация не должна содержать ссылок на разделы, формулы, рисунки, номера цитируемой литературы.
4. Объем статьи не должен превышать 0,5 п. л. машинописного текста формата А4, включая таблицы, список литературы и рисунки (схемы). ФИО автора должно быть указано над названием статьи справа (для аспирантов и соискателей — подпись научного руководителя).
5. Файлы с текстом статьи и сведениями об авторе оформляются в формате MS WORD, шрифт — Times New Roman, размер — 14 пт, интервал — 1,5. Поля: верхнее, нижнее — 2,5 см, правое — 2,2 см, левое — 3 см.
6. Для записи формул рекомендуется применять редактор формул MS Equation 3.0.
7. Таблицы, рисунки и схемы должны быть черно-белыми, пронумерованы и озаглавлены, снабжены ссылками на источники.
8. Для оформления таблиц и рисунков необходимо использовать следующие параметры: шрифт — Arial, размер — 12 пт, интервал — 1.
9. Обозначениям единиц измерения различных величин (м, кг, руб. и т.д.), сокращениями типа «г.» (год) должен предшествовать знак неразрывного пробела (см. «Вставка» — «Символы»), отмечающий наложение запрета на отрыв их при верстке от определяемого ими числа. То же самое относится к набору инициалов и фамилий.
10. При использовании в тексте кавычек используются типографские кавычки («»). Тире обозначается символом «—» (длинное тире); дефис — «-».
11. Литература приводится в порядке упоминания в конце статьи. В тексте должны быть ссылки в квадратных скобках только на опубликованные материалы. Ссылки на иностранные источники даются на иностранном языке и сопровождаются в случае перевода на русский язык указанием на перевод.
12. Названия зарубежных компаний, финансовых институтов приводятся в тексте латинскими буквами без кавычек и выделений. После упоминания в тексте фамилий зарубежных ученых, руководителей компаний и т.д. на русском языке в круглых скобках приводится написание имени и фамилии латинскими буквами, если за этим не следует ссылка на работу зарубежного автора.

*Редакционная коллегия оставляет за собой право при необходимости сокращать статьи, подвергая их редакционной правке.*

**ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ  
ГОУ ВПО "РОСТОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ «РИНХ»"**

Лицензия №4171 от 28.02.2005 г. Свидетельство об аккредитации №25-0962 от 7 июня 2000 г.

**УВАЖАЕМЫЕ КОЛЛЕГИ!**

**ФИНАНСОВЫЙ ФАКУЛЬТЕТ**

☒ **проводит подготовку специалистов в рамках специальности**

**«Финансы и кредит»** по следующим специализациям:

- Государственные и муниципальные финансы
- Финансовый менеджмент
- Банковское дело
- Рынок ценных бумаг и биржевое дело
- Оценка собственности
- Международные валютно-кредитные отношения
- Страхование дело

с присвоением квалификации **«экономист»**.

Отделение	Сроки обучения	Вступительные испытания	Форма обучения
дневное	5 лет	Математика или информатика – профилирующий, русский язык, иностранный язык	Бюджетная и контрактная 45 000 руб.
заочное	на базе общего среднего и среднего специального профессионального образования – 5,5 лет		Бюджетная и контрактная 22 500 руб.
	на базе высшего образования – 3 года	собеседование по специальности (в форме тестирования)	Контрактная 20 000 руб.
	на базе среднего специального профессионального образования – 3,5 года		Контрактная 17 000 руб.

☒ **готовит докторантов, аспирантов и соискателей по специальности**

**08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»** по следующим направлениям: теория и методология финансов; государственные финансы; финансы предприятий и организаций; налоги и налогообложение; формирование и развитие РЦБ; финансы домашних хозяйств; оценочная деятельность; денежное обращение; кредит и банковская деятельность.

Сроки и стоимость обучения (в год):

- ☞ очная докторантура – 3 года – бюджет;
- ☞ соискание ученой степени доктора наук – 4 года – 35 000 руб.;
- ☞ очная аспирантура – 3 года – 45 000 руб.
- ☞ заочная аспирантура – 4 года – 35 000 руб.
- ☞ соискание ученой степени кандидата наук – до 5 лет – 28 000 руб.

☒ **начинает подготовку специалистов по MBA программе;**

☒ **является аккредитованной организацией и проводит аттестацию**

☒ **специалистов финансового рынка на основе свидетельства об аккредитации, выданного Федеральной службой по финансовым рынкам РФ;**

☒ **проводит подготовку специалистов к сдаче квалификационного экзамена на получение аттестата специалиста финансового рынка;**

☒ **объявляет набор слушателей в Центр Финансового факультета по профессиональной подготовке, переподготовке и повышению квалификации кадров по курсу «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)».**

☒ **Наш адрес:** 344002, Россия, г. Ростов-на-Дону, ул. Б. Садовая, 69,

☎ Декан – каб. 420, тел. (863) 263-53-51

☎ Деканат очного отделения – каб. 421, тел. (863) 263-11-85

☎ Деканат заочного отделения – каб. 426, тел. (863) 255-96-94.

☎ Научно-исследовательская лаборатория – каб. 414, тел. (863) 261-38-41

☎ Аспирантура – каб. 222, тел. (863) 240-14-53

*С искренним уважением,  
декан финансового факультета д.э.н., профессор*

*Кочмола К.В.*